

(調査研究報告書)

体制移行国における起業・成長期における

資金調達と金融機関の役割

ベトナムにおける民間企業金融-中小企業事例を通じて

代表研究者 福島 章雄(成城大学経済研究所 客員所員)
共同研究者 小松 宏忠
(PWC コンサルティング合同会社 シニアマネージャー)

0. 序

2000年代以降、比較制度分析(CIA)は、Allen & Gale[2000]¹や Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine[2001]²などを嚆矢に急速な発展を遂げ、先進国・成長国・開発途上国などの経済成長に対する金融システムの相違(間接金融優位・直接金融優位)がもたらす影響や、La Porta, et al.[1998]“Law and Finance”(LLSV 仮説)による比較法研究も加味され、その成果は世銀の Doing Business(毎年刊行)として活用されている。筆者は、これまで中小企業基盤整備機構[2007]をはじめ、この理論的フレームワークに従って、比較制度研究を実施してきた(成城大学経済研究所研究プロジェクトなど。福島[2017]、柿原[2014]など)。この中で、経済発展が著しいベトナムの中小企業の起業と成長過程における資金調達の現状と課題についての調査・研究を行ってきたが、その深化を本研究で行いたい。

具体的には、起業や成長・発展のための資金調達がどのように行われているかの実態を調査・把握し、考察する。一方で、中小企業金融の新たな資金チャネルはどのようなものがあり、如何なる役割を果たしているのか実態調査も行う。

昨今、世界経済の新たな成長センターとして、ASEANの後発加盟国に注目が集まっている。1995年に加盟したベトナム社会主義共和国もそうした国の内の一つである。元来、社会主義国であり、市場主義経済システムを導入することによって混合経済システムに移行した、「体制移行国家」である。ベト

¹ Allen, F. and Gale, D., Comparing Financial Systems, MIT Press, 2000

² Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross(eds.), Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development, MIT Press, 2001.

ナムでは、民間企業が設立されたのは「ドイ・モイ (Doi moi) 政策」と呼ばれる市場経済導入のための政策がとられ、企業法が施行されて以降のことであり、多くの企業はまだ設立から日が浅い。個人の資本蓄積や中小企業金融のチャンネルも乏しく、それ故、起業や成長・発展のための資金調達には困難が伴う。

「ドイ・モイ政策」採用以降、ベトナムでは金融システムにも大きな変革が行われている。その中で、日本の郵便貯金制度を導入した(1999年設置、2010年に本格化)ことで分かるように、日本の金融システムと親和性が高い。加えて、生命保険会社の進出や中小企業育成のための JICA の金融プロジェクトなども進められており、近年の経済発展に大いに寄与している。本研究では、開発途上経済における経済発展に寄与する金融システムの在り方を提示することも目的とする。1990年代、ベトナム以降に ASEAN に加盟したラオスやミャンマーなども同様に社会主義国である。これら体制移行においては先行事例であるベトナムの経済成長における金融システムの要因分析は今後の域内の発展に大いに寄与するものと考えられる。

1. ベトナム金融制度の概観

1.1 体制移行－「ドイ・モイ (Doi moi) 政策」の導入

ベトナムにおける中小企業金融を考えると、最も注目すべき点は、ベトナムが社会主義国であるということである。企業もそれを支える金融システムも近年の市場主義経済システムの導入以降に取り入れられたものであり、出来てからまだ日が浅い。

1975年のベトナム戦争終結後は社会主義計画経済の国家運営がなされていた。一方、近隣国との紛争もあり、長く経済制裁の対象下に置かれていた。国内ではインフレーションが蔓延し経済は疲弊した。

ベトナムが明確に市場経済を導入したのは1986年の第6回党大会で、中国の改革開放政策と似た「ドイ・モイ政策」を採用したことによる。社会主義を維持しながらも、市場経済化を図るというこのドイ・モイ政策によって、ベトナムは計画経済・社会主義経済システムから、市場経済へ体制移行を果たした。当初はハイパー・インフレをはじめとして経済が極めて不安定だったことから、ようやく軌道に乗り始めたのは、インフレが鎮静化した92年以降で先進諸国からの直接投資が入り始めた。しかし、インフラ整備の遅れや市場経済導入のための法制度など、国内諸制度が整っていなかったことも影響し一端下火になり、直接投資が本格化したのは2000年代半ばになってからであった。

1.2 金融システムの変革

ドイ・モイ政策における金融システムにおける変化は、体制移行の最も大きな変化である。ドイ・モイ導入前は中央銀行たるベトナム国立銀行が商業銀行を兼ねる「モノバンクシステム」であり、社会主義経済を遂行するための制度構築がなされていた。1988年、ベトナム工商銀行（ベトコンバンク）と農業銀行（アグリバンク）が設立され中央銀行から商業銀行機能を分離した。それを皮切りに、銀行業の参入許可や Joint Stock Bank という民間の株式銀行も設立された。1990年には新銀行法が制定され中央銀行の役割が明確化されるなど、金融のための諸制度が整備された。

ベトナム国民にとって、資産形成において民間の金融機関に預金するという選択が生まれたのは1990年以降ということとなる。それ以前はハイパー・インフレやドイ・モイ後も金融機関の破たんが重なり、通貨ドンや国家の金融政策に対する不信が醸成され、タンス預金、あるいはインフレ忌避のため金や貴金属、米ドルでの資産形成が行われていたものとみられ、かなり限定的であった。

2000年以降は国営銀行の経営効率性を目的にした民営化が決定され、IPOが開始された。ベトナムでのAPECの開催（2006年）、WTO加盟（2007年）などでグローバル化が進展する一方、金融部門でも諸外国の支援や外国銀行との提携などによって近代化が進展して行った。2006年には外資系銀行の参入が許可されたことによってベトナムの金融機関は整備が進み、2012年には銀行の経営状態別の分類に基づき、脆弱とされた銀行の処理を集中的に進めることを骨子とする金融再編計画が公布された。これにより、2011～2015年の5年間に買収・合併や解散等で銀行が9行、ノンバンク2社、外資系銀行8支店が整理統合された。この結果、金融監督官庁であるベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam: SBV）によると、2019年6月末時点、同国の信用機関は、商業銀行44行、政策銀行2行、ベトナム協同組合銀行1行、外国銀行支店49行、ノンバンク26社、マイクロファイナンス4機関などとなっている。（図表1）。

図表 1: ベトナム金融機関とその数(2019年6月)

銀行		ノンバンク (26)	
商業銀行 (44)		ファイナンス会社 (16)	
国営商業銀行 (4)		リース会社 (10)	
民間商業銀行 (31)		その他ノンバンク	
外国銀行現地法人 (9)		マイクロファイナンス機関 (4)	
合併銀行		外国銀行支店 (49)	
政策銀行 (2)		駐在員事務所 (52)	
ベトナム協同組織銀行 (1)			

(出典)国際協力銀行「ベトナムの投資環境／2019年12月」より作成

この中で国有商業銀行のシェアは徐々に低下してきているものの、資産、預金、貸出に占める割合は依然として大きく、2018年に至っても資産は全体の5割近くを占めている(図表2)。またベトナム地元の民間商業銀行は、現在、約31行が活動しているが、日本の地方銀行の様な業態を形成しているわけではなく、その全体像は今のところ不明である。

図表2:ベトナムにおける金融機関と総資産

	総資産	
	(億ドン)	構成比
国営銀行(※)	4,930	44.0%
商業銀行	4,630	41.3%
外国銀行、外国銀行支店、合併銀行	1,125	10.0%
ベトナム社会政策銀行(政策銀行)	205	1.8%
ファイナンス・リース会社	174	1.6%
人民信用基金	118	1.1%
ベトナム協同組織銀行	33	0.3%
合計	11,215	100.0%

