

## I. 第 I 部: 所見と提言

### 1. 政府債市場の概要

#### 1.1. 法的枠組みと規制環境

##### 1.1.1. 法的枠組み

政府債、政府保証債および地方債の発行に係る政令 141/2003/ND-CP(2003 年 11 月 20 日付)が、政府債の発行市場に関する規定である。政令 141 において、政府債とは「政府が発行する債務証券の一種で、満期、額面金額、金利が定められており、債券所有者に対して政府の債務返済義務が保証されているもの」と定義されている。政令 141 に基づき、財政部は多数の決定と回状を公布し、政府債の発行に関する詳細な手続きを手引きしている。また中央銀行も、6 種類ある政府債のうち、政府短期証券と外貨建て国債の入札に関して、数々の決定と回状を制定している。

流通市場については、証券および証券市場に係る政令 144/2003/ND-CP(2003 年 11 月 28 日付)で、STC への報告制度を含む証券会社の業務および政府債の上場と売買に関して、広範に規定されている。また中央銀行は、公開市場操作、割引/再割引、債券担保融資、当座貸越、オーバーナイト取引などに関して多数の決定を規定しており、決定の大半は、中央銀行と金融機関との間の政府債の売買についての規定である。

##### 1.1.2. 規制環境

財政部は、政令 141 と 144 に基づいて、政府債の発行規制と売買規制について規定しているだけである。一方、多数の財政部部局のうち、国家証券委員会が流通市場の監督者としての機能を全般的に果たしており、また STC が取引参加者への報告義務の詳細を規定している。

また、中央銀行は、金融機関とその取引先企業との取引に加え、中央銀行と金融機関との間の債券関連の様々な取引も規制している。中央銀行はホーチミン市 STC の特別会員であるが、金融機関との債券関連の取引については STC に報告する義務はない。

## 1.2. 発行市場

### 1.2.1. 政府債の種類

政令 141 によって、政府債は次の 6 種類に分類される。

- 政府短期証券
- 国債
- 中央直轄事業債
- 投資債
- 外貨建て国債
- 国家建設債

財政部は、政府債(政府短期証券、国債、中央直轄事業債、外貨建て国債を含む)の発行計画に責任を有する。これら政府債について、財政部は「国家予算の概算に盛り込むための案をとりまとめるものとする」と、政令 66/2004/QD-BTC(以下「政令 66」という)で規定されている。6 種類ある政府債の中で、国家建設債の発行だけは別途、政令 12/1999/PL-UBTVQH10 で規定されている。

調達された資金の用途は、政府債の種類によって異なる。政府債の中で、政府短期証券と国債は、国家予算の赤字を補填するために発行される。一方他の政府債は、公共事業、投資、他の公共目的のために発行される。

図表 1-1: 各政府債の調達資金の用途

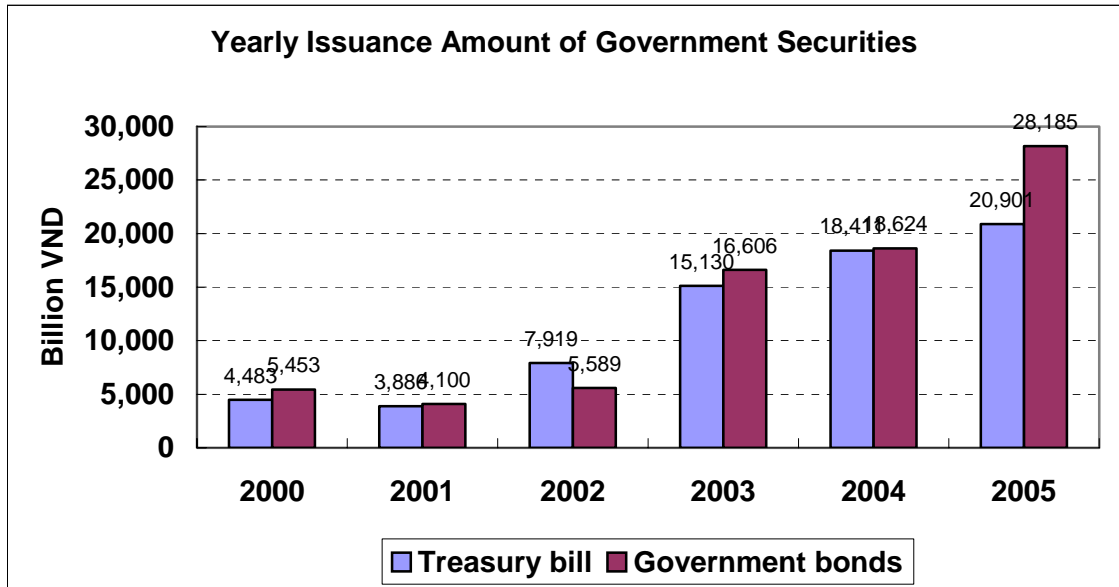
	資金用途
政府短期証券	国家予算の一時的な赤字補填
国債	国家予算の赤字補填
中央直轄事業債	首相の決定に基づくもので、中央予算を使用し、計画に含まれるが年度予算にはまだ含まれていない事業投資
投資債	政府の政策に基づく投資
外貨建て国債	首相の指定する目的
国家建設債	重要な国家事業と他の事業の建設投資

出所: 政令 141 とその関連決定と回状より作成

財政部は、2000 年以降、政府債の年間発行額を徐々に増加させている。2005 年の政府短期証券と国債の発行額は、それぞれ 20 兆 9010 億ドンと 28 兆 9050 億ドンに達した。発行額の年間成長率は 38%で、GDP 成長率を大幅に上回っている。これは対外債務の対 GDP 比率も徐々に上昇していることを示す。

