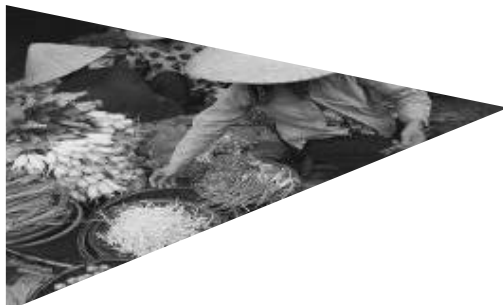


2009年1月30日

Ernst & Young Vietnam



# Vietnam – an insight

2009年1月15日～1月30日

ベトナム・インサイトは、アーンスト・アンド・ヤングが作成し、配布するものです。ベトナム市場に関する時事ニュースに加え、財務、税務、ビジネス及び規制関連課題の最新情報をお届けするダイジェスト版となっています。なお、記事に修正は加えておりません(注:日本語版に關しましては加筆・修正もありますので予めご了承下さい。)

尚、このダイジェスト版に記載する内容についてお問合せなどございましたら、下記連絡先までお問合せください。

#### 連絡先:

マイ・フーン・グエン

ビジネス開拓およびマーケティングイング

*Mai.Phuong.Nguyen@vn.ey.com*

ソン・チューン・グエン

ビジネスナレッジセンター

*Son.Truong.Nguyen@vn.ey.com*

#### 日系企業担当:

浅利昌克

*Masakatsu.Asari@vn.ey.com*

錦城和栄

*Kazue.Kinjo@vn.ey.com*

ハウ ミースアン カオ

*Hau.My.Cao@vn.ey.com*

ニュースブリーフ .....	2
経済 .....	2
銀行 .....	5
金融市場 .....	9
不動産 .....	10
インフラ/工業団地/輸出加工区 .....	12
テレコム通信 .....	13
エネルギー .....	15
お問い合わせ先 .....	17
お問い合わせ先 .....	18

# ニュースブリーフ

## 経済

### 2008年の10大経済イベント

Saigon Times Group のエコノミスト、寄稿者、記者、編集者が選んだ2008年の10大経済イベントは次の通りです。

1. インフレは2008年通年で23%前後まで急騰しました。これはベトナムの非効率的な金融・財政政策と、食品、原油、その他商品の世界的な物価高に起因します。ベトナム中央銀行はプライムレートを6月までに3度引き上げ、その結果、過去最高の年率14%に達しました。その後、8.5%になるまで5回にわたり引き下げました。
2. 世界経済の下振れがベトナム経済にも影響を与えたため、政府は初めて、GDPの成長目標を1年以内に2度下方修正しました(8~8.5%から7%へ、次いで7%から6~6.5%へ)。また、貿易赤字は推定180億ドル前後という10年ぶりの高水準を記録しました。
3. 環境汚染の悪化を巡って各地で警笛が発せられました。その中でも特に悪質であったのが、グルタミン酸ナトリウムを製造する台湾企業 Vedan の汚染スキャンダルです。同社は未処理排水をドンナイ省 Thi Vai 河に垂れ流していました。しかし、国民が最も懸念しているのは、環境関連省庁や地元当局が汚染問題に際して説明責任を放棄し、監督者としての役割を果たさなかったことです。
4. 商品や生産資材価格の乱高下はベトナム経済に打撃を与えました。その結果、政府は多くの産業を救済しました。しかし、消費者の場合、物価高騰時に最も被害を受けたにもかかわらず、原油、鉄鋼、鋼塊、肥料の急落からあまりメリットを受けていません。
5. メラミン混入の乳製品は消費者の間に相当な不安を掻き立てました。また、当局による一貫性に欠如する不正確な処置から企業は多額の損失を被りました。例えば、保健省は当初はメラミン入り牛乳の破棄を決定しましたが、12月になると一転してメラミンの一定量の食品含有を容認しました。
6. ベトナム経済にとって外国直接投資の誘致が明るい材料として浮上しました。確約ベースでは640億ドルを超え、拠出ベースでも前年比35億ドル増の115億ドルにのびりました。しかし、2009年の場合、デベロッパーのメガプロジェクトが資金繰りに窮すると予想されることから、拠出額は激減する見通しです。
7. 不動産価格や株価は市場の加熱後に暴落しました。中央銀行によると、不動産向け融資は2008年10月までに115兆ドン(65億ドル以上)に達し、全国の融資残高のうち9.5%を占めました。
8. 政府が国の食品確保を目的に新規のコメ輸出を2008年4月上旬に停止していなければ、コメ輸出価格がトン当たり1,200ドルに急騰したときにベトナムのコメ輸出収入は増加していたはずですが、その3ヶ月後、企業はコメの再輸出を認められましたが、コメ価格は既にトン当たり600ドルに落ち込んでいました。コメ輸出価格は12月に入ってもトン当たり350ドル前後まで続落しました。下落の理由は、関係省庁による杜撰な輸出管理と政府諮問機関による予測能力の低下です。
9. 昨年は度重なる自然災害が甚大な被害をもたらしました。とりわけ、2008年はじめに北部を襲った寒冷期の長期化から多数の牛や水牛が犠牲になり、また、10月下旬に発生したハノイと近隣省の洪水は多額の損失につながりました。2008年11月までに、数度の洪水は84名の死者と5名の不明者を出し、全国17省・市の作物、住宅、インフラに6兆3,200億ドン(3億6,000万ドル以上)の被害を与えました。
10. ホーチミン市サイゴン東西高速道路・水環境プロジェクトのコンサルティング会社である Pacific Consultants International(PCI)の元役員が、同プロジェクト管理委員会の Huynh Ngoc Sy 元委員長に対する贈賄(82万ドル)を日本の法廷で認めたことを受け、ベトナムのイメージは著しく悪化しました。その結果、ベトナムが汚職事件の処理を終えるまで、日本は既存および新規の政府開発援助を差し止めることにしました。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 「2008年の10大経済イベント」Intellasia(2009年1月6日)



## 個人所得税の徴収が5月に延期

世界経済の下振れを受けて国民を支援するため、財務省は個人所得税の徴収を5月まで延期することを決定しました。

この決定によると、個人所得税法の改正(1月1日から施行)に伴い、個人所得税の一部納税者は税の減免をも享受できることとなります。

ドー・ホアン・アイン・トゥアン財務副大臣は、今回の延期措置によって約1兆ドルの税収が失われるとしています。しかし、これは足元の難局において、国内消費を刺激するとも付け加えています。