(出典)同上

※集計対象の国営銀行は、VietinBank, Vietcombank, BIDVの3行

ベトナムで活動している商業銀行で特徴的なのは、外国銀行の存在である。2007年4月から、ベトナムのWTO加盟に基づき、100%外資銀行がベトナムで銀行を設立できるようになった。2008年9月、英国系の2つの外資銀行(香港上海銀行(HSBC)及びスタンダード・チャータード銀行)にライセンスが付与されたのを皮切りに、2019年6月末時点でベトナムに進出している100%外資銀行には、上述2行に加え、マレーシア系のホンリオン銀行、パブリックバンク、CIMB、韓国系の新韓銀行とウリ銀行、シンガポール系のユナイテッド・オーバーシーズ銀行(UOB)、豪州系のオーストラリア・ニュージーランド銀行(ANZ)の合計9行がある³。100%外資銀行で、近年目立っているのが韓国の銀行の積極姿勢である。中でも新韓銀行は、ベトナム国内の店舗数において外資系銀行で最も多くの店舗を有し、顧客数、総資産規模を急速に伸ばしている。これは日本のメガバンクが外国銀行支店として、ベトナムの営業拠点をハノイとホーチミンの2か店に止まっているのとは対照的な動きである。100%外資銀行を設立する場合、支店のみを設置する場合より多くの資本金が必要な上、ライセンス取得手続は煩瑣であり、参入障壁は高いとされる。一方、外資銀行が単に支店のみを設置する場合は、比較的低い資本金で許可されるが、その業務はライセンスで認められたものに限られ、かつ1行あたり最

³ 国際協力銀行「ベトナムの投資環境／2019年12月」P110.

大 2 つまでの支店しか設立できない。今日、ベトナム国内の経済発展が加速する中で、リテールバンキング市場における競争力が制限されているのは大きな足枷と言える。

韓国勢の進出を受け、ベトナムの銀行セクターは預金獲得競争が過熱すると同時に、与信も急速に拡大している。2013 年時点で銀行セクターの預金額は対 GDP 比で 93%に達した。また、ベトナムの銀行セクターの与信額は、上昇を続けている。銀行セクターの国内与信対 GDP 比をみると、ASEAN10 か国中、タイ、マレーシアにつぐ高水準である(図表 3)⁴。

図表 3:ASEAN10 各国の信用供与指標

Location 国名	Getting Credit rank 順位	Getting Credit score 信用供与順位	Strength of legal rights index (0-12) 法的権利の強さの指標	Depth of credit information index (0-8) 信用情報の深さの指標
Vietnam	25	80.0	8	8
Brunei Darussalam	1	100	12	8
Cambodia	25	80.0	10	6
China	80	60.0	4	8
Indonesia	48	70.0	6	8
Lao PDR	80	60.0	6	6
Malaysia	37	75.0	7	8
Philippines	132	40.0	1	7
Singapore	37	75.0	8	7
Thailand	48	70.0	7	7
Japan	94	55.0	5	6

Getting Credit World bank DOING BUSINESS より筆者作成

URL:<https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit#>

1.3 金融システムの問題点

急速に発達したベトナムの金融セクターは一方で問題も少なくない。第一の

⁴ 荻本洋子・磯崎彦次郎・渡邊元雄(2013),「ベトナム金融セクター」,一般社団法人 金融財政事情研究会。

荻本・磯崎・渡邊(2013)では、すでに ASEAN 諸国の中において、上位にあるとされている(調査地域全体で 40 位)。2019 年のデータでは、さらに順位を上げている(25 位)。

問題は、次々に参入した民間金融機関のほとんどは都市部に集中しており、地方や農村における金融サービスの提供は限定されていることである。国全体で見ると、銀行に預金口座を開設している国民の割合は他の ASEAN 諸国に比して極めて少ない。日本に倣って 1998 年に郵便貯金制度を導入し、地方部における少額貯蓄のニーズに応えてようとしているが、そのネットワークはまだ限定的である。

第二の問題は、与信においても、その多くが非効率な国有企業や不動産投資に向けられていることである。ベトナムでは多くの金融機関が設立されたが、未だに成長分野である民間企業や中小企業者に対する与信のノウハウが確立されていない。概してベトナムの金融機関は企業融資に関する経験が少ないためか、融資姿勢は極めて慎重で、融資に際しては極端とも言えるほどの担保に依存した債権保全を図っている。木原(2018)は、国有企業・不動産への異常な与信増大の一方で中小企業の金融アクセスには制約があること、銀行信用/GDP 比が金融可能性フロンティアを超え、危険水準にあることなどを指摘している⁵。

第三に制度の未整備も問題である。社会主義国のベトナムでは、営利追求を目的とし民間が出資・経営する民間企業が制度化され、その中で中小企業に関する法規制が確立したのは 1990 年の会社法と民間企業法が制定されたからのことであった。さらに国営企業との競争環境が整備されるようになったのも 2006 年の統一企業法制定を待ってからのことであった。言い換えると、ドイ・モイ以降に登場した全ての民間企業は、市場への新規参入者であって、現在でも零細企業には企業レコードが存在しておらず、中小零細企業の実態把握がされていない状況にある。

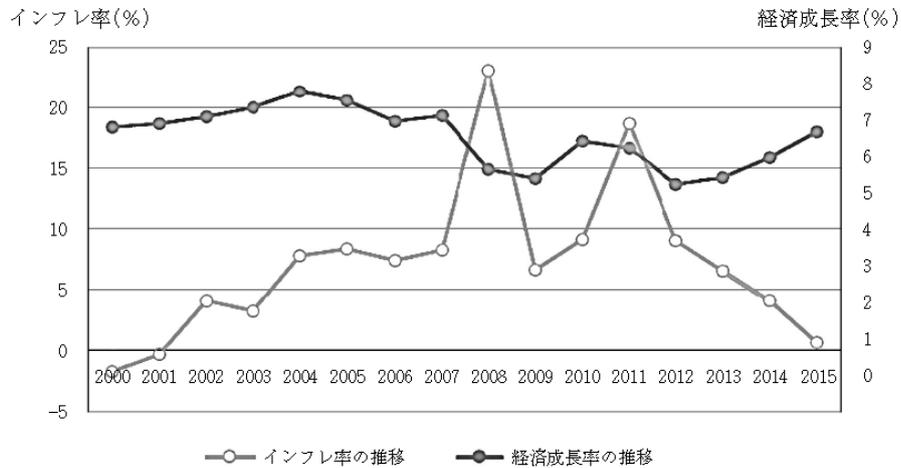
不安定な経営状況に置かれた民間企業において、金融機関に担保を提供できる事業者は、不動産取引に関わる不動産関連業種に偏っているのが実態である。そうしたことも、金融機関の融資傾向に拍車をかけ、リーマンショック後には不良債権化しベトナム経済を圧迫することとなった。

それは銀行による中小企業と国有企業への貸出の推移に表れている。2007 年時は民間企業への融資の割合が高かったにもかかわらず、インフレが鎮静化した 2011 年以降はその割合が急落している。金利も、昨今は物価が安定してきており、2020 年 4 月の政策金利は 3.5%、貸出金利についても以前に比べると落ち着いている。だが、ドイ・モイ以降も物価上昇率は概して高く、2012 年には政策金利が 13%を記録、多くの中小企業が窮地に追い込まれている。こうした面も中小企業への信用供与を難しくしているといえる⁶。

⁵ 木原隆司、「ベトナム経済と金融資本市場～Benchmarking と国際機関の評価～」、アジア資本市場研究会編『環南シナ海の国・地域の金融・資本市場』、公益財団法人日本証券経済研究所、2018 年 6 月