なお、2005 年度末時点で、政府債の残高は 90 兆 7000 億ドンに達した(政府短期証券を除くと 69 兆 5000 億ドン)。

図表 1-2: 政府債の年間発行額

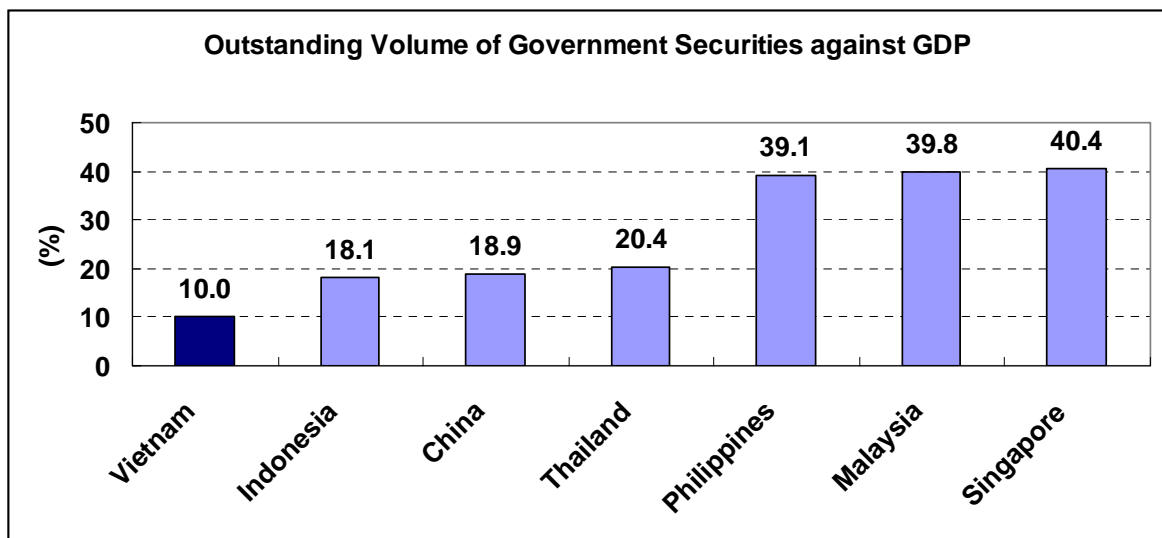


注: 政府債には、国債、中央直轄事業債、投資債、外貨建て国債、国家建設債が含まれる。

出所: 財政部

しかし、政府債残高の対 GDP 比率は、幾つかの他の ASEAN+3 各国に比べると、まだ 10% と低い。

図表 1-3: 政府債残高の対 GDP 比率



注: 2005 年 6 月時点

出所: "Asia Bond Indicators," ADB Asian Bonds Online

## 1.2.2. 発行体

政府短期証券、国債、中央直轄事業債、外貨建て国債、国家建設債の発行体は、国庫局である。投資債の発行体は、首相が指定した政府系金融機関である。現在、開発支援基金のみが投資債を発行している。

政府短期証券については、財政部は発行と償還業務を「国営銀行、国営商業銀行に委託することができる」。現在、この機能は中央銀行に委託されている。

## 1.2.3. 発行方法

政府債の発行方法は、入札、シ団引受、委託販売、国庫局小売の 4 種類である。政府債ごとに適格な販売チャンネルが指定されている。

入札は、中央銀行または STC で実施される。政府短期証券、外貨建て国債は中央銀行で、国債、中央直轄事業債、投資債はホーチミン市 STC もしくはハノイ STC またはその両方で入札が実施される。金利は単一に決定され、最高落札金利に合わせられる。

引受シ団と、「証券市場への債券発行前の手続き、投資家への債券売出、売出目的での債券取得、または売残った債券取得を行うことにより、発行体を支援する引受シ団」を指している(政令 141)。各引受に際して、発行体と引受シ団は、金利、引受手数料、債券の引受額、投資家への債券の最低販売額、債券売出方法、他の関連事項などの契約条件に合意する(回状 29)。引受シ団は、引受債券額の最低 50%の投資家への売出が義務付けられている。

委託販売組織と、「発行体に投資家への債券販売を委託された他の組織」を指している。この方法は、現在政府債では使用されていない。

国庫局小売りと、「発行体が債券を直接販売して買い手から集金すること」を指している。「小売」とは、ベトナム語の「Ban lẻ」の一般的な訳語だが、必ずしも購入者が個人だけであることを意味しない(後述のように組織も買い手になり得る)。むしろこの方法は、国庫局による「最終投資家への直接販売」と表現できる。

図表 1-4: 政府債の発行方法

	発行体	発行方法				
		入札		シ団引受	委託販売	国庫局小売り
		中央銀行	STC			
政府短期証券	国庫局	X				
国債	国庫局		X	X	X	X
中央直轄事業債	国庫局		X	X		X
投資債	政府系金融機関		X	X		X
外貨建て国債	国庫局	X				X
国家建設債	国庫局	--	--	--	--	--

注 1: X: 政令 141 で規定。--: 政令 12 で特に規定なし。

注 2: 実際には国家建設債は国庫局によって小売される。

出所: 政令 141 と政令 12 より作成

2005年度の政府債発行額は、政府短期証券が最大であり、国債、中央直轄事業債がこれに続く。国債、中央直轄事業債、投資債の主な発行方法は、シ団引受と国庫局小売であり、STCでの入札がこれに続く。

図表 1-5: 政府債の年間発行額(2005年)