財務省は目下、個人所得税の徴収に関する施行ガイダンスを早急に策定しています。また、困難に直面している一部の中小企業を対象に、法人所得税の減免や延期措置も講ずる見込みです。<sup>2</sup>

## ベトナム政府、景気刺激策の対象プロジェクトをリストアップ

政府は景気刺激国債36兆ドン(21億ドル)を割り当てるプロジェクトの一覧を作成しています。このプロジェクト一覧は国会に提出される予定です。これは、ベトナムにも影響を及ぼしている世界経済危機を克服するための内国企業支援策の一環として策定されるものです。

今回の措置は一定の産業分野に対する投資を刺激し、雇用創出が期待されると、ヴォー・ホン・フック計画投資大臣は述べています。大臣はまた、政府は承認済みのプロジェクト(今後2年以内に完成するもの)を抱える地域に資金を即座に提供するとしています。

また、フック大臣によると、グエン・タン・ズン首相は運河や地方道路網の改修に向けた3兆ドン(1億7,200万ドル)を承認しました。その最大の目玉は、農地の開発促進と収穫高の改善です。同省はまた、民間資金を活用して今後数年以内に実施する68項目からなる主要・重点インフラプロジェクト一覧を提案した模様です。これらのプロジェクトに要する資金調達額は推定120億ドルです。なお、景気刺激策の一環として、首相は短期融資に対する利息4%の補助金交付に同意しています。

政府の景気刺激策は企業を助けることになると、Dong Tam Corporationのヴォー・クオック・タン会長は話しています。同氏によると、最近では多くの経営者が、危機克服に向けた政府支援への支持を表明しています。また、Sai Gon Paper Companyのカオ・ティエン・ヴィー会長は、同社が生産費用の節減を目的として技術改良に20万ドルを投資し、業務の維持に努めていることを明らかにしました。安定的な給与を実現しながら雇用を守るため、同社は利益を度外視した受注体制で臨んでいるようです。<sup>3</sup>

## ソフトウェアが欧州連合の関税優遇措置の適用対象外に

欧州連合は1月1日より、ベトナム製ソフトウェアを関税特惠一般システム(GSP)から除外しました。そのため、国内生産者や輸出企業の負担は今後増大すると予想されます。

欧州が2006年からベトナム製の皮革靴アッパー33品目に課している10%の反ダンピング関税に加え、高めの輸入関税率が適用されます。

GSPは本来、発展途上国による欧州市場への輸出を支援する制度であるため、ベトナム製の靴はこれまで低めの輸入関税を適用されてきました。しかし今後は、こうした輸入関税は平均して3.5~5.5%に引き上げられます。

<sup>2</sup>「個人所得税の徴収が5月に延期」VNA(2009年1月13日)

<sup>3</sup>「ベトナム政府、景気刺激策の対象プロジェクトをリストアップ」VNA(2009年2月2日)

皮革靴とキャンバス靴の関税はそれぞれ 8%および 17%へと大幅に引き上げられました。

欧州連合はベトナム製フットウェアの世界最大の輸入地域(輸出額の約 55%)ですが、今回の反ダンピング関税の結果、輸出額に占める割合は 2004 年のピーク時に記録した 66%から大幅に落ち込んでいます。

国内フットウェア産業の 2008 年における全世界輸出額は推定 45 億ドルです(前年比 10%増)。工業貿易省のヴー・ヴァン・クオン軽産業副局長によると、年間 20 億ドルにのぼる欧州輸出市場の関税引き上げから、フットウェア・メーカーは多額の損失を被る見通しです。

GSP があるからこそ、外国企業はフットウェア生産の対越投資に乗り出しているものであり、この利点が失われた場合、こうした外国企業は生産基盤を他国に移転させることになろう、とクオン氏は説明します。

なお、欧州委員会の代表団は今月、反ダンピング調査を開始する予定です。

工業貿易省のブイ・ソン・ズン競争管理副局長は、今回の調査は反ダンピング措置の撤廃を巡る最終審査になると話しています。最終決定は年央に下される見込みです。

足元の困難を克服するため、同局は国内市場への注力と市場の新規開拓、それに生産コストの削減をフットウェア・メーカーに勧告しています。<sup>4</sup>

## 新たな規則が外国投資企業を更なる窮地に

政府は外国投資企業に対し、賃金基金の 1%を労働組合基金に充てるよう要請しました。景気が減速する中で、これは外国投資企業の負担を増大させると見られます。

労働者に関連する政策転換は、企業の生産コストに必ず影響を及ぼします。2008 年 10 月に、最低賃金に関する新たな政策が発表されました(2009 年 1 月 1 日から施行)。ベトナム商工会議所雇用サービス室のフン・クアン・ファイ室長は、今回の措置により企業の投入コストは 1.3%から 1.7%ほど上昇すると予想しています。また、同室長は、この数字は膨大な数の労働者を雇用する小規模企業にとってはかなりの負担になると指摘しています。

最近、失業保険政策の発表に関する公式記者会見が開催されましたが、その場でファイ室長は、失業保険基金に対する賃金基金の 1%配分という水準ならば企業のコストは大幅に増加しないと明言しました。しかしながら、報道関係者との雑談の中で、現時点でのコスト上昇は企業に負担をかけると認めています。

業界団体は最低賃金規則の施行開始を 2009 年 6 月まで延期するよう、政府に陳情書を提出しています。しかし、こうした提案は受理されていません。

最近の報道によると、政府は、労働組合費や失業保険拠出金の 2009 年 6 月までの支払い延期(賃金基金の 2%に相当し、利息は生じません)を企業に認めた模様です。ただし、6 月以降には支払い義務が発生します。<sup>5</sup>

## 研究者: 民営化目標は達成から程遠い

政府が国営企業再編計画を達成するためには、国営企業 948 社の株式売却を 2010 年末までに終えている必要があるものの、これを期限までに達成できる可能性は低いと、財務省価格・市場調査院長のヴー・ディン・アイン博士を指摘しています。

財務省の統計によると、2008 年に民営化された国営企業は 73 社あるいは年度目標の 28%にすぎません。一方、政府の国営企業再編計画では 2008 年から 2010 年にかけて、948 社の民営化も含めた国営企業 1,535 社の再編を予定しています。

4「フットウェアが欧州連合の関税優遇措置の適用対象に」VietNamNet Bridge(2009 年 1 月 6 日)

5「新たな規則が外国投資企業を更なる窮地に」VietNamNet Bridge(2009 年 1 月 8 日)