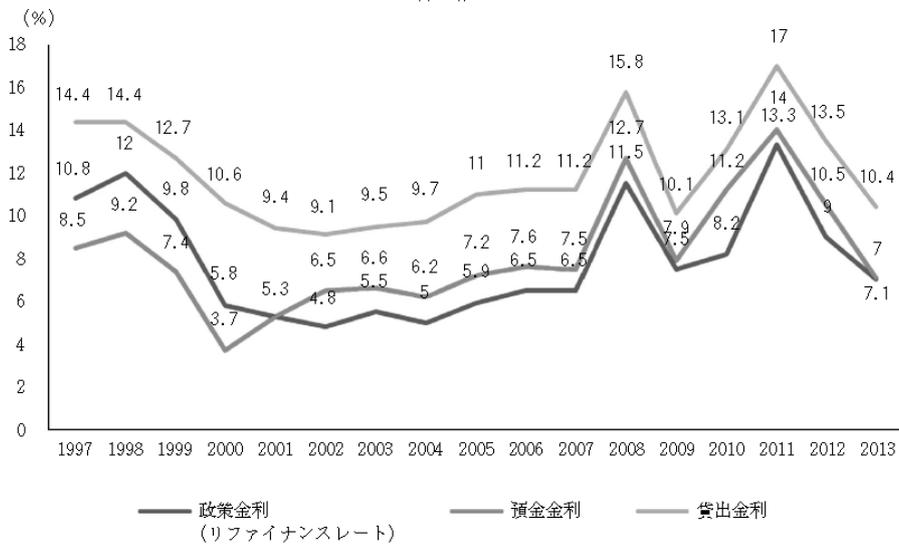
⁶ 2000 年代のベトナムの物価、金利の変遷は福島(2016)

図表 4: 経済成長率とインフレ率の推移 2000-2015



出典：IMF - World Economic Outlook Databases

図表 5: 金利の推移 1997-2013



1.4 中小企業への信用供与と資金供給チャネル

ベトナムにおける貧困層や小規模企業に対する信用供与政策としては、政策銀行としてベトナム社会政策銀行 (VBSP) が設立されている。しかし、VBSP も他の金融機関同様に直接融資業務に携わる経験に乏しいことに変わりはない。このため VBSP も一定金額以上の融資に対しては、経営内容に関わらず、必ず担保を求めるなど、他金融機関と同様の問題を抱えている。金

融へのアクセスはベトナム中小企業にとって最大の課題であるといえる。舟橋(2016)は、中小企業ビジネスの阻害要因の最も大きな課題は資金調達であると指摘している⁷。中小企業への信用供与は起業・成長への課題である。

他にも、ベトナム政府は中小企業の成長を重視し、中小企業庁が設立された。2007年には中小企業白書を公表している。また2000年の信用保証基金(CGF)の設立をはじめとし数々の中小企業向けの資金支援プログラムを実施してきた。しかしどの制度も緒についたばかりであり、軌道に乗るには時間を要するものと思われる。

こうした正規の金融に加えてベトナムには非正規の金融調達手段が存在する。ベトナム企業のヒアリングで判明した最も多い資金調達方法には家族や親戚、友人といった人的関係を通じた資金提供が極めて重要な位置を占めていることである。担保や財務諸表を持たない中小零細企業、とりわけスタートアップ企業にとっては、現時点、金融機関からの借り入れはハードルが高いと捉えられている。人間関係による資金提供のほかには「ファイ」と呼ばれる無尽や質屋、高利貸なども存在するようであるが、その実態は不明である。ヒアリングを通じた感触では、ベトナムの中小零細企業者の多くが無尽、質屋、高利貸等からの借入を比較的早く安易に資金調達できるという利便性を評価する傾向があるようで、実態的にベトナムの中小企業金融で無視できない存在のように思われる。もっとも、無尽、質屋、高利貸等からの借入には自ずと限界があつて、利用企業は零細事業者が中心にならざるを得ず、かつ高金利のため企業にとって成長の制約要因となっていることが容易に想像できる。

金融機関の出店が見込めない地方や農村においては正規の資金調達手段そのものが限られている。そうしたところではベトナム社会政策銀行VBSPのほかTYMやM7といったマイクロファイナンスの活動がみられる。

日本としては、裾野産業育成プロジェクトにおいて、日本の官民が連携し、ベトナム側との対話を通じてベトナム民間企業の改善を促進、資金調達を行っている。具体的には、借入国の政策金融制度のもと、開発銀行などの相手国の金融機関を通じて、中小規模の製造業の振興のために必要な資金を供与する(ツーステップローン)である。これにより金融面のみならず、経営や技術面といった企業全体の支援を行うことで成長を促すことが期待されている。

成長分野の投資については、ベトナムの通信大手のFPTが活発に動いている。大学やインキュベーションの設立などをおこなっている。またリスクマネーの供給として情報技術IT分野で起業したばかりの小規模企業支援を目的としたベンチャーキャピタルファンド「FPTベンチャー(FPT Ventures)」を設立した。海外のファンドもベトナムのITを成長分野と認識し、投資先を選別して

⁷ 舟橋學, 「ベトナム中小企業 -成長要因と支援政策-」, 成城大学経済研究所年報 第30号(2017), p77.

いる。日本からはサイバーエージェント・ベンチャーズなどがベトナムに拠点を開設し、いくつかの企業に投資を行っているが、まだその数は少ない。

2. ベトナムの中小企業の起業・成長時における資金調達 —ヒアリング調達による実態調査—

それでは、ベトナムの中小企業の起業・成長時の資金調達はどのように行われているのであろうか。本研究では 2020 年 2 月 9 日から 15 日、訪越し、起業時の資金調達チャネル、調達規模などのヒアリング調査を行なった。また、同時に現地ネットワークを通じてアンケート調査も実施したが、我々が訪問する直前に新型コロナウイルス感染患者が中国武漢で大量に発生したという情報が伝えられ、ベトナム国内にも緊張感が漂い始めた時期であった。入国時は丁度テト(旧正月)明けであったが、すでに学校の休校が決定しており、お祝いのネオンの華やかさとは対照的に人影も少なく、普段街中にごった返すオートバイもほとんど見られないという異常な状態であった。それ故、移動も含め、ヒアリング調査は当初予定していたよりも非常に限定的になった。我々が帰国後間もなく、ベトナム政府はウイルスの流入を防ぐ措置として日本を含む殆どの外国人に対して入国制限を課し、短期のベトナム訪問が事実上不可能となった。本研究においてもアンケートの配布・回収が困難となってしまい、十分なサンプル数を確保できなかった。

今回、定量分析は不可能となってしまったのが甚だ残念であるが、以降は定性的な分析として、ヒアリング出来たベトナム企業 6 社と在越台湾企業 1 社のヒアリングによる結果と知見について記していく。内訳はホーチミン近郊の企業が 5 社(在越台湾企業 1 社)、ハノイ近郊の企業が 2 社である。ハノイ近郊 2 社については以前(2018 年 8 月)、に訪越した際にもヒアリングしている企業であるが、工場を移転・拡張するなど、何れも大きく成長している。

ヒアリング企業

2 月 9 日 ベトナム入国(ホーチミン)

2 月 10 日 ELMA 社*

2 月 11 日 Cat Anh カバーリング社

BACH KIM 技術・生産・交易有限会社

NKA Consulting Limited Company

Miss Saigon Travel Investment

*ELMA 社は台湾企業

2 月 12 日 ハノイへ移動

2 月 13 日 VINA VALVES JOINT STOCK COMPANY

VietA Furniture

2.1 ホーチミン近郊におけるヒアリング調査

2.1.1 Cat Anh カバーリング社

Cat Anh カバーリング社は 2018 年創業でホーチミン 10 区に社屋を構える、住宅用タイル、トイレ台所の水回り等の販売業である。お話を伺ったセールス ディレクターの Thien 氏は 1977 年生まれの 42 歳で前職はタイルのセールスマンとして 2 つの会社で 15 年勤務、ノウハウとともに創業資金を蓄積した。創業時の資金は 100 万 USD。内、50 万 USD が資本金である。資金調達方法は、7 割は創業者 3 人による自己資金で、残り 3 割は銀行借入で賄った。Thien 氏の場合、自己資金は自らの貯金と親族から調達した。銀行借入は民間銀行 (NamA Bank) から VND 建て。自宅を担保にしており、金利は年利 14% と非常に高利である。