		中央銀行での 入札	STCでの入札	シ団引受	国庫局小売	合計
1 政府短期証券	1年未満	20,901	-	-	-	20,901
	(Percentage)	100%	0%	0%	0%	100%
2 国債	(小計)	-	2,185	6,795	2,479	11,459
	(Percentage)	0%	19%	59%	22%	100%
3 中央直轄事業債	(Subtotal)	-	50	3,150	7,385	10,585
	(小計)	0%	0%	30%	70%	100%
(国債および 中央直轄事業債)	2年	-	-	586	-	586
	3年	-	-	275	-	275
	5年	-	2,235	8,369	-	10,604
	10年	-	-	320	5,500	5,820
	15年	-	-	395	-	395
	不明	-	-	-	4,364	4,364
	誤差	-	-	-	-	-
	(小計)	-	2,235	9,945	9,864	22,044
	(Percentage)	0%	10%	45%	45%	100%
	4 投資債	2年	-	-	230	-
10年		-	-	1,025	-	1,025
15年		-	75	1,690	-	1,765
不明		-	-	-	-	-
誤差		-	55	250	-	305
(小計)		-	130	3,195	-	3,325
(Percentage)	0%	4%	96%	0%	100%	
5 国家建設債	2年	-	-	-	2,816	2,816
	(小計)	-	-	-	2,816	2,816
	(Percentage)	0%	0%	0%	100%	100%
6 外貨建て国債	(小計)	-	-	-	-	-
	(Percentage)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>合計</b>	1年未満	20,901	-	-	-	20,901
	2年	-	-	816	2,816	3,632
	3年	-	-	275	-	275
	5年	-	2,235	8,369	-	10,604
	10年	-	-	1,345	5,500	6,845
	15年	-	75	2,085	-	2,160
	不明	-	-	-	4,364	4,364
	誤差	-	55	250	-	305
	(合計)	20,901	2,365	13,140	12,680	49,086
	(Percentage)	43%	5%	27%	26%	100%

出所: 財政部

発行残高に関しては、政府短期証券と国債が最大であり、年間発行額と同様の傾向である。  
 国債、中央直轄事業債、投資債の主な発行方法は、シ団引受と国庫局小売であるが、入札の割合は少ない。

図表 1-6: 2005 年度末の発行残高

	債券の種類	中央銀行での 入札	STCでの 入札	シ団引受	国庫局小売	合計
1	政府短期証券	20,901 100%				20,901 100%
2	国債		4,437 16%	9,148 33%	14,141 51%	27,726 100%
3	中央直轄事業債		1,171 6%	5,215 27%	13,054 67%	19,440 100%
4	投資債		1,324 8%	14,674 92%		15,998 100%
5	国家建設債				5,382 100%	5,382 100%
6	外貨建て国債	232 19%			1,006 81%	1,238 100%
	<b>合計</b>	<b>21,133</b> <b>23%</b>	<b>6,932</b> <b>8%</b>	<b>29,037</b> <b>32%</b>	<b>33,583</b> <b>37%</b>	<b>90,685</b> <b>100%</b>

単位: 10 億ドン

出所: 財政部

## 1.2.4. 上限金利

政令 141 では、以下の表のように政府債ごとに金利に関する規定がある。通常、金利は財務大臣によって定期的に決定され(決定 66)、現在は年限ごとに月次で改定されている。国債、中央直轄事業債、投資債に同一の金利が適用される。

政令 141 のもとでは、これらの金利(以下「上限金利」という)は、STC または中央銀行で入札される債券には必ずしも適用されるわけではない。ただし、次の規制によって、実質的には入札にも同様の上限金利が適用されている。

- 決定 66 では、「財務大臣は、発行される債券金利が上限金利または財務大臣によって発表された金利幅(政令 12)を超える場合は、債券発行を停止する」と規定されている。これは発行方式に関わらず適用されているようである。
- 回状 21/2004/TT-BTC(政府債と他の債券の入札手引き)では、「財務大臣は、年限ごとの上限金利を発表する」と規定されている(ただし、上限金利は条件によっては「規定しなくてもよい」とされる)。

図表 1-7: 政府債ごとの金利設定方法

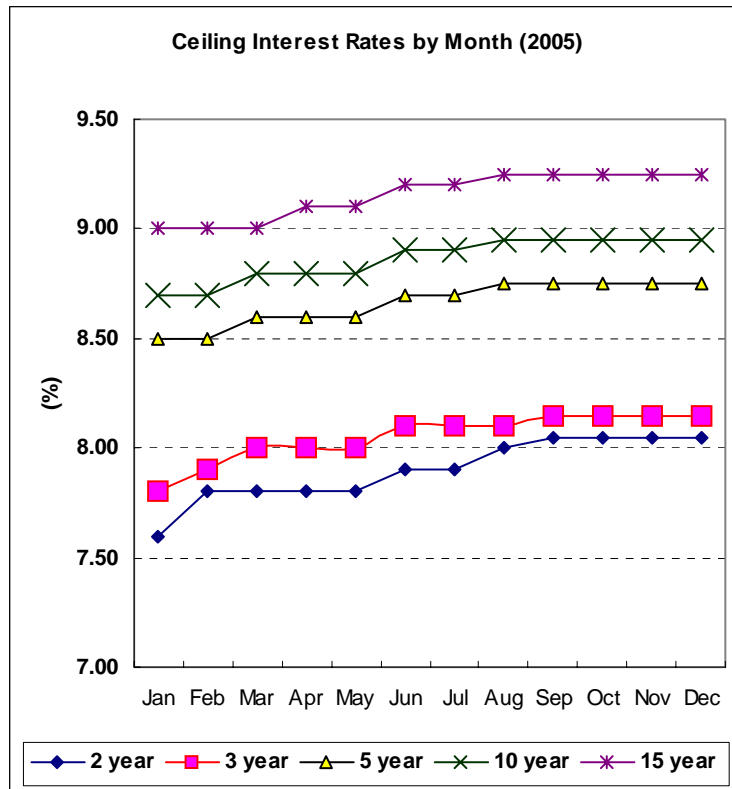
	金利設定方法
政府短期証券	➤ 政府短期証券の発行額と金利は、入札結果により策定される。(第 19 条、政令 141)
国債	➤ 国債の金利は、発行時点での金融市場の実際の状況に基づき、財務大臣によって決定される。金利入札の場合、金利は入札結果に従って決定される。(第 25 条、政令 141)
中央直轄事業債	➤ 中央直轄事業債の金利は、発行時点での金融市場の実際の状況に基づき、財務大臣によって決定される。金利入札の場合、金利は入札結果に従って決定される。(第 32 条、政令 141)
投資債	➤ 財務大臣は、金融市場の実際の状況と発行体の資金調達需要に基づき、期間ごとの投資債の上限金利を決定する。金利入札の場合、金利は、財務大臣によって既に決定された上限内で、入札結果に従って策定される。(37 条、政令 141)
外貨建て国債	➤ 財務大臣は、外貨建て債券の発行時期、通貨、規模、金利、額面金額、価格を決定する。(第 43 条、政令 141)
国家建設債	➤ 政府は、債券発行ごとに特定の金利を規定する。(第 10 条、政令 12)