2007 年の場合、政府は国営企業 116 社あるいは年度目標の 21%の株式売却を実施しています。しかし、今のところ民営化プロセスから調達した資金は、全国営企業資本の 15%以下にとどまっています(財務省発表)。

アイン氏は民営化が遅れている原因として、政府の株式売却に対する姿勢を挙げています。政府は、株式低迷のてこ入れよりも国家財政の補填に重点を置いているようです。

また同氏は、政府はこれまで民営化を優先してきたが、現在は、足元のマクロ経済の難局を乗り越えることの方が喫緊の課題であるため、2009 年の民営化目標を達成できる可能性は薄いとしています。

ちなみに、2009 年度は国営企業 19 社の株式売却を実施すると計画投資省は既に発表しています。<sup>6</sup>



## 有名企業が民営化へ

有名なテレコム通信企業や国営商業銀行の民営化が 2009 年民営化計画の焦点となっています。

ベトナム工商銀行(VietInbank)の新規株式公開が 2008 年 12 月 29 日に実施されましたが、その僅か 4 日後に、グエン・タン・ズン首相はベトナム投資発展銀行(BIDV)の民営化に向けた企業価値査定日程の設定に関する決定を下しました。

今回の決定を受け、BIDV が 2009 年内に民営化されるのはほぼ確実です。過去において、BIDV と VietInbank は民営化コンサルタントの選定と契約締結を 1 日違いで行っています。BIDV は Morgan Stanley を選定し、契約締結を VietInbank の 1 日前に済ませています。

4 大國営商業銀行の中でまだ民営化されていない農業農村発展銀行(Agribank)の場合、新規株式公開の具体的な日程は決まっていますが、とりあえず子会社の新規株式公開を実施しています。

BIDV や Agribank とは別に、投資家は国内最大のテレコム通信企業である MobiFone と Viettel の民営化をも待望しています。<sup>7</sup>

## 銀行

### 多国籍企業と国内勢が戦闘準備

大手国際金融資本が虎視眈々とベトナム市場での勢力拡大を狙う中で、国内のリテールバンキング業界に変革の波が押し寄せようとしています。

人口の平均年齢が 25 歳の国で、新規参入組が若年層をターゲットに据えていることを考えると、これは当然ともいえます。

ベトナムの 21~29 歳の若年層に対する銀行の新商品の訴求度は、金の保有を通じて資産形成を行う傾向がある中高年層の 2 倍に達します。

また、若年層は国際金融機関に銀行口座を開設しがります。

ベトナム国内のリテールバンキング業は未発達である、と Techcombank のグエン・ドゥック・ヴィン頭取は指摘します。

<sup>6</sup>「研究者:民営化目標は達成から程遠い」Vietnam Panorama(2008 年 12 月 31 日)

<sup>7</sup>「有名企業が民営化へ」VietNamNet Bridge(2009 年 1 月 5 日)

ベトナム中央銀行の高官は Vietnam News 紙に対し、先進国の平均的な銀行は約 1,000 種類の商品を顧客に提供しているが、ベトナムの銀行では反対に 1,000 種類程度が精一杯である、と回答しています。

リテールバンキングからの収入はベトナムの銀行では全体の 6~12%を占めますが、先進国の場合には 50%前後です。その結果、ベトナム銀行業界の預かり資産はタイ系銀行の 3 分の 1 を下回ります。

内国リテールバンクは常に最大の市場シェアを誇ってきましたが、ベトナムの今後の成長ポテンシャルを考えると、外資系銀行はあえて内国銀行から顧客を争奪する必要もありません。それは、新規の顧客が必ず出現するからです。

4 大国家銀行は 39 行の商業株式銀行や半官半民銀行とともにベトナム市場を独占しています。そのうち、多様なリテール商品を提供できるのはごく一部です。

しかし、Sacombank、Asia Commercial Bank、Techcombank、およびベトナム投資発展銀行(BIDV)はいずれも、リテールバンキング銀行への脱皮を模索しています。

BIDV のレー・ダオ・グエン副頭取によると、同行は既に 2006 年の時点でリテール商品の開発を重点目標に掲げていました。

内国銀行はリテール業務を伸ばす重要性を十分に認識しており、このプロセスの一環として支店網拡大への重点的な投資を進めています。

銀行業界は銀行向けの基幹ソフトウェアや情報技術に多額の投資を行ってきました。また、ATM システム、インターネット・バンキング、電話バンキング、ホーム・バンキングの開発を積極的に推進しています。

しかしながら、サービスの内容は依然として見劣りします。その大半は店頭サービスを提供しておらず、セルフ・サービスの仕組みもありません。

また、リテールバンキングを提供していない内国銀行は相互に協力することはありません。

こうした銀行の管理職は、リテールバンキングが発展しない原因として、定義が不明瞭な法律やセキュリティの問題を挙げています。

そうとはいえ、多国展開する銀行は積極的にベトナムに牙城を築いています。一部の予測では、この業界は今後 10 年間で年率 25%の成長も可能としています。

こうした銀行の多くは、ベトナムのリテールバンキング市場を制覇したいとアピールしています。<sup>8</sup>

## 利上げか機会逸失か

ベトナム中央銀行ホーチミン支店のホー・フー・ハイン支店長が、中銀のプライムレート引き下げ計画について Tuoi Tre (若年)紙のインタビューに答えました。そのやり取りは次の通りです。

銀行は貸付金利を引き下げたくないのですが、借入を考えている人は金利が低下するのを待っています。ベトナム中央銀行は今年の金利水準をどのように誘導するのですか？

ベトナム中央銀行は金利を合理的な水準に維持するためのロードマップを既に策定しています。「合理的」とは、預金利息をインフレ以上の水準に引き上げるべきだということだけを指しているではありません。資金の「値段」は需給関係に依存します。

金利の拠り所は経済であるため、経済から得られる平均的な利益水準を下回っていなければなりません。許容される貸付金利を設定する前に、平均的な利益水準を一国の産業部門、貿易部門、農業部門から特定することが必要となります。

<sup>8</sup>「多国籍企業と国内勢が戦闘準備」(c) 2009 Asia Pulse Pty Limited (2009 年 2 月 2 日)

昨年の金利水準はインフレ抑制を念頭に設定されました。しかし、現在のインフレ上昇圧力は和らいでいます。銀行や借手にショックを与えないよう、ベトナム中央銀行は徐々に金利水準を引き下げるとは思いませんか？