2.1.2 BACH KIM 技術・生産・交易有限会社

BACH KIM 社は 2007 年創業で、ビンタイン区にオフィス、工場をビンズン省に構える。建物の排水口の金属部品の設計・製造を手掛ける。従業員は約 100 名。

創業者の Bach Kim Khuong 氏は 1971 年生まれの 48 歳。本来は技術屋だがビジネスも好きである。

最初は JUKI ミシンに技術職として勤務、3 年勤務し、資金を貯めて友人と小さなバイク部品製造会社を立ち上げた。そこで貯めた資金と不動産取引による利益で現在の会社を創業した。

創業資金は 50 万 USD、全て自己資金である。現在の資本金は 250 万 USD、年商は約 100 万 USD。工場の設備は、すべてが新品ではないが、日本製を揃える。

2.1.3 NKA Consulting Limited Company

NKA 社は 2009 年創業の法律事務所である。創業者の SANG 氏は以前はコーヒー豆などを中東に輸出する会社も持っていた (今は解散済み)。当初は弁護士 1 人、スタッフ 2 人で始めたが、現在は弁護士 3 人、スタッフ 7 人である。創業資金は 5 億 VND。

2.1.4 Miss Saigon Travel Investment

Miss Saigon 社は 2016 年創業、旅行代理店、通訳業の他、アオザイの製造・販売、レンタル、写真スタジオを運営する。従業員は 6 名。創業資金は 200 万 VND。

創業資金は自己資金のほか、親族から調達したほか、取引先からの出資もあった。

CEO の Lan 氏は通訳のほか、ツアーの企画なども行う。またアオザイをレンタル、写真撮影サービスも行っている。

2.1.4 ELMA VIETNAM(在越台湾企業)

ELMA 社は精密機械加工、熱処理を行う企業で元々は台湾企業で、台湾で中国大陸とインドに輸出取引を行っていたが、ベトナムへの進出を選択した。

当初、進出先として取引関係にあったインドや中国も考えたが、インドは台湾から遠かったこと、英語に慣れていなかった。中国には良い印象を持っていなかったことに加え、中国への進出は既に時期が遅すぎて資金の回収も困難と判断したからである。

2000 年当時、既に多くの台湾企業がベトナムに進出しており、台湾政府と一緒に訪問する機会があり、親近感を覚えた。距離も近かったことから、日本人からもらった南ベトナムの工業団地資料を基に、毎月のように訪問し、最終的に(ドンナイ省ニョンチャック工業区)を選択した。2002 年に投資ライセンスを取得、2003 年に工場を建設して製造機械を設置した。工場用地は、ベトナム政府からレンタルされたもので、契約期間は約 40 年である。現在は、台湾の工場は廃止し、事務所しか残っていない。社長も交代して実質的な経営はこちらに移管した。

ベトナムに進出する際の資金は、台湾工場の売却資金を充てた。その後の必要資金については、台湾の政府系機関からの支援が無かったため、ベトナム銀行から 1,300 万ドルを調達した。現在の金融機関借入金は総じて減少しており、設備資金 500 万ドルと 6 か月分の運転資金だけになっている。借入先は、ベトナムバンク 70% BIDV30%の割合であるが、BIDV は評価額の 50%しか貸さない。その他の金融機関の借入はないが、オーストラリアの銀行が積極的な姿勢で、必要があれば考慮したい。

進出した当時の取引先は、日本のミツバが主な先であったが、その後、ヤマハ、ブリジストン等からも受注をもらうようになった。現在は、ベトナムの地元企業からも受注を受けて経営は順調である。

当社の生産品目は、オートバイ向け部品 52%、自動車向け 21%、電動自転車向け 12%、電動機向け 4%、その他 11%という構成である。出荷先は、インド向け 32.3%と最も多く、次いで日本向け 27.1%、ベトナム国内向け

25.1%、インドネシア向け 8.3%、タイ向け 1.7%、イタリア(ブカッティ)向け 1.0%という順である。

最近では主力のインド向け出荷がさらに増加している。主因は、インド政府が設けた環境基準であるBS6適合バイクエンジン向けが急増しているからで、今後も環境関連機器向けの受注が期待できる。関連して将来は電動バイクの需要が拡大すると考えており、当社もそれに対応していきたい。

販売代金の回収は、インド企業向けが出荷の 3 か月後、インド政府向けは 6 か月後と遅いため資金繰りが大変だ。ただ日本企業は大部分が翌月 22 日、ベトナム企業も翌月末には支払われるので助かっている。

資金繰りが大変だったのは、リーマンショック直後の 2009 年当時で、李総経理自らが資金回収に奔走した。

現在の経営課題は様々であるが、現時点では従業員の離職率が高いことだ。今年もテト前に 20 名が退職した。そのうち 10 名は退職届もなかった。従業員の生産性も低く、台湾と比較しても低い状況である。また利益率が低下していることも課題である。一昨年 3~4%程あった営業利益率が、昨年は 1%台に低下している。その要因は、主力インド向けが 50%のコストダウンを要求されて利益が出ない状況に立っているからである。こうした中で最近では米中経済摩擦からベトナムへの進出企業が多くなっており、新規進出企業からの受注を期待している。

今後の経営目標は、企業価値の上昇で、単価の高い商品を開発する一方で採算が取れなくなったインド向けビジネスは削減しようと考えている。

2.2 ハノイ近郊におけるヒアリング調査

2.2.1 VINA VALVES JOINT STOCK COMPANY

VINA VALVES 社(以下 VVN) は 2016 年創業、Vinh 社長はベトナム日本人材開発インスティテュート(VJCC)が 2009 年から実施している「経営塾」⁸の卒業生である(7 期)。「経営塾」とは、ベトナムの産業界を牽引していく人材を育成するために、日本式経営・日本企業の知見を軸とした経営手法を包括的に学ぶための場を提供するもので、日本方式による経営方法を 10 か月で学ぶ。同塾の卒業生は、「経営塾クラブ」を組織し、多数の卒業生企業がベトナムに進出した日系企業のサプライヤーとなったり、日本に拠点を置く企業と直接商談を成約するなど、ベトナム経済界の一翼を担う存在に成長している。VVN の創業者 7 人中 4 名が経営塾を卒業しており、Vinh 社長は「経営塾ク

⁸ ベトナム日本人材協力センター・ビジネス人材育成プロジェクト URL:
<https://www.jica.go.jp/oda/project/1000247/index.html>

ラブ」の中心的メンバーでもある。

VVN はハノイ市内のオフィス」のほか、フンイエン省ヴァンラム県タンチュオン工業団地にある工場を構える。2017 年に訪問時は同省内の古い工場で生産していたが、移転、設備増強した。従業員数は 2018 年で約 120 名。経営塾で学んだ日本式経営手法で“Japan Quality”を前面に出した経営を行っている。

銅製の水道バルブなどを製造。銅の部品を製造し、バルブ屋に販売し、プラスチックとの組み合わせ製品化している。工場移転に伴う設備増強で製品も高度化している。現在は浄水場のバルブや海外向けの消火栓（高品質、世界標準国際基準）に力を入れ、アメリカやカナダにも輸出している。OEM 製品に注力し高品質で低価格、短納期に努めている。今後は国内向けは需要が頭打ちの可能性があるので、輸出に力を入れる。現状では売り上げの 90%は国内向だが、2020 年は売上目標を 1000 万 USD とし、うち 30%を輸出からあげたいとしている。

2016 年創業時は創業者間で資金を 200 億 VND 用意した。創業時の資金は最初の半年程度、工場建設と設備投資でなくなってしまった。ベトナムの銀行はスタートアップ企業にはなかなかお金を出さないので、30 億ドンしか借りることができず、取引先に財政的なサポートとして支払条件の厳守を依頼した。