出所: 政令 141 と政令 12 より作成

以下は、2005 年度の年限ごとの国債、中央直轄事業債、投資債の上限金利である。



図表 1-8: 月別の上限金利(2005 年)



出所: VCBS

### 1.2.5. 発行市場の適格参加者

政令 141 では、政府債ごとの入札、引受または購入の有資格条件が規定されている。さらに、発行方法ごとの適格参加条件が次の規制で規定されている。

- 決定 29/2004/TT-BTC(シ団引受と委託販売)
- 決定 111/2004/QD-NHNN (外貨建て国債)
- 回状 19/2004/TT-BTC(政府短期証券と外貨建て国債)
- 回状 21/2004/TT-BTC(入札)
- 回状 32/2004/TT-BTC(国庫局小売りによる発行)
- 政令 12/1999/PL-UBTVQH10(国家建設債)

次の表は、政府債ごとの適格参加者を示す。

図表 1-9: 政府債ごとの適格参加者

	政府短期証券	国債、中央直轄事業債、投資債			外貨建て国債		国家建設債
	入札	入札	シ団引受	国庫局小売り	入札	国庫局小売り	国庫局小売り
金融機関	X	X	--		X		X
銀行			X				
金融会社			X				
保険会社	X	X			(X)		X
投資信託	X	X	X		(X)		X
外国投資信託支店	X	X			(X)		X
証券会社		X	X				X
他の金融機関			X				X
企業、業界団体		X		X		X	X
国営銀行	X						X
政治的、社会政治的、社会政治専門的、社会専門的組織				X		X	X
ベトナム市民				X		X	X
ベトナムで勤務・居住する外国人				X		X	X

注 1: X: 適格。--: 特に規定なし。

注 2: 保険会社には保険会社と保険基金が含まれる。

注 3: 外貨建て国債の(X)は、回状 19 によると適格であるが決定 111 によると不適格である。

出所: 政令 141 と政令 12 などより作成。

2006年度の政府債のシ団引受と委託販売の指名参加者は次の通りである。

図表 1-10: 政府債の適格引受会社 (2006 年)

<b>I.</b>	<b>商業銀行</b>
1	Vietcombank
2	Agriculture and Rural Development Bank
3	Industrial Commercial Bank
4	Investment and Development Bank
5	Ho Chi Minh Housing Development Commercial Bank
6	Sai Gon Industrial Commercial Bank ( Sacombank)
7	Phuong Nam joint Stock Commercial Bank.
8	Standard Chartered Bank, Hanoi
<b>II.</b>	<b>証券会社</b>
1	Securities company of Investment and Development Bank
2	Securities company of Asia Commercial Joint Stock Bank
3	Thang Long securities company
4	Vietcombank securities company
5	Securities company of Agricultural and Rural Development Bank
6	Bao Viet securities company
7	Ho Chi Minh Securities company
8	De Nhat Securities company
9	Securities company of Industrial Commercial Bank

出所: 決定 10 /2005/QĐ-BTC と決定 795/QĐ-BTC

また、STC での入札に関して、両 STC は年次で適格条件を見直し、規定することとされている (回状 21)。2005 年度のカノイ STC とホーチミン市 STC での入札参加者は、以下の通りである。

図表 1-11: 政府債の両 STC での入札参加者 (2005 年)

ホーチミン市 STC		
1.	Incombank	NH01
2.	Housing Development Bank	NH02
3.	Vietcombank	NH03
4.	BIDV Nam Ky Khoi Nghia branch	NH04
5.	Eximbank	NH05
6.	Sacombank	NH06
7.	Vietnam Social Security	NH07
8.	Manulife Vietnam	NH08
9.	Prudential Vietnam	NH09
10.	Phuong Nam Bank	NH10

11.	PetroVietnam Finance Company	NH11
12	AIA Insurance company	NH12
13.	Deutsche Bank, HCM branch	NH13
14.	Ho Chi Minh Securities company	CK01
15.	Vietcombank Securities company	CK02
16.	Bao Viet Securities Company	CK03
17.	BIDV Securities company	CK04
18.	Incombank Securities company	CK05
19.	Agribank Securities company	CK06
20.	Hai Phong Securities company	CK07
21.	ACB Securities company	CK08
22.	Saigon Securities company	CK09
23.	Thang Long Securities company	CK10
<b>ハノイ STC</b>		
1	AIA Insurance company	
2	De Nhat Insurance company	
3	Bao Viet Securities Company	
4	Hai Phong Securities company	
5	ACB Securities company	
6	Incombank Securities Company	
7	Agribank Securities company	
8	Vietcombank Securities company	
9	BIDV Securities company	
10	Sai Gon Securities company	
11	Thang Long Securities company	
12	Ho Chi Minh Securities company	
13	Vietcombank Financial Leasing company	
14	Postal Savings company	
15	Vinashin	
16	Vinatex Finance Company	
17	Manulife Vietnam	
18	Chinfon Bank	
19	Dragon Capital Market Ltd.	
20	BIDV	
21	Incombank	

22	Vietcombank	
23	Vietnam International Bank	
24	Techcombank	
25	Maritime bank	
26	Sacombank	
27	Vietnam Insurance Corporation	