短期融資は低金利、長期融資は高金利に設定されます。借手は金利の「底入れ」を待つべきではありません。

多くの国はプライムレートを0%近辺に設定しています。一方、ベトナムは年率8.5%を現状維持しています。巷で予想されているように、貸付金利は年率5%を下回るのでしょうか？

多くの人は、プライムレートは3~4%まで低下すると予想しています。しかし、貸付金利の低下に応じて費用を削減できるほど銀行の技術水準は発展していません。

例えば、プライムレートが4%まで引き下げられ、貸付金利の上限が6%である場合、その格差である2%だけでは経営陣の給料や施設の費用を賄えません。プライムレートと上限金利の格差は数年前には4.32%でした。その結果、銀行は営業を続けることができたのです。銀行は即座に金利を下げることはできません。

政府はResolution No.30の中で、金利の自由化は市場のシグナルに従う必要があると謳っています。必要であれば、国家が金利水準を決定するとしています。

中央銀行は企業の支援と景気の浮揚を目的に、貸付金利を早急に引き下げる手段の1つとしてプライムレートを導入しました。貸付金利を早急に引き下げなければ、借手は様々な困難に直面したはずで、そうとはいえ、中銀は市場のルールに従います。

ベトナム中央銀行は、景気を下支えするために金利の引き下げを銀行に促しています。

古い契約の貸付金利を引き下げ、困難に直面している企業の場合には債務を再編するという方針を採用している銀行もあります。しかし、それを実施している銀行は少数派です。それはなぜですか？

一部の銀行は、固定金利の古い契約について貸付金利を引き下げる方針を発表しています。これは銀行と借手の交渉となります。一部の銀行では些細な紛争も発生していますが、ベトナム中央銀行としては両者間で問題を解決してもらいたいです。

銀行は余剰な資金を抱えています。金利の引き上げに固執すれば、顧客はいったん債務を返済し、他行に移ってしまいます。そのため、銀行と顧客は共存の道を選ぶ必要があります。

債務の再編についていえば、債務の区分に関する厳格な規則の存在から、借手が期日までに利息を払えなければ銀行は債務を繰り延べます。銀行がルールを厳守しない場合、延滞債務は増加します。銀行としてはそれを避けたいわけです。

今年の銀行政策は昨年と同様に目まぐるしく変化するのではないかと、多くの企業が懸念を抱いています。昨年の場合、企業はこうした変化に追いつけなかったのですが、今年はどうでしょうか？

昨年の過ちを繰り返さないことが重要となります。金融引き締めは昨年はじめから出現していたのですが、銀行は5月になるまでそれに反応していません。企業の反応速度は更に遅くなります。

銀行から在庫保管用の融資を受けられなかったと、一部の企業は苦情を寄せています。しかし、物価の下落から、在庫保管は結果的に企業にとって不利に働きました。

昨年に起きたことは、あらゆる予測が外れたことを証明しています。今年の場合、銀行と企業は共に柔軟性を発揮する必要があります。

2008年の教訓は？

企業、特に輸出業者は、今年に入ってからの多くの困難に直面することを警告されています。この難局にあつて、銀行は独自の戦略に沿って事業展開を行っています。昨年の目標は金融引き締めでした。これに対し、今年は景気下振れの影響を限定する金融政策を採用します。金利水準や預金準備金については既に引き下げました。銀行は融資を増大させています。そのため、今後の展開は企業の動向次第となります。金利の低下を待っていたら利益機会を逃すことになるでしょう。<sup>9</sup>

<sup>9</sup>「利上げか機会逸失か」(c) 2009 Thai News Service (2009年2月2日)



## 金融市場



### ベトナム政府、外国系株式投資ポートフォリオの監督を強化へ

報道によると、このたび公布された新しい規則に基づき、外資系投資ファンドは営業ライセンスまたはそれに相当する書類の写しを所轄市場監視機関に提出し、ヘッジファンドは定款の写しを所轄市場監視機関に送付することを要請されることになりました。

それによると、銀行、金融、為替活動、インサイダー取引、詐欺、または資金洗浄の違反行為を摘発された投資会社は、もはやベトナム証券預託センターから取引口座を割り当てられません。

外国人投資家の間接投資ポートフォリオは、ドン建て口座を1つだけ開設できます。

外資系投資ファンドや投資会社は毎月、国家証券委員会から業務内容の報告を要請されます。

現在、国内外の投資運用ファンド41社がベトナム国内で営業しています。昨年の場合、外資系投資ファンドの大半が多額の損失を被りました。このうち、最大の損失を計上した2つのファンドは、純資産価値が70%も減少しています。

ちなみに、ベトナムの市場監視機関はこれまでに合計1万2,700の外国人向け口座の開設を認可しています。<sup>11</sup>

### ハノイ証券取引センター、UPCoMの新設まであと一歩

ハノイ証券取引センターのグエン・ティ・ホアン・ラン副理事長は、未上場公開企業市場(UPCoM)の新設は店頭取引市場の更なる発展にとって必要なステップであるが、UPCoMの導入に向けてやるべきことは山積している、と話しています。

ラン氏によると、全国の4,000社近くの公開企業のうち、取引所に上場している企業は400社程度です。これは、いまだに約3,600社の公開企業が規制のほとんどない店頭取引市場で取引されていることを意味します。

「UPCoMは店頭取引市場の近代化に向けた計画の一環として新設する」とラン氏は説明します。「投資家の多くはそれを何よりも待ち望んでいる...それが実現すれば投資家は企業情報の透明性からメリットを受け、取引価格も現在のように不規則に変動することはない」。

最近まで、UPCoMの稼働開始は今年第1四半期に予定されていたが、現在は具体的な日程が決まっていない、とラン氏は認めています。

原則として、UPCoMの開設はより多様な市場の創設と証券取引所よりもオープンなルールの導入を通じて、取引における投資家の利便につなげることを目的としていたと、ある証券会社の取締役は匿名を条件に明かしています。

この関係者によると、この観点に立った場合、UPCoMの取引に適用される現行のしくみはあまりにも厳格であり、取引バンド、取引方法、および決済条件に関するルールは証券取引所のものとほとんど変わりません。

<sup>11</sup> 「ベトナム政府、外国系株式投資ポートフォリオの監督を強化へ」Vietnam Panorama(2009年1月7日)

この関係者は、「規則が厳しすぎれば投資家は寄ってこない」としています。「現在の規則では、もう少し努力すれば確実に証券取引所に上場できるため、公開会社はこの市場への参加に興味を示さないだろう」。