その後の同社の急成長が評価されて、2019 年現在では、銀行から融資は 140 万 USD まで借りることができた。いずれも担保融資だが、借り入れ条件は主とする MB BANK（ミリタリーバンク）は金利 7.5%（取引先との契約（契約金額の 70%まで）、VietCom Bank は資産（資産価値の 2.5 倍まで）、緊急時利用を考慮した TIEN PHONG Bank からは金利 10%で（売掛債権担保）である。各銀行の借り入れ条件に違いにあるので、都度、どの銀行を使うか考え利用している。

現在、会社の成長速度が年 200%と急成長しているので自己資本だけでは到底間に合わない。輸出取引先からは、迅速な決済をしてもらっているが、それでも間に合わなくなっている。成長の著しい同社への貸し出しは、銀行間での競争があるが、MB BANK は売掛債権を担保にできることが大きい。他に債権担保貸し出しを行うのは Tech com バンク（国内で 3 銀行だけ）である。

「経営塾」卒業生で「経営塾クラブ」というコミュニティを作っており、参加メンバーで情報交換を行っている。将来的な上場も視野に入れているが、現在の部品メーカーとしてだけで上場するのは難しいとも考えている。当初から IPO を視野に入れ、財務部長は銀行出身、個人の投資家としても過去があり、証券会社やファンドとのリレーションも持っている。米中貿易摩擦もあり、銅製品の中国からの輸出の代替は大きなチャンス。現在体制も整ってきており、配当も 20~30%出しており、成長を続ければ上場もいずれ視野に入ってくる。

創業時の資金について、Vinh 社長の場合、VVN の 40%を出資しているが、以前は 13 年間、計量計測設備の輸入会社を経営しており、それなりの貯金もあった。創業資金は創業メンバーで貯金を出し合った。銀行借り入れには自分の家を担保とした。創業時の親族からの借り入れはない。一番の難関は各創業メンバーの奥さんの承認である。実際の財布は奥さんが握っており、自ら奥さんたちを訪問して説得した。

貯金の貯め方については、格差が大きく、企業のマネージャークラスでは預金はあるが、なかなかお金はたまらないし、家や車も持てない。だが、経営層レベルになると不動産も車も持っており、企業への出資や投資用不動産へ投資といったものを行っている。コネクションも出来る。10 年前であればベトナムの不動産は他国と比べると 1/4 だったものが、持っているだけで 5~10 倍になり自己資金に貢献した。

銀行借り入れの用途について、MB BANK からの借り入れは 150 億 VND まで、材料の購入資金に充てている。VietCom 銀行は現在の資産価値は 20 億 VND なので 2.5 倍の 50 億 VND まで借り入れられる。資金用途は問われないので、運転資金にも使える。その他 TIEN PHONG は 100 億 VND である。

追加設備投資は中期で借り入れている。購入設備を担保とし、プロジェクトごとに審査を受けて借りる。

創業時の経験で感じるのは最初の 2 年間は困難。銀行からの支援は一切受けられないという認識が必要である。当初の構想は半年ほどで変化し、戦略やリスクやクライアントとの関係など見直しが必要となる。3 年目になるとめどがつく。創業メンバー間での意見の相違もあるが、一人ずつ担当分野を明確にして乗り切ってきた。忙しければ喧嘩している暇はない。

2.2.2 VIET A FURNITURE 社

VIET A FURNITURE 社は家具の製造販売・設置を行う会社である。創業は 2006 年、従業員 125 名(本部 35 名、工員 90 名)。出資者は、最初は 2 人、その後 4 人が出資。

CEO の Ba 氏は建築士の資格を有している。当初は設計事務所として設立したが 2 年間は発注が少なく経営は苦しかった。そこでベトナム人の所得が向上すれば生活用様式も良くなり、住んでいる家を壊して新しい家を建築する。そうすれば家具・インテリア用品のニーズがあると考え、家具やインテリア製品のデザインを考案し設置を行う会社に業態を変えた。当社の家具はカスタマイズと納期(建設のペースにあわせること)が売りであり、2010 年 5 つ星ホテルと契約を結ぶなど、次々と大型案件を受注、徐々に経営は軌道に乗り始め、設

備投資や工場を拡大、2018年には現在の工場に移転した。

創業資金は Ba 氏の場合、は貯蓄を主とする自己資金である。創業前に 5,6 年貯めていた。CFO の Ha 氏は不動産の仲介業を営んでおり、自らも不動産運用を行った資金を有していた。工場長の Nguyen 氏も自己資金は貯蓄のみである。他の株主は原資の提供を親族から受けている(贈与か貸与化については曖昧である)。

当社の設備は主にイタリア製の機械、その他は台湾製、日本製。塗料は台湾の会社のものを用いる。2016 年からの設備投資、工場拡大の資金調達には必要資金 150 億 VND のうち、91 億 86,00 万 VND をベトナム政府の中小企業向け資金供給 SME 支援ファンド(邦銀も協力)から借入している(残りは株主から出資金で調達)。資金使途は機械設備に限定されるが、満期は 7 年、金利は市中銀行より低い 7% 固定と有利な条件である。一般企業が中小企業支援ファンドから借り入れるのは難しいと言われていたが、審査が通ったことに素直に驚いていた。同社は運転資金を銀行借入で手当てしているが、条件が厳しく当初は売上 250 億 VND に対し、50 億 VND しか借りられなかったが、半年後には上限が 150 億 VND にまで引き上げられた。借り入れは株主(メインは Ha さん Ba さん Nguyen さんだが、経営に参画していない株主も現金差し入れ)の不動産を担保に、Vietcom バンクから融資を受けている。創業時当初は資産がないので銀行借入も難しい。加えてデベロッパーからの前払いは 50% まで、残りは設置・検収後となる。前払いだけでは材料仕入れが出来ない。必然的に銀行借入が必要となるが、デベロッパーや建設会社は立場が強い。わが社は競合他社もあるので支払条件に要求は出せない。今年から Vietcom バンクの担保価値評価や審査が厳しくなってくるので、他行との付き合いも検討している。

販売面では今後はプロジェクト単位でない、個人向けの販売もしていきたいと考えている。

2.3 ヒアリング結果からみた中小企業の資金アクセス

2.3.1 概括

今回の中小企業ヒアリングにおいて、起業時の資金調達は自己資金によるとの回答が主であった。自己資金のうち、親や親族などの身内からの資金については、出資なのか贈与なのかはヒアリングでははっきりとしなかった。金融機関融資については、ヒアリングの範囲では有担保であり、貸出金利は高い(図表 5)。個人の住宅や預金など、担保となる資産が限られるスタートアップ段階の企業にとっては借りにくい状態は続いているようである。一方で、成長速度が

著しい中小企業にとっては、しっかりとした成長軌道に乗ると、早い時期に運転資金の枯渇に見舞われる。VVN もそれを経験したようだが、条件が揃えば売掛債権などによる担保融資も認められてきており、金融機関の融資姿勢は柔軟性を増している。また同社は財務部門に金融機関出身者を配置しており、資金用途によって調達先を選択している。ただ設備投資など長期資金の借入れには、インフレ率が安定してきたとはいえ、不安定で高金利であることからまだまだ厳しいものがあるようである。今後は担保に頼らない融資が求められるが、リテールの視点が未だ不足している点がこの問題の解決を遅らせている印象である。例えば、担保融資については、知的財産権の評価については大きな可能性がある。VIET A の商品にはデザインに特徴があるほか、VVN や BACH KIM も技術的評価が高い。他には、銀行以外としては、レンディングクラブ、プロスパーなど、フィンテック企業が提供する新しい形の事業者向けの融資サービスなど新しい資金チャネルによる資金調達も考えられる。いずれにおいても、リテールの視点が今後のベトナムの中小企業の資金調達の要諦となるものと考えられる。