出所:ホーチミン市とハノイの両 STC

## 1.2.6. 投資家

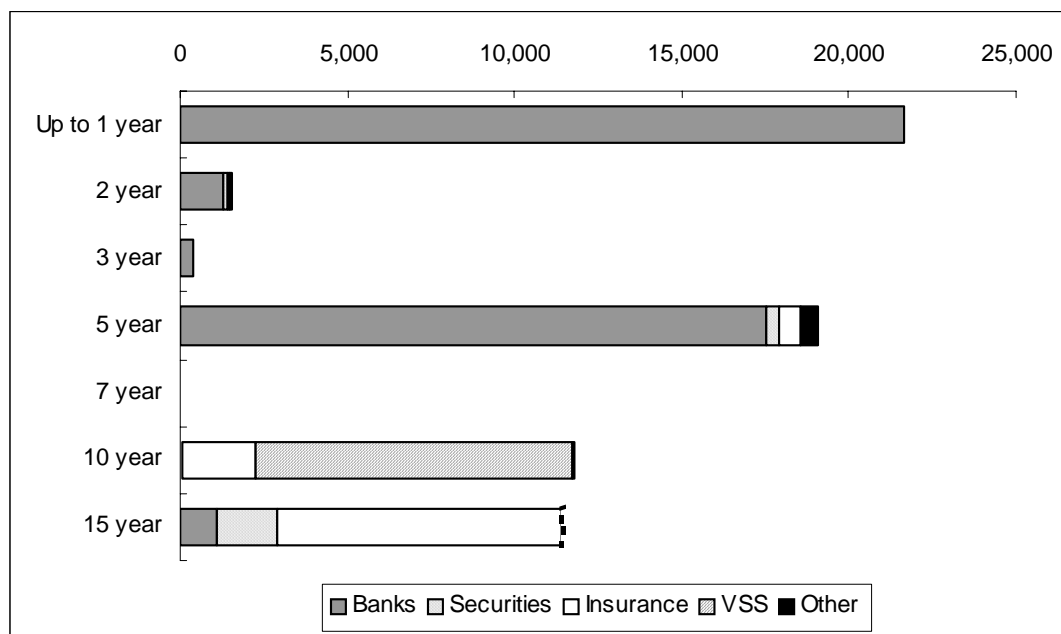
政令 141 によると、以下の機関が国債、中央直轄事業債、投資債の購入資格を有する。これら3種類の政府債は、全体の発行残高の70%を占めているため、(政府債の)投資家のほとんどは、以下のいずれかに該当すると考えられる。

- 金融機関
- 保険会社、保険基金、投資信託
- 全経済部門のベトナム企業、経済団体
- ベトナムで合法的に運営される外国企業
- ベトナム市民、海外在住のベトナム人、ベトナムで合法的に働き生活する外国人

次の図には、入札、シ団引受により発行された、政府短期証券、国債、中央直轄事業債、投資債の最終投資家ごとの構成を示す。公的年金<sup>1</sup>に対しては、「国庫局小売り」により発行されている。

銀行は、年限5年以下の債券の大半を保有する。保険会社と公的年金は、年限10、15年の債券の大半を保有する。

図表 1-12: 最終投資家ごとの発行残高(2005年12月/2006年1月)



注1: 年限2~15年の債券残高は2006年1月23日時点の時価(2005年度末時点の公的年金残高を除く)。年限1年以下の債券は2005年度末時点の残高。

注2: データは、公的年金への国庫局小売りのほか、入札、シ団引受により発行される政府短期証券、国債、中央直轄事業債、投資債を加えたもの。

単位: 10億ドン

出所: 財政部、中央銀行、ホーチミン市 STC、公的年金

<sup>1</sup> 公的年金は、国庫局小売りによって(記名式)政府債を購入する。

## 1.3. 流通市場

### 1.3.1. 取引方法

上場債券の取引は、ホーチミン市 STC<sup>2</sup>の取引システムを通して取引参加者によって実施される。現在、ホーチミン市 STC は取引参加者を証券会社に限定している。このため、インターバンク取引や買い戻し/売り戻し(レポ)<sup>3</sup>を含む上場債券の全取引は、証券会社の仲介で行われている。

ホーチミン市 STC での取引方法は2種類ある。一方は個別競争売買方式で、他方は個別交渉売買方式である。個別交渉売買方式は、2004年8月14日から導入され、債券の取引方法として急速に普及した。この方法が債券の商品特性に一致しているためである。

ホーチミン市 STC での取引の種類は、2種類あると考えられる。一方は、当事者が相手方と特定債券を売買する買い切り(売り切り)である。他方は、当事者が相手方と、一定期間後に同一債券の買い戻し/売り戻しに正式/非正式に合意して、特定債券を売買する(広義の)レポである(中央銀行によって規定されている「割引と再割引」を含む)。後者の取引(以下広義に「レポ」という)は、中央銀行が銀行の顧客向けに有価証券を「割引/再割引」することを認める決定をして以降(決定 1325/2004/QD-NHNN)、急速に拡大した。

---

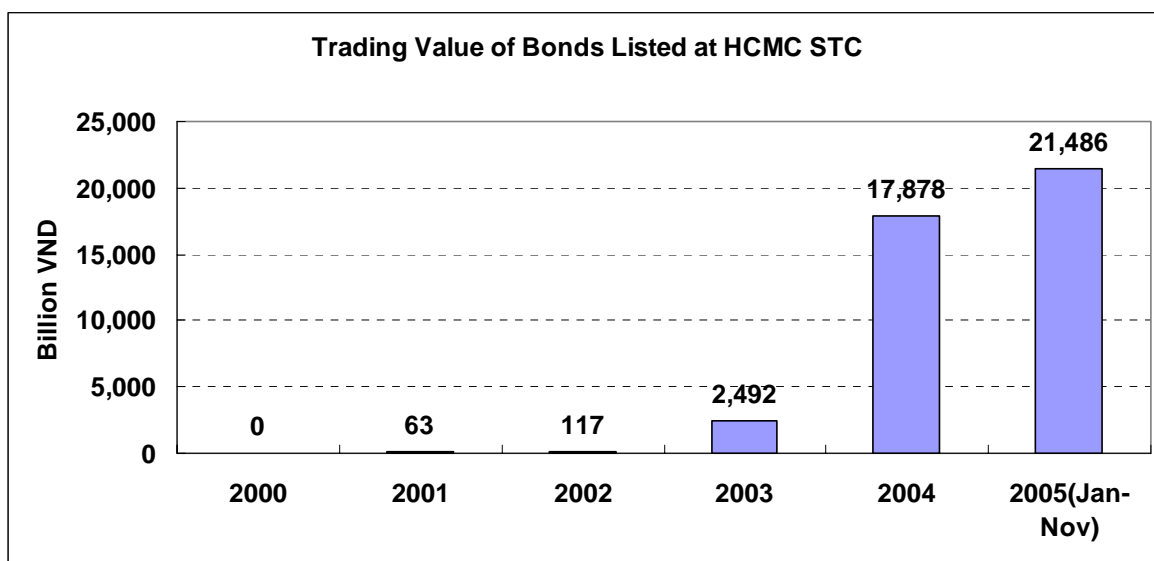
<sup>2</sup> 政府債、政府保証債、地方債はホーチミン市 STC への上場義務がある。