An Binh Securities のグエン・ホン・クアン取締役代行も、UPCoM の取引条件の一部は投資家や企業の期待に全く応えていないと、この意見に同調しています。投資家が期待しているのは、決済機関の短縮や、同一証券の同日転売などです。

「市場開設者の観点からすれば、UPCoM は、ハノイ証券取引センターが店頭取引市場を拡張する中間段階に相当する」とラン氏は説明します。「いったん市場が円滑に機能しはじめれば、企業や投資家はよりオープンな条件を享受できるようになる」。<sup>12</sup>

## 不動産

### 不動産市場の健全化

2008 年における不動産市場の乱気流は、株式市場の減速から投資家の多くが巨利を目当てに不動産市場に目を向け、2007 年はじめの出来事に端を発しています。

しかし、自国経済を世界経済と統合する過程で市場を健全な状態に戻すため、ベトナムは昨年のパフォーマンスを見直し、問題解決の糸口を探る時期に来ています。

#### 逆さ放物線

2007 年第 2 四半期の半ばから 2008 年第 1 四半期末にかけて、地価は 2~3 に急騰しました。その結果、投資家は容易に利益を上げ、住宅プロジェクトの場合には当初の計算と比べて 3~4 倍の収益になりました。

不動産市場のバブル経済は投資家に不当に高い利益をもたらし、企業グループや法人の多くは不動産売買に特化した子会社を相次いで設立しました。

一方、外国人投資家もベトナムの不動産市場に魅了されました。この分野への投資額は 2007 年度外国直接投資の 40% を占めます。当時、多くの向きは都市化の速いペースや 2008 年に予想される不動産ブームの到来を理由に、不動産市場を有望視していました。

ちなみに、ベトナム中央銀行の 2007 年末現在の統計によると、不動産案件向け融資は融資全体の 10% に達しました。

しかし、2008 年 2 月末になると、物価やインフレの上昇を沈静化させる必要性が生じ、金融政策が修正されました。そのため、商業銀行は不動産案件向けの融資を停止しました。

ベトナム中央銀行は昨年の第 2 四半期に、預金準備率や商業銀行における利息の引き上げに関する決定を発行しました。こうした動きは不動産投資家への融資減少を招き、多数の案件の進展を妨げました。投資家間での譲渡を余儀なくされた案件もあります。また、昨年の第 2 四半期と第 3 四半期には、不動産価格が横ばいの状態から下落に転じました。

一般論として、市場で資金が不足しているときには物件は希少になり、値上がりします。しかし、実際には住宅や土地の価格は下落しました。これは不動産市場になだれ込んだ融資の大半が、土地、家屋、それにマンションへの投機に使用されたことを証明しています。また、不動産案件への融資減少は、投機にとって都合の良い資金供給の先細りに等しいと見られるようになりました。

一方、8~9 月期に突入すると、消費者物価の白熱状態は沈静化しはじめました。また、ベトナム中央銀行は融資利息を年率 18% から 14% に引き下げました。しかし、引き下げ後の利息水準でも投資家と民間の買手は満足していません。先進国の金利水準は僅か 5% です。

一部の楽観論者は、2008 年の最後の 2 ヶ月間に市場がリバウンドすることを期待していました。しかし、主に銀行への返済圧力から実勢価格は更に 30~40% も下落し、一部の都市では 50% の下落率に達しました。

<sup>12</sup> 「ハノイ証券取引センター、UPCoM の新設まであと一歩」(c) 2009 Thai News Service (2009 年 2 月 2 日)

要するに、2008年の不動産市場は逆さ放物線と形容することができます。

## 今後の解決策

不動産業に対する融資の大部分は今年はじめに返済期限が到来します。これは借手が元利の両方を返済する必要があります。期日の到来していない融資契約でも初年度の元利金の一部を返済しなければなりません。

銀行融資の返済資金を捻出するとき、国内投資家は物件の買手から資金を流用することがあります。しかし、市場が後退期に陥っている時期にこれは解決策になりません。

別の解決策として、案件の譲渡や合併事業を通じ、外国直接投資を活用することもできます。しかし、世界的な金融危機が進行する中で、これは現実的ではありません。

一方、最後の手段として、米国政府のように公的資金を使った市場の救済を実施するという手もありますが、ベトナム経済の現状を鑑みるとそれは実現しにくいと思われます。

ここで重要となるのは、不動産市場のネガティブな影響が経済に波及するのを阻止することです。この市場と金融市場の関係を修復ことが不可欠となります。

そのためには、商業銀行の融資案件に関する詳細データを分析し、債務を抱える投資家の財務能力を現実の能力と比較検証する必要があります。

その一方で、好材料も散見されます。

まず、これまで物件に投資していた企業には本業回帰の動きも見られます。

次に、土地の投機はもはや行われていないため、一般人でも住宅を購入できるようになりました。

更に、国家は不動産市場に関する規則の改善、不動産案件の計画見直し、不動産の税体系の確立、不動産登記の改善、行政管理機関の強化、公共サービスの向上等を通じた、市場管理ツールの今後の改善を打ち出しています。

こうした解決策は、健全、効果的、それに持続可能な不動産市場の育成と発展に役立ちます。<sup>13</sup>



## 海外に目を向けるベトナムの不動産会社

国内の不動産市場が凍結状態になり、当分は回復の見込みもないため、多くのベトナム企業は海外市場への投資に路線を変更しています。これは方向性としては目新しい展開です。

この流れのパイオニア的な存在である住宅都市開発投資公社 (HUD) は、キューバの Palmares Group と合併企業の設立で合意しました。Colodera (Bauta) にある 300~400 ヘクタールの敷地に、観光、サービス、マンション区域と 36 ホールのゴルフ場を建設する予定です。HUD は更に、Cabodela (Varadero) の 2 つ目のゴルフ場建設についても Palmares と合意に至りました。キューバの大手観光グループである Cubanacan と協力し、Santa Lucia (Camaguey) に 5 つ星ホテルを建設するとともに、Gran Caribe の協力を得てハバナ市の Capri Hotel を改装する予定です。

HUD の経営幹部によると、キューバのオフィスおよび住宅賃貸市場の発展が、キューバ案件への投資を決定する決定打となった模様です。いつ回復するか予想がつかないベトナム国内の不動産市場の回復を待つ代わりに、キューバに投資する道を選んだとしています。