2.3.2 中小企業開発基金

VIET A では不動産担保融資に加え、中小企業支援基金からの転貸資金の借入に成功している。「中小企業開発基金」は、国際協力機構(JICA)による円借款資金を利用してベトナム中小企業の資金調達アクセス改善のため、「中小企業育成の補助に関する政令」(2009年)によって設置された基金である⁹。本制度融資の目的は、制度に参加する商業銀行を通じてベトナムの中小企業の中長期資金に対するアクセスの改善と参加金融機関の融資能力の開発を図るものであった¹⁰。

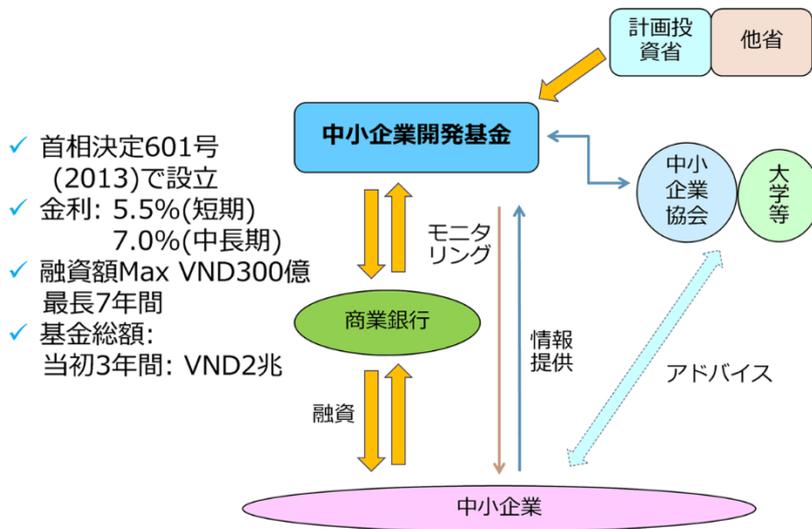
本基金の運用は、ベトナム国家銀行(State Bank of Vietnam: SBV)に設けられた中小企業開発基金勘定から融資原資を商業銀行(Participating Financial Institutions: PFI)に貸出し、PFIが中小企業に資金を転貸融資して行われる。PFIによる中小企業開発基金からの転貸融資の金利は一般商業銀行の融資金利より低く¹¹、融資期間も最長7年と長く設定されている(図表6)。

⁹ 本制度は、当初、電子機器などすそ野産業を成長させるための施策であったが、すそ野産業の定義が明確ではなかったこともあり、実態は広く中小企業に適用されている。

¹⁰「2012年度外部事後評価報告『ベトナム中小企業支援事業(Ⅱ)』JICA

¹¹ 金利は市場金利を加味して財務省により決定される。短期5.5%、長期が7.0%(2016年当時)。

図表 6: 中小企業開発基金のスキム



(出典) 成城大学経済研究所ミニシンポジウム舟橋 (2016) 資料¹²

商業銀行が本基金を活用した転貸融資を行う PFI の認証を得るためには、SBV により財務的健全性、ガバナンスとマネジメント、本業務の遂行能力と必要性等について審査を受け、それにパスする必要があるが、PFI の認証を得た商業銀行は次第に増加して 2016 年には 23 行まで拡大した。

本制度は、2009 年より運用が開始され、以降数次の改訂が行われ、2019 年には中小企業法の施行に併せて融資対象の弾力化等を含む新たな施策が実施されている。本基金を原資にした転貸融資の増勢が緩やかなことから本制度の評価には慎重な意見もみられるが、ベトナム中小企業の中長期資金に対するアクセスの改善と参加金融機関の融資能力の開発という本制度の眼目は一定の成果を上げていると思われる。

2.3.3 自己資金における不動産投資

福島 (2016) では、ベトナム人は金融資産選択において、体制変革、通貨 VND の信任、あるいは物価の不安定さから、必ずしも銀行預金を選ばず、金などを選好すると述べてきた。この傾向に加えて、最近ではインフレ率の安定と高い経済成長率から資産家の資産選択に不動産投資が加わってきた。

ホーチミンの BACH KIM 社、ハノイの VVN、VIET A 社のヒアリングでは、自己資金の一部に不動産投資による資金が充てられているとの結果を得た。

¹² 舟橋 學, 「ベトナムの中小企業振興 -政策と企業の傾向-」, 成城大学ミニ・シンポジウム資料, 2016 年。

ベトナムは社会主義国であり、土地は全て国の所有物であり、土地に対する権利は使用権となる。ベトナム国民、ベトナム企業の場合は永久使用権が与えられ、税制面では相続税、贈与税も二親等以内なら無税なので、相続資産としても有利な面がある。また、国民性として「家を構えて一人前」といった感覚は戦後高度成長期の日本とも通ずるところがある。

ベトナムの土地制度は社会主義下、全人民所有と国家による統一的土地管理が原則とされてきたが、ドイ・モイ以降、1993 年土地法で土地使用権の相続、譲渡、賃貸などの権利が認められた。さらに 2003 年土地法では、土地使用権を「特別な商品」とし、市場が価格を決めることを制度化（以後、「土地使用権の市場化」とする）された¹³。

土地の使用権や住宅価格といったベトナムの不動産投資は、2000 年代初めの高度成長と急増した金融機関の与信の波に乗って急成長し、2007 年から 2008 年にピークを迎えた。このときのプレーヤーは事業を多角化した国営企業、外国からの直接投資に加え、もう一つ大きな役割を果たしたのが越僑送金だと言われている。越僑送金は 1999 年に送金規制が緩和されたことにより急激に拡大、その規模は対 GDP 比で 5%程度で推移していた。それが 2007 年には 8%と急増し、金額も 2003 年比で約 3 倍に達した。その多くがホーチミンの不動産投資に充てられたとされている。その後不動産価格は急速に低迷、2011 年以降の緊縮財政・金融政策下で不良債権となり、ベトナム経済に重くのしかかることとなった。

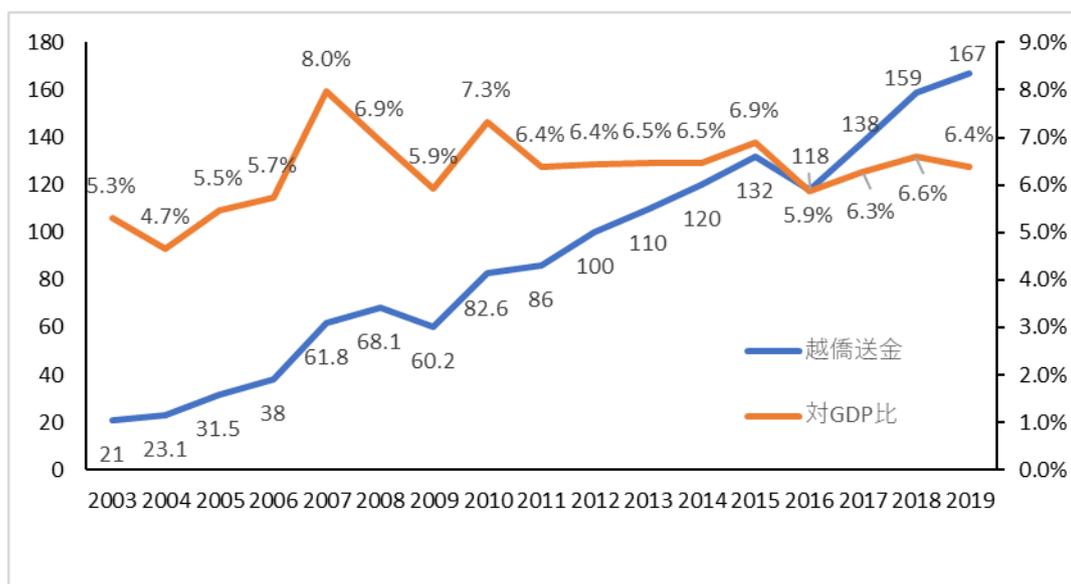
不動産価格は 2010 年から 2013 年まで低迷したが、2014 年から回復し始めた。それが大きく変化したのが、2015 年の改正住宅法 65/2014/QH13 および 66/2014/QH13 の施行である。