<sup>3</sup> 金融機関は STC にある中央銀行の債権保管口座で債券売買ができるため、中央銀行と金融機関との取引は例外である。

### 1.3.2. 取引高

ホーチミン市 STC での債券売買は、2004年以降急速に成長してきた(下記グラフ参照)。これは主に、先に記載した割引と再割引の規制緩和に起因している(決定 1325)。市場参加者への NRI のインタビューによれば、2005年1～11月までの合計売買高 21兆 4860億ドンの内、85～90%はレボ取引と考えられる。

図表 1-13: ホーチミン市 STC 上場債券の売買高



注 1: ホーチミン市 STC 上場債券には、政府債(政府短期証券以外)、多数の地方債、少数の金融債が含まれる。

注 2: ここでの取引は、個別交渉売買方式によるものを指す。

出所: ホーチミン市 STC

取引の大半がレボ取引と考えられることから、STC での取引目的は主に短期資金調達である。以下の表で、STC での売買を中央銀行による公開市場操作と比較した。市場参加者は、中央銀行との取引よりも頻繁に、STC を通じて相互に取引をしている。ただし、取引ごとの売買額は依然として小さい。銀行にとって STC での債券取引は、中央銀行の公開市場操作に対する補完的な手段であると考えられる。

図表 1-14: 中央銀行による公開市場操作とホーチミン市 STC での取引 (2005年1～10/11月)

	公開市場操作		ホ市STC (個別交渉売買方式)
	中銀・買い	中銀・売り	
取引額	81,265	1,800	21,486
取引回数	119	8	1,041
取引一回当たりの取引額	683	225	21

単位: 10億ドン(取引回数を除く)

注 1: 取引には、買い切り(売り切り)、買い戻し/売り戻し取引が含まれる。このうち 80～85%が買い戻し/売り戻し取引と考えられる(NRI の市場参加者とのインタビューによる)。これは銀行にとっての機能という点で公開市場操作と比較可能である。

注 2: 公開市場操作のデータは 2005年1～10月間。ホーチミン市 STC のデータは 2005年1



～ 11 月間。

出所：中央銀行、ホーチミン市 STC

### 1.3.3. 仲介機関

流通市場の仲介機関は、ホーチミン市 STC の取引参加者<sup>4</sup>である証券会社である。以下の表は、2006 年 3 月時点の取引参加者一覧である。

図表 1-15：ホーチミン市 STC の取引参加者一覧

No	Name	Full name	Function
1	<a href="#">ACBS</a>	ACB SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
2	<a href="#">AGRISECO</a>	AGRIBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
3	<a href="#">BSC</a>	VIETNAM INVESTMENT & DEVELOPMENT BANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
4	<a href="#">BVSC</a>	BAOVIET SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
5	<a href="#">DAS</a>	EASTERN ASIA BANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Portfolio management - Finance and investment consultancy
6	<a href="#">FSC</a>	FIRST SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
7	<a href="#">HASECO</a>	HAIPHONG SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Portfolio management - Finance and investment consultancy
8	<a href="#">HSC</a>	HOCHIMINH CITY SECURITIES CORPORATION	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
9	<a href="#">IBS</a>	INCOMBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
10	<a href="#">MSC</a>	MEKONG SECURITIES CORPORATION	Brokerage - Finance and investment consultancy
11	<a href="#">SSI</a>	SAIGON SECURITIES INCORPORATION	Brokerage - Dealing - Underwriting - Finance and investment consultancy
12	<a href="#">TSC</a>	THANGLONG SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
13	<a href="#">VCBS</a>	VIETCOMBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy

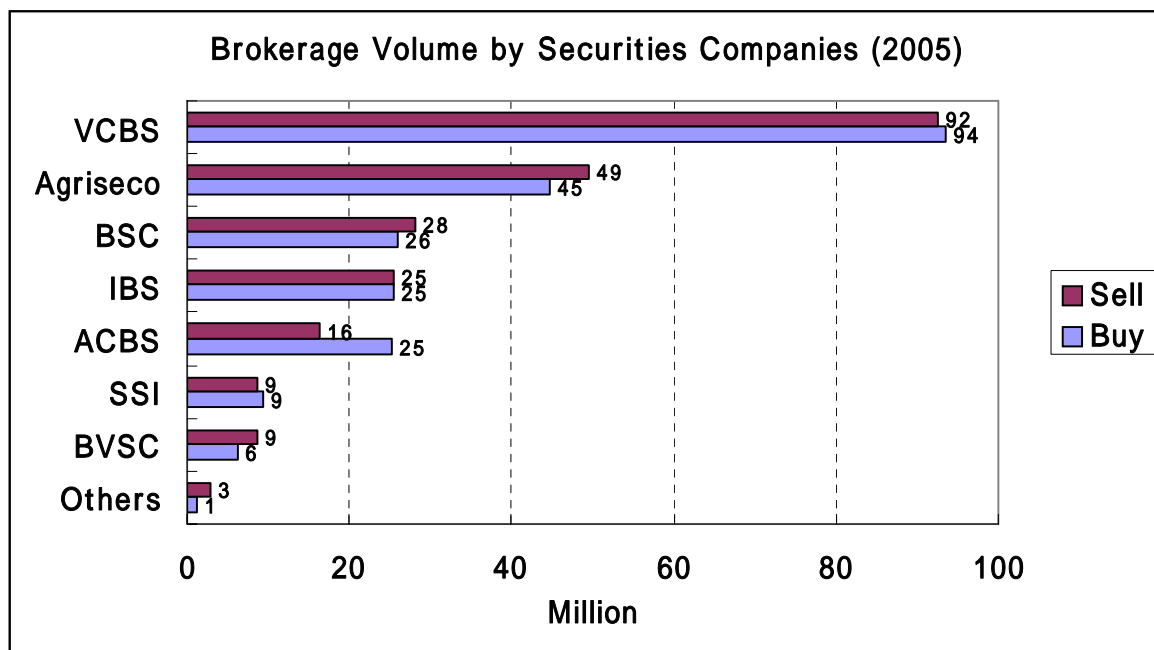
出所：ホーチミン市 STC

<sup>4</sup> 政令 144/2003/ND-CP によると、取次業務もしくは自己売買、またはその両方の免許を国家証券委員会に付与され、STC での参加者登録手続きを満した証券会社は、ホーチミン市 STC の参加資格を持つ。これらの証券会社は、STC 売買システムを通して売買する特別な権利を持つ。

証券会社は、通常、取引当事者(証券会社顧客)間の相対交渉が行われた後で、取引を実行する。このため、この仲介の形態はディーリングではなく、取次(ブローカレッジ)と見做すことができる。

2005年度の取次売買高では、上位2社の証券会社で60%を占める(上位5社では90%超)。

図表 1-16: 証券会社別の取次売買高(2005年)



注: データには、ホーチミン市 STC での上場債券(国債、中央直轄事業債、投資債など大半の債券)が含まれる。

単位: 出来高(時価ではない)

出所: ホーチミン市 STC

## 1.4. 保管、清算、決済

政府債の発行には、以下の4つの方法がある。

- 1) 財政部国庫局での引受とホーチミン市証券取引センター(ホーチミン市 STC)での上場(国債、中央直轄事業債、投資債)
- 2) ホーチミン市 STC での入札と上場(国債、中央直轄事業債、投資債)
- 3) 中央銀行での入札(国債)
- 4) 国庫局本店/支店での小売り(国債、中央直轄事業債、国家建設債)

政府債を発行する際、年間の引受合計額の計画は、通常、年次国民議会の最終会期で承認される。承認された額に基づき、財政部は、四半期と月次の発行予定を策定する。財政部の国庫局は、各四半期が初まってから10日以内に、四半期ごとの入札と引受額を中央銀行と国家証券委員会(STC)に通知する。発行方法ごとの行政事務フローの概要は、以下の通りである。

### 1.4.1. 国庫局引受

国庫局引受の決済業務は、以下の通り。

- 1) 財政部の承認後速やかに、国庫局は政府債の発行に関する通知を公表する。
- 2) 通知は、少なくとも発行1ヵ月～1週間前まで公表される。
- 3) 国庫局は、引受シ団に通知を送付する。引受シ団は、通知受領後に投資家の潜在的な購買意欲の調査を開始する。
- 4) 引受シ団は、投資家の購買意欲の調査後に申し込みを行う。
- 5) 国庫局は、発行ごとに引受シ団と会議を開催し、発行額、満期などを検討する。
- 6) 引受シ団のうち購入希望者のみが会議に参加できる。
- 7) 国庫局と引受シ団は、書面による合意を交わす。
- 8) 決済の支払いは、通常、合意後1～2日で実施される。回状によると、決済期日は合意後5日間である。
- 9) 支払いは、中央銀行の業務局に開設されている国庫局口座へ送金される。
- 10) 国庫局は、債券の上場、保管、清算を行うため、公文書をホーチミン市 STC へファックス送付し、後に原本を郵送する。引受全債券は、ホーチミン市 STC に登録債として上場される。
- 11) 投資家は、債券証書の券面を要請により引き出す権利を持つ。
- 12) ホーチミン市 STC は、引受債券を決済後2、3日間保管する。支払から保管までの期間、投資家は本債券を取り扱うことができない。これは債券が証券口座にまだ記入されておらず、取引できないためである。
- 13) 発行日は、決済日と同一である。
- 14) ホーチミン市 STC は、国庫局にクーポン支払日と償還日をそれぞれ通知し、国庫局はそれに基づき資金の受渡しを行う。