<sup>13</sup> 「不動産市場の健全化」VietNamNet Bridge (2009 年 1 月 28 日)

一方、新市場から利益を上げるという HUD のビジョンに倣い、Hoang Anh Gia Lai Real Estate Company もラオスのビエンチャン市で大型ホテルの建設案件を推進しています。

また、Transport Engineering Construction & Investment Joint Stock Company (TECBIS 584) の場合にも米国政府から商業・マンションセンターの建設ライセンスを付与されました。

TECBIS 584 のズオン・チー・ティエン副社長によると、同社は米国に支店を開設し、カリフォルニア州オレンジ郡に住むベトナム人の保有地に目を付けています。

これに加え、同社は著名な不動産投資家の視察団をカンボジアに送り、不動産取引フロアの開設を宣伝しています。この取引フロアの開設を受け、ベトナム企業は発展のポテンシャルが高い機熟した市場への参入を果たすことが可能となりました。その初期段階として、同グループは 6~10 ヶ月を費やして市場調査を実施し、複数の小規模案件を立ち上げる予定です。

一方、Thu Duc Housing Development (TDH) も米国市場への参入を計画しています。同社は 2007 年からこの市場を調査していますが、米国企業と合併事業を立ち上げる予定です。ハリケーン・カトリーナの猛威から自宅を失った人のために、21 万戸の分譲マンションを建設します。

ベトナム企業は海外投資計画の策定に余念がないものの、逆に国際企業グループの多くは依然としてベトナム不動産市場の中長期的な将来性を確信しているようです。

計画投資省によると、2008 年度外国直接投資の登録ベースの金額は前年から 3 倍の 236 億ドルに達しました。その大部分は、オフィスビル、高級マンション、それに高級ホテルの建設に振り向けられています。<sup>14</sup>

## インフラ／工業団地／輸出加工区

### 油田の省が外国企業に訴求

油田で有名な南部バリアブントウ省が、工業団地を新たに 2 カ所開設する計画を発表しました。その理由は、内外投資家からの需要増加です。

省工業団地管理当局によると、昨年は省内 12 工業団地で合計 40 案件(総額 46 億 4,200 万ドル超)が認可されました。

これらのうち 21 案件は外国直接投資案件(総額 42 億 8,500 万ドル)、残りの 19 案件はベトナム企業による投資案件(総額 3 億 5,700 万ドル)です。

これらの数字は、誘致目標の 2 倍(新期認可件数)と 2007 年比で 15.47 倍(投資金額)に相当します。

これに加え、既存の 30 案件も投資の増額を申請しています(およそ 3 億 4,400 万ドル増)。

その結果、バリアブントウ省の 2008 年末現在の進出案件数は 194 案件となり、登録ベースの資本額は外国直接投資 96 案件(83 億 5,200 万ドル)も含めておよそ 114 億 5,000 万ドルにのびりました。

なお、工業団地管理当局によると、昨年は 3 カ所の工業団地が新たに開設され、省内の工業団地面積は 3,000 ヘクタール以上も拡大しました。<sup>15</sup>

<sup>14</sup> 「海外に目を向けるベトナムの不動産会社」(c) 2009 Thai News Service (2009 年 1 月 28 日)

<sup>15</sup> 「油田の省が外国企業に訴求」VNA (2009 年 1 月 4 日)

## テレコム通信



### 2008年に大きな期待を寄せる情報技術および通信セクター

世界的な経済・金融混乱にもかかわらず、情報技術および通信セクターは2008年に目覚ましい成長を遂げたと、グエン・ティン・ニャン副首相は1月2日に開催された2009年職務会議で述べました。

このセクターは2008年末までに、固定電話加入数を8,225万件まで増やしました(人口100人当たり97.5台)。このうち85.5%は携帯電話です。

2008年の新規インターネット加入数は150万件です(前年比で約28%増)。その結果、インターネットの累積加入数は2,067万件に達しました(加入密度は24.2%)。

一方、情報技術および通信企業の企業収益は92兆4,400億ドン(540億ドル)を超え、2007年から38%増加しました。

情報技術産業だけでも、企業収益は45億ドルに達しています(2007年から20%増)。電子および通信製品の輸出金額は24億ドルです。

ニャン副首相は、世界的な景気後退が2009年のベトナム経済に及ぼす悪影響の進行を強調しながら、競争力の向上と生産コストの削減に向けて情報分野の実力を宣伝するよう、このセクターに要請しました。<sup>16</sup>

### Mobifone、プリペイド顧客に対する追加サービスの提供を開始

Mobifoneはプリペイド顧客への「ボーナス」として追加的なサービスの提供を開始しました。プリペイド顧客は通常の通話やSMSに加え、インターネット通話、GPRS、それにMMSサービスをも利用できるようになります。

ローカル・ネットワーク通話、インターネット通話、GPRS、およびMMSを利用するときには通話やSMSサービスの料金が発生します。

Mobifoneの加入数は3,200万件に迫ります。2008年の最後の2ヶ月で、Mobifoneの新規加入数は1日当たり30万件のペースで伸びました(主にプリペイド顧客)。<sup>17</sup>

### Credit Suisse、MobiFone VMSの企業価値を20億ドル以上と査定

Thoi Bao Kinh Te紙によると、ベトナム携帯電話業界2位VMS-MobiFoneの民営化アドバイザーを務めるCredit Suisseは、同社の総資産を20億ドル超と査定しました。

それによると、MobiFoneは年内に新規株式公開を実施する予定です。

「国内の株式市場は低迷が続いているが、MobiFoneは株式公開を延期する予定はない」と、MobiFoneのレー・ゴック・ミン最高経営責任者は述べています。

16「2008年に大きな期待を寄せる情報技術および通信セクター」VNA(2009年1月2日)

17「Mobifone、プリペイド顧客に対する追加サービスの提供を開始」(c) 2009 Thai News Service(2009年2月2日)

「株式公開の準備は万全である。MobiFone の株式公開は国営電話会社では第 1 号となる」としています。

「民営化を実施しない限り、MobiFone にとって業務発展のインセンティブとはならない」とミン氏は指摘します。

しかし、MobiFone は民営化計画の詳細についてはそれ以上明らかにしていません。ちなみに、MobiFone の昨年の売上高は 17 兆ドン、利益は 6 兆ドンです。