同法は、住宅所有対象を非居住者を含む外国人や外国組織に住宅所有対象を拡大した。それに加えて、転貸(サブリース)のための住宅や建物の貸借の権利を増大させたのである。同年 11 月には越僑とその外国人家族の入国ビザを免除、加えて越僑に対しては、一般外国人は所有割合などの条件が厳しいのに対し、原則、無制限で購入できるようにしたのである¹⁴。これによって、2017 年以降、越僑送金が著しく増加した。外国人投資家にとっても、元来、他の東南アジア新興国に比して割安であったベトナムの不動産投資は一気に過熱することになった。

¹³石田 暁恵、「土地回収制度を中心とするベトナムの土地制度変化に関する一考察」、『アジア経済』第 47 巻 8 号 Pp2-26, 2006 年

¹⁴ 日本経済新聞 電子版, 2016/9/17

図表 7 2003 年以降の越僑送金の推移(単位:億ドル)と対 GDP 比率



出典:JETRO (2019)より筆者作成

とりわけその動きは、投機目的での投資が多いとされるホーチミンにおいて顕著であった。2014 年から 2018 年の間に、アパートメントの取引件数の平均増加率は年間 44%、取引数は 2018 年には 49,000 件に達した。この間の販売価格もすべてのセグメントで例外なく高騰し、平均で年 10%増加、2018 年には 1 平方メートルあたり 1,600ドルに達した¹⁵。こうした急激な価格上昇は公示価格と市場価格の乖離となっても表れている。とくに地下鉄の開通など、インフラ整備が期待される地域では公示価格が市場価格の 10%程度という地域もある。ハノイにおいても、市場価格がホーチミンより相対的に安いこと、着実に人口が増えていること、スマートシティプロジェクトなど大規模開発案件が進行中であることなどから、ふたたびバブルの様相を呈している。VVN の Vinh 社長の「経営層レベルになると不動産も車も持っており、企業への出資や投資用不動産へ投資といったことを行っている。コネクションも出来る。10 年前であればベトナムの不動産は他国と比べると 1/4 だったものが、持っているだけで 5~10 倍になった」というヒアリング結果は、この事実を裏付けるものであり、不動産価格の高騰はここ数年の起業家の資金調達行動にも少なからぬ影響を与えているものと推測される¹⁶。

¹⁵ “Giá nhà Sài Gòn tăng 50% trong nửa thập niên”, Thứ hai, 17/6/2019, VNEXPRESS, URL: <https://vnexpress.net/gia-nha-sai-gon-tang-50-trong-nua-thap-nien-3939417.html>

¹⁶ 投機目的が多いとされるホーチミン都市部の土地所有権の所有者は北部出身者も多いとされる。

図表 8 ベトナム不動産業の市場規模

2005年	61,413.00
2006年	70,501.00
2007年	83,322.00
2008年	102,920.00
2009年	115,351.00
2010年	131,692.00
2011年	163,107.00
2012年	178,473.00
2013年	189,508.00
2014年	202,103.00
2015年	212,882.00
2016年	228,684.00
2017年	239,869.00
2018年*	253,869.66

*：推計値

単位（10億ドン）

出典：ベトナム統計局 URL: <http://www.gso.gov.vn/>

尤も不動産価格については、前回 2016 年のヒアリングの際には、2012 年の市況低迷と高金利によって、金融機関から融資を受けていた中小企業が担保としていた自宅不動産を処分せざるを得なかったとの結果も得ている。

参考文献

<日本語文献>

1. 青山和正, 「ベトナム中小企業政策に関する研究」『成城大学経済学研究所研究報告』 第 61 号, 2013 年.
2. アジア太平洋研究所, 「国際経済統合とベトナムの銀行部門 健全なシステムへの道 研究報告書」, 一般社団法人 アジア太平洋研究所, 2017 年.
URL:https://www.apir.or.jp/wp/wp-content/uploads/2016_apir_research_report_vietnam_bankingsystem_rev.pdf
3. 石田 暁恵, 「土地回収制度を中心とするベトナムの土地制度変化に関する一考察」, 『アジア経済』第 47 巻 8 号 Pp2-26, 2006 年.
4. 岩崎 薫里, 「東南アジアで台頭するフィンテックと金融課題解決への期待」, 環太平洋ビジネス情報 RIM 2018 Vol.18 No.68
URL:<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10320.pdf>
5. 大場 由幸, 「ベトナムの中小企業と金融」, 『東アジア新時代とベトナム経済』, 早稲田大学ベトナム総合研究所編, 文眞堂, 2010 年.
6. 岡江 恭史, 「ベトナムの農業と農地制度」, 農林水産政策研究所 [主要国農業戦略横断・総合]プロ研資料 第 9 号, Pp1-28, 2019 年.
7. 荻本 洋子・磯崎 彦次郎・渡邊 元雄, 「ベトナム金融セクター」, 一般社団法人 金融財政事情研究会, 2013 年.
北野 陽平, 「ASEAN における中小企業金融の現状と今後の展望」, 野村資本市場クォーターリー 2016 Winter.
URL:<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016win07.pdf>
8. 木原隆司, 「ベトナム経済と金融資本市場～Benchmarking と国際機関の評価～」, アジア資本市場研究会編 『環南シナ海の国・地域の金融・資本市場』, 公益財団法人日本証券経済研究所, 2018 年.
9. 国際協力銀行「ベトナムの投資環境／2019 年 12 月」
10. 笹尾隆二郎, 「ベトナム ツーステップローンの外部事業性評価 中小企業支援事業 (II)」
URL:https://www2.jica.go.jp/ja/evaluation/pdf/2012_VNXII-5_4_f.pdf
11. 中小企業基盤整備機構 経営支援情報センター, 『最近のベトナム経済と

- 中小企業進出』, 独立行政法人 中小企業基盤整備機構, 2007 年.
 URL :
<http://www3.keizaireport.com/jump.php?RID=57739&key=98682>
<http://www3.keizaireport.com/report.php/RID/57740/?Ref>
<http://www3.keizaireport.com/report.php/RID/57741/?Ref>
<http://www3.keizaireport.com/report.php/RID/57743/?Ref>
12. トラン・ヴァン・トウ, 『ベトナム経済発展論』, 勁草書房, 2010 年.
 13. 中兼 和津次, 『体制移行の政治経済学』, 名古屋大学出版会, 2010 年.
 14. 福島 章雄「体制移行国家における金融の深化と資産選択」, 『社会イノベーション研究』第 12 巻第 1 号, Pp433-445, 2017 年.
 15. 舟橋 學, 「ベトナムの中小企業振興 -政策と企業の傾向-」, 成城大学ミニ・シンポジウム資料, 2016 年.
 URL:https://www.jetro.go.jp/ext_images/world/asia/vn/business/pdf/1231-QD-TTg.pdf
 16. 古田元夫, 『ドイモイの誕生 ベトナムにおける改革路線の形成過程』, 青木書店, 2009 年.
 17. みずほりポート, 「ベトナムの不良債権問題はどこまで深刻か -景気減速の主因は長引くインフレ圧力」, 2013 年 3 月 25 日, みずほ総合研究所.
 18. 増宮 守, 「長期的な経済成長期待から注目されるベトナム不動産市場」, 『不動産投資レポート』, ニッセイ基礎研究所, 2013.
 19. 持田 智男, 「ベトナム 2016 年度外部事後評価報告書円借款「中小企業支援事業(III)」」, JICA, 2016 年.
 URL:https://www2.jica.go.jp/ja/evaluation/pdf/2016_VNXVII-1_4_f.pdf
 20. Cao Thi Khanh Nguyet, 「ベトナム中小企業と資金調達 - 現状と課題」,
<http://www.econ.kobe-u.ac.jp/activity/graduate/pdf/312.pdf>
 21. Cao Thi Khanh Nguyet, 「ベトナム中小企業における正規金融アクセスの実証分析」, Graduate School of Economics Kobe University, 2016
 22. Cao Thi Khanh Nguyet, 「ベトナムにおける中小企業の金融問題・正規・非正規金融の選択に関する実証研究」, 神戸大学大学院・経済学研究科 博士論文, 2015 年.
 URL: <http://www.econ.kobe-u.ac.jp/activity/publication/dp/pdf/2016/1601.pdf>
 23. Le Thi Lan Huong, 「ベトナムにおける中小企業の競争力」, 専修ビジネス・レビュー(2014) Vol.9No.1:71 - 80
 URL:<https://core.ac.uk/download/pdf/71793747.pdf>