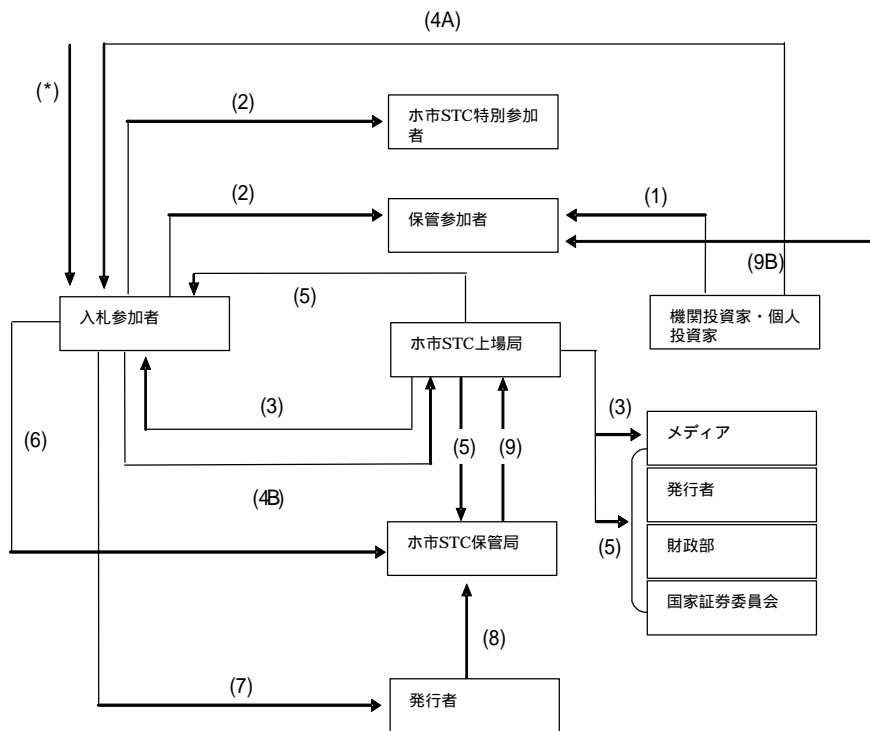
### 1.4.2. ホーチミン市 STC での入札

入札参加者は、年1回、各年末に定期的な登録が義務付けられている。参加者は、11月15日までにホーチミン市 STC に本登録の申請をする。一方ホーチミン市 STC は、12月15日までに申請の承認を参加者に通知する。入札参加者からの要請があれば、ホーチミン市 STC は、必要な文書の受領後5日以内に承認を再確認する。1.4の流れ図には、STC での入札業務手続の流れ

を示した。

- 1) 入札に参加を希望する機関投資家・個人投資家は、ホーチミン市 STC の保管参加者のもとに保管口座を開設する。
- 2) 入札参加者は、入札に参加するために、直接ホーチミン市 STC (特別参加者の場合)、またはホーチミン市 STC の保管参加者のもとに保管口座を開設する。
- 3) 入札の 4 営業日前に、ホーチミン市 STC は、入札参加者に入札について通知する(関連文書をファックスまたは郵送)。
- 4) 4A) 機関投資家と個人投資家は、入札参加者を通じて取引を申し込む。  
4B) 入札参加者は、入札登録用紙に記載し、入札日 8:00 ~ 13:00 の間にホーチミン市 STC に設定された箱に封書で投函する。
  - 入札最低額は 100.000.000 ドン。
  - 各登録用紙には、最大 5 種類の入札金利を記載可能。
  - 競争入札での入札金利は小数点以下最大 2 桁の年率表示。
  - 上限金利が適用されない場合は、入札額は、入札最低金利から、必要な発行額に達する金利までが落札される。
  - 一方、上限金利が適用される場合は、入札額は、入札最低金利から、最高金利が上限金利内にある限りは最高金利までが落札される。
  - 上記の両者のケースにおいて、発行金利としては、すべての入札参加者に最高入札金利が適用される。
  - 競争入札と非競争入札が同時に実施される場合は、非競争入札の額は、全入札額の 30%以下でなければならない。非競争入札の参加者は、競争入札参加者と同じの金利で国債を購入できる。
  - 価格と償還金額の決定方法は、割引価格、額面価格、特典価格の 3 種類ある。
- 5) ホーチミン市 STC の上場局は、発行体、財政部、国家証券委員会、マスコミに入札結果を通知する。加えて、上場局は、関連の保管参加者への通知のため、保管局に結果を伝える。
- 6) 機関投資家と個人投資家の代理で債券を購入した入札参加者は、これらの投資家の入札状況をホーチミン市 STC の保管局に入札後 1 日以内に通知する。
- 7) 入札後 2 日以内に、入札参加者は発行体の口座に送金する。発行日は、入札日の 2 日後である。
- 8) 発行体は、ホーチミン市 STC の保管局に落札者の資金受渡し一覧を提出する。この記載に基づき、保管局は当該債券の保管登録を行い、債券を関連口座に記入する。
- 9) ホーチミン市 STC の保管局は、保管登録証明書の写しを上場局に送付する。上場要請とこの文書に基づき、上場局はこの債券の上場手続きを実施する。

図表 1-17: ホーチミン市 STC での入札の流れ



出所: ホーチミン市 STC とのインタビューより作成

### 1.4.3. 入札(中央銀行)

残念なことに、NRI のチームは、中央銀行の入札業務関係者に直接インタビューする機会を持ってなかった。ただし、決済手続き(通知、入札、決済、債券口座記入)に関する中央銀行の業務は、おおむねSTCと同様とっていいだろう。なお、STC 名義の債券口座は中央銀行に開設されていないため、STC の保管参加者に政府短期証券を移転できないことは指摘しておきたい。このため、政府短期証券は中央銀行参加者である銀行間でのみ売買されている。

### 1.4.4. 国庫局小売り

国庫局小売りの決済業務は、次の通りである。

- 1) 国庫局は、発行方法ごとに発行額を分類する。
- 2) 国庫局と財政部は、小売りに適用する金利と満期を正式に決定するための検討を行う。ただし、発行予定額は事前には確定しない。
- 3) 個人投資家は、国庫局を訪れて現金で支払い、国庫局支店の店頭で債券を受け取る。
- 4) 支払いは送金でも可能だが、大半の投資家は現金で支払う。これは債券購入に必要な書類を国庫局で直接記入する必要があるためである。
- 5) 発行日は、中央銀行の国庫局口座に現金が充当される決済日に合わせる。
- 6) 国庫局は、BMS(Bond Management System: 債券管理システム)と呼ばれるシステムを使用し、関連情報を保存することで債券発行を管理する。このシステムは、2003年2月より稼働しており、国庫局取引事務所 600ヶ所で使用されている。現状システム運用に問題はないが、システム拡張と機能改善が必要である。現在入力されているデータは、次の

通りである。

- 購入者の名前
- 身分証明書の番号
- 購入者の住所
- 発行日と満期
- 債券販売支店名
- 表面利率
- 額面価格
- 証明書の連番
- 価格(全債券は額面金額で発行されるため現状は該当せず)

国庫局が認識している問題点は、次の通りである。

- 外貨建て国債の取り扱いができない。
- STC と中央銀行のデータを読み込めない。
- 国庫局の会計システムと連動していない。

このような問題を解決するために、国庫局と指名 IT ベンダーは、2006 年度末までにシステム機能の向上を完了することに合意している。