なお、MobiFone の 2008 年末時点での携帯電話加入数は 3,000 万件です。<sup>18</sup>

## VietnamPlus、Vnanet の旧ウェブサイトを入れ替え

Vietnam News Agency (VNA) は 1 月 22 日以後、全てのニュースや情報を新規ウェブサイト上に掲載します(新ウェブサイトは [www.vietnamplus.vn](http://www.vietnamplus.vn)、旧ウェブサイトは [www.vnanet.vn](http://www.vnanet.vn))。

閲覧者は新ウェブサイトに掲載された全ての情報を、ベトナム語、英語、フランス語、スペイン語の 4 カ国語でアクセスできます。

同ウェブサイトは、「これまでのご支援に対し、全ての読者に謝意を表明いたします。今後も皆様のニーズに応えながら、新ウェブサイトを通じて最高品質の最新ニュースをご提供していく所存であります。」というお知らせを載せています。

詳細については、電話番号(84-4) 38251281 または 38257008、あるいは電子メール [bdn@vnanet.vn](mailto:bdn@vnanet.vn) までお問い合わせください。<sup>19</sup>

## ベトナム軍部系通信会社の 2008 年利益が倍増

ベトナム軍部傘下の大手通信会社である Viettel は火曜、昨年の利益が 2007 年から倍増してほぼ 8 兆ドン(4 億 7,100 万ドル)を記録したと発表しました。

ハノイに本拠を構える同社の声明によると、昨年度の売上高は 33 兆ドンを超え、2007 年までの 8 年間に計上した合算売上高(26 兆 2,200 億ドン)を 26%上回りました。純利益の数字は明らかにしていません。

それによると、Viettel は昨年、携帯電話ネットワークの全国展開を実現し、加入数も 2,800 万件(ベトナム全体の 40%に相当)に達した模様です。同社の 5 万 1,300 キロ(3 万 2,000 マイル)に及ぶ光ケーブルネットワークは全国の全ての地域を結んでいます。

ベトナムのテレコム通信セクターが計上した 2008 年度の企業収益は 38%増の 92 兆ドン超でした。業界レポートによると、Viettel の売上高は国営 Vietnam Posts and Telecommunications Corp (VNPT)に次ぐ業界 2 位です。

Viettel の競合企業は Vinaphone と MobiFone ですが、これらはいずれも VNPT の傘下企業です。同社は最近、ベトナムで初めて BlackBerry サービスを開始しました。

Viettel は台湾の Chunghwa Telecom とインターネットデータの合併事業を営んでいます(資本金は 3,000 万ドル、出資比率は 70%)。また、2006 年にはカンボジアで IP 電話(VOIP)事業を展開し、ベトナムの電話会社の中で初めて海外投資を行っています。それに続いて、携帯電話、固定電話、インターネット接続サービスにも進出しています(1 ドル=16,976 ドン)。<sup>20</sup>



18 「Credit Suisse、MobiFone VMS の企業価値を 20 億ドル以上と査定」(c) 2009 Toan Viet Limited Company(2009 年 1 月 8 日)

19 「VietnamPlus、Vnanet の旧ウェブサイトを入れ替え」VNA(2009 年 1 月 15 日)

20 「ベトナム軍部系通信会社の 2008 年利益が倍増」(c) 2009 Reuters Limited(2009 年 1 月 13 日)

ベトナム初の通信衛星である Vinasat-1 を運営している VNPT Group によると、商業目的および試運転の稼働率は 30% にすぎない模様です。

製造元の Lockheed Martin が VNPT に衛星を引き渡した後、Vinasat-1 は昨年 5 月 22 日に打ち上げられ、その 8 日後から稼働を開始しています。

VNPT の子会社である Vietnam Telecom International (VTI) のレー・ティン・ナム副社長によると、ラジオやテレビ局、石油・ガス企業、テレコム通信事業主、官庁といった国内顧客のほか、一握りのタイ、シンガポール、ラオスの顧客が Vinasat-1 の衛星サービスを利用しています。

VTI 目下、Vinasat-1 のサービスをアジア太平洋諸国に提供すべく交渉を進めています。その候補はタイの Thaicom やシンガポールの Protostar などです。また、既存顧客としては、ルクセンブルグの衛星企業である SES ASTRA と研修契約を締結し、香港の Asia Broadcast Satellite と事業協力・容量相互補完に関する覚書に署名し、更には Vinasat-1 の周波数帯域の売却について米国の Universal Telecom Services と覚書を結んでいます。

総額 2 億ドルの費用をかけたこの衛星の通信範囲は南アジア、東南アジア、および豪州を網羅します。また、衛星の潜在的な耐用年数は 26 年間です。この衛星は 200 以上のデジタルテレビチャンネルを放送することが可能で、ハノイと南部ビンズン省にある 2 つの地上制御センター経由のインターネットデータ伝送や電話チャンネルに及んではその数は数十万にのぼります。<sup>21</sup>

## エネルギー

### マレーシアの Janakuasa が 2 基目の発電所を計画

マレーシアの Janakuasa Sdn Bhd は南部チャビン省で 15 億ドルの発電所案件を受注後、次は、商都ホーチミン市から 200 キロほど離れたソックチャン省に照準を合わせています。

Dewan Negara (議会上院) 議長である Abdul Hamid Pawanteh 博士は、2 つ目の案件の立地としてソックチャン省は適していると感想を述べています。

ベトナム政府はこのほど、チャビン省の沿海埋立地 200 ヘクタールに建造する Janakuasa の「Duyen Hai 2」発電所案件を認可しました。ちなみに、同社はマレーシア北部のペルリス州に本社がある企業です。

ソックチャン地域住民委員会のチュン・ミン・チャイン副委員長と会談した博士は、Janakuasa は独立系の発電事業者だが、メコン谷に 1,200 メガワット級の建造する技術を持っていると述べました。

Abdul Hamid 博士は、ベトナム最大の公共サービス企業である Electricity of Vietnam (EVN) が進出しているセランゴール州に Janakuasa の本社が所在することもあり、今回のメガプロジェクトを通じて同社はベトナムに大きく貢献できるとしています。

しかし、当面は 1,200 メガワット級の Duyen Hai 2 案件に注力することになります。この案件は 2011 年に着工し、2015 年までに完成する予定です。<sup>22</sup>

21 「ベトナムの衛星の稼働率は僅か 30%」(c) 2009 Thai News Service (2009 年 1 月 27 日)

22 「マレーシアの Janakuasa が 2 基目の発電所を計画」(c) 2009 Asia Pulse Pty Limited (2009 年 1 月 13 日)