24. Vu Xuan Hung, 「ベトナムにおける郵便貯金の展開」,『経済科学』第 55 卷 4 号 Pp91-109, 名古屋大学大学院経済学研究科, 2008 年.

<海外文献>

1. Allen, F. and Gale, D., Comparing Financial Systems, MIT Press, 2000
2. Barslund, M. C., & Tarp, F. (2007). Formal and Informal Rural Credit in Four Provinces of Vietnam. The Journal of Development Studies, Volume 44, 2008 - Issue 4
URL: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00220380801980798>
3. Cuong Viet Nguyen and Marrit Van den Berg, “Informal Credit, Usury, Or Support ? A Case Study for Vietnam”, The Developing Economies 52, no. 2 (June 2014), Pp154-78, 2014.
URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/53af/1a718a35448934c945af58c650d251f97e2b.pdf>
4. Cuong Viet Nguyen and Marrit Van den Berg, “The impact of Informal Credit on Poverty and Inequality: The Case of Vietnam”, MPRA Paper No. 54758, posted 27. March 2014 15:10 UTC
URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/deve.12042>
5. Demirgüç-Kunt, Asli, Levine, Ross (eds.), Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development, MIT Press, 2001.
6. Getting Credit, World bank DOING BUSINESS
URL: <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit#>
URL: https://www.nli-research.co.jp/files/topics/40827_ext_18_0.pdf?site=nli
7. General Statistics Office of Vietnam
URL: <http://www.gso.gov.vn/>
8. “Giá nhà Sài Gòn tăng 50% trong nửa thập niên”, Thứ hai, 17/6/2019, VNEXPRESS,
URL: <https://vnexpress.net/gia-nha-sai-gon-tang-50-trong-nua-thap-nien-3939417.html>
9. John Mcmillan And Christopher Woodruff, “Interfirm

- Relationships And Informal Credit in Vietnam”, Quarterly Journal Of Economics
 URL:<https://pdfs.semanticscholar.org/0cb2/4d9b6966e19b33de4b43af6518c46224b007.pdf>
10. Lainez Nicolas, “Informal Credit in Vietnam A Necessity Rather Than an Evil”, Journal of Southeast Asian Economies Vol. 31, No. 1 (2014), pp. 147–54.
 URL:https://www.researchgate.net/publication/280745087_Informal_Credit_in_Vietnam_A_Necessity_Rather_Than_an_Evil
 11. Migheli, Matteo, ” Land Ownership, Access to Informal Credit and Its Cost in Rural Vietnam”,
 URL:<https://ideas.repec.org/p/uto/dipeco/201619.html>
 12. Mikkel Barlund and Finn Tarp, “Rural Credit in Vietnam”, DISCUSSION PAPERS Department of Economics University of Copenhagen(2006)
 URL:<http://web.econ.ku.dk/ftarp/workingpapers/docs/rural%20credit%20in%20vietnam.pdf>
 13. Mikkel Barlund and Finn Tarp, “Formal and Informal Rural Credit in Four Provinces of Vietnam”, The Journal of Development Studies, Volume 44, 2008 - Issue 4
 URL:<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00220380801980798>
 14. Pham, T. T. T. and Lensink, R., 2007, “Lending policies of informal, formal and semiformal lenders - Evidence from Vietnam”, Economics of Transition. 15, 2, p. 181-209.
 URL:[https://www.rug.nl/research/portal/publications/lending-policies-of-informal-formal-and-semiformal-lenders--evidence-from-vietnam\(b338b88b-6bfd-4b11-b3a6-d416d88f7dc4\)/export.html](https://www.rug.nl/research/portal/publications/lending-policies-of-informal-formal-and-semiformal-lenders--evidence-from-vietnam(b338b88b-6bfd-4b11-b3a6-d416d88f7dc4)/export.html)
 15. Pham Thi Thu Trà and Robert Lensink, “Household borrowing in Vietnam: A comparative study of default risks of informal, formal and semi-formal credit”,
 16. Phan Dinh Khoia, Christopher Ganb, Gilbert V.Narteab and David A.Cohen , “Formal and informal rural credit in the Mekong River Delta of Vietnam: Interaction and accessibility”, Journal of Asian Economics Volume 26, June 2013, Pages 1-13
 URL:<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1049007>

813000183

17. Quan-Hoang Vuong, Financial Markets in Vietnam's Transition Economy, VDM, 2010.

URL:

https://nagoya.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=7975&file_id=17&file_no=1

18. SBV, Annual Report 2018 (12/30/2019)

URL:<https://www.sbv.gov.vn/webcenter/ShowProperty?nodeId=/UCMServer/SBV403447//idcPrimaryFile&revision=latestreleased>

19. Ta Nhat Linh, Hoang Thanh Long, Le Van Chi, Le Thanh Tam and Philippe Lebailly, "Access to Rural Credit Markets in Developing Countries, the Case of Vietnam: A Literature Review", Sustainability 2019, 11(5), 146

URL:<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/5/1468/htm>

20. Tran Tho Dat, "Analysis of the Informal Credit Sector in Vietnam",

URL:http://www.gdrc.org/icm/viet-dat_tran.html

21. Van Hung, D., "Informal Credit Market and Microfinance - "Microfinance Sector in Vietnam"", The Japan Program Working Paper Series on: Priorities and Strategies in Rural Poverty Reduction: Experiences from Latin America and Asia Presented at the Japan Program/INDES 2001 Conference – Japan.

URL:

<https://www.findevgateway.org/sites/default/files/publications/files/mfg-en-paper-informal-credit-market-and-micro-finance-micro-finance-sector-in-vietnam-2001.pdf>

目次

体制移行国における起業・成長期における 資金調達と金融機関の役割	1
ベトナムにおける民間企業金融・中小企業事例を通じて	1
0. 序	1
1. ベトナム金融制度の概観	2
1.1 体制移行－「ドイ・モイ (Doi moi) 政策」の導入	2
1.2 金融システムの変革	3
1.3 金融システムの問題点	5
1.4 中小企業への信用供与と資金供給チャネル	7
2. ベトナムの中小企業の起業・成長時における資金調達	9
2.1 ホーチミン近郊におけるヒアリング調査	10
2.1.1 Cat Anh カバーリング社	10
2.1.2 BACH KIM 技術・生産・交易有限会社	10
2.1.3 NKA Consulting Limited Company	10
2.1.4 Miss Saigon Travel Investment	10
2.1.4 ELMA VIETNAM(在越台湾企業)	11
2.2 ハノイ近郊におけるヒアリング調査	12
2.2.1 VINA VALVES JOINT STOCK COMPANY	12
2.2.2 VIET A FURNITURE 社	14
2.3 ヒアリング結果からみた中小企業の資金アクセス	15
2.3.1 概括	15
2.3.2 中小企業開発基金	16
2.3.3 自己資金における不動産投資	17
参考文献	21
<日本語文献>	21
<海外文献>	23