## 日系グループによるベトナム南部電力センターの計画立案プロジェクトが認可

国営メディアの報道によると、住友グループとそのベトナム側パートナーである Bach Dang-Hanoi Company はこのほど、2,640 メガワット級の Van Phong 電力センター（南部カインホア省）の建造計画立案プロジェクトを認可されました。

総工費 38 億ドルの同センターは地元 Van Phong 工業団地に建造され、豪州とインドネシアから輸入した石炭を使用する見込みです。

ホアン・チュン・ハイ副首相は工業貿易省と省当局に対し、1,320 メガワット級の Van Phong 1 火力発電所の計画策定に向けて両社を監督するよう指示しました（2014 年の終盤に稼動開始を予定）。

ベトナムは電力不足に直面しているため、電力インフラの整備が急務となっています。ちなみに、電力需要は 2010 年まで毎年 16%のペースで増加する見通しです。

なお、ベトナム政府は年内におよそ 833 億キロワット時の電力を生成する計画を打ち出しています。<sup>23</sup>



## ベトナム初の石油精製所のパートナー募集

Vietnam National Oil and Gas Group (PetroVietnam) のデイン・ラー・タン会長は 1 月 2 日、同社が Dung Quat 石油精製所の 49%持分の売却を予定していると発表しました。

「PetroVietnam は持分を売却する前に石油精製所の価値を査定し、外国の有望なパートナー企業と交渉を行いたい」と会長は述べました。

石油精製所への原油供給を約束した外国パートナー企業との交渉が優先されるようです。

PetroVietnam は持分売却と原油供給について来週、British Petroleum (BP) と交渉に入る見込みです。

「政府がこの石油精製所案件への投資を 1995 年に決断したとき、投資資本は 25 億ドルであった」と副社長は説明します。

「しかし現在は、東南アジアにおける近代的な石油精製所の大半はアジア全体でも最新の部類に入るため、コストはかなり上昇していると思われる」。

ただ、同氏は最終的なコストには言及していません。<sup>24</sup>

<sup>23</sup> 「日系グループによるベトナム南部電力センターの計画立案プロジェクトが認可」Vietnam Panorama (2009 年 1 月 13 日)

<sup>24</sup> 「ベトナム初の石油精製所のパートナー募集」VNA (2009 年 1 月 3 日)

## SCIC、EVN 傘下の電力会社から 3,300 万株を購入へ

国営 Electricity of Vietnam Group (EVN) は、Vinh Son Song Hinh 水力発電所 (VSH) に保有するおよそ 3,290 万株を国家資本投資公社 (SCIC) に譲渡すると発表しました。

これは SCIC と EVN が 12 月上旬に締結した契約を履行するための最初のステップです。株式の譲渡は交渉により、12 月 31 日から 1 月 15 日にかけて実施されます。

EVN は譲渡前に 7,500 万株、あるいは VSH 株式の 54.6% を保有していました。

今回の措置を受け、VSH がホーチミン証券取引所に上場している株式数は 1 億 3,750 万株となりました。同社の上場株式数は Pha Lai Thermal-power Co. に次ぐ第 2 位です。

グエン・シン・フン副首相によって承認された今回の契約に基づき、SCIC は EVN が運営する複数の電力プロジェクトに投資します。発電所の建造を日程通りに進めるため、各プロジェクトへの出資比率はいずれも 51% となっています。

公社はまた、水力発電所や火力発電所に投資する株式会社の設立に向けた資本拠出もあわせて実施する見通しです。ベトナム初の原子力発電所を 2010 年までに建造するのがその狙いです。<sup>25</sup>



<sup>25</sup> 「SCIC、EVN 傘下の電力会社から 3,300 万株を購入へ」Vietnam Panorama (2009 年 1 月 6 日)

# お問い合わせ先

Ernst & Youngの提供業務の詳細については、以下の担当者までお問い合わせください。

## クーン・ディン・トラン、カントリー・マネージング・パートナー

Cuong.Dinh.Tran@vn.ey.com

## アシュアランス・パートナー:

- ▶ トム・チョン  
Tom.Chong@vn.ey.com
- ▶ ジュン・トレス  
Jun.Torres@vn.ey.com
- ▶ ペトルス・ギムバッド  
Petrus.Gimbad@vn.ey.com

## 取引助言ディレクター:

- ▶ トム・ヘロン  
Tom.Herron@vn.ey.com

## 税務パートナー:

- ▶ ナム・グエン  
Nam.Nguyen@vn.ey.com
- ▶ トム・マッククレランド  
Tom.McClelland@vn.ey.com

## 税務ディレクター:

- ▶ カルロ・ナバロ  
Carlo.Navarro@vn.ey.com

## 日系企業担当:

- ▶ 浅利昌克  
Masakatsu.Asari@vn.ey.com
- ▶ 錦城和栄  
Kazue.Kinjo@vn.ey.com
- ▶ ハウ ミー スアン カオ  
Hau.My.Cao@vn.ey.com

Ernst & Young

Assurance | Tax | Transaction | Advisory

## アーンスト・アンド・ヤングについて

アーンスト・アンド・ヤングはアシュアランス、税務、取引、アドバイザリーのグローバルリーダーです。世界中で活躍している13万5,000名のスタッフは、価値観を共有しながら一丸となって品質を絶え間なく追求しております。弊社のスタッフ、顧客、それにより広範な地域社会がその潜在力を大いに発揮できるよう、独自の取り組み続けて参ります。

当事務所の詳細につきましては、[www.ey.com](http://www.ey.com) をご覧ください。

アーンスト・アンド・ヤングとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのメンバーファームからなるグローバルネットワークを指しており、個々の組織は分離独立した法人組織となっています。また、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは英国の有限責任保証会社であり、顧客に対して業務を提供していません。

©2009 Ernst & Young Vietnam Limited.  
All Rights Reserved.

本書に含まれる情報は要約形式であり、それゆえに一般的ガイダンスとしての使用を意図していません。入念な調査や専門家としての判断の代用になるものではありませんので予めご了承下さい。アーンスト・アンド・ヤング GM リミテッド、アーンスト・アンド・ヤングのグローバルネットワークを構成する他のメンバーファームのいずれも、本書の発行内容に依拠した作為または不作為により生じた損失について一切責任を負い兼ねます。具体的な事項に関しては貴社の適切なアドバイザーとご相談ください。

## 注記

当ニュースレターに記載する情報の出典と日付につきましては、脚注をご参照ください。当ニュースレター発行日以降の関連動向につきましては出典を記載していないこともありますので予めご了承下さい。