

〔JSRI時事エッセイ 鈴懸の木の下〕

ベトナム株式市場のステップアップ..
鯉は龍になれるのか？

グエン・ティ・フォン・タン

一、はじめに

二〇二四年二月二八日にファム・ミン・チン首相は自らが議長を務める株式市場発展会議において、二〇二五年までにベトナムの株式市場をフロ

六月末までにその実施について報告を求めている。ベトナムでは首相が株式市場の発展を議論する会議の議長を担うことは珍しく、約二五年ぶりとなる。本コラムでは、ベトナムで進行する株式市場の発展に向けた諸活動を紹介する。

ンティア市場から新興市場（後述）へとステップアップさせることを宣言した。ファム・ミン・チ

二、近年の株式市場の発展に向けた取り組み

ン首相は、財務省や国家証券委員会（SSC）、ベトナム国家銀行や計画投資省に対し、株式市場を
発展させるために必要な施策を求めるとともに、

(1) ベトナム株式市場の概要

ベトナムでは、先に一九九六年に国家証券委員

会が設立され、ベトナム最初の証券取引所であるホーチミン証券取引所（現在）は一九九八年にホーチミン市証券取引センターとして設立された。また二〇〇五年には、第二の証券取引所としてハノイ証券取引所（設立時はハノイ証券取引センター）が設立された。東京証券取引所（一八七八年に東京株式取引所として設立）などと比べると、ベトナムの株式市場はまだ歴史が浅く、時価総額も小さいが、インドネシアやシンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンなどと並んで ASEAN の最大規模の市場である。

国家証券委員会によると、ベトナムの株式市場は、規模や構造の面で多くの重要な成果を達成している。当初は株式市場のみであったが、現在では国債市場やデリバティブ市場も開設されている。また、取引開始日（二〇〇〇年七月二八日）には、株式市場の上場企業はわずか二社、会員証

券会社は六社であったが、二〇二三年末には上場・売買登録企業数は約二三〇〇社にまで増え、証券会社も八二社に達した。投資家層は二〇〇〇年の三〇〇〇口座から、二〇二三年には人口の七・五％に相当する七二九万口座以上に増加した。平均取引額（株式と債券を含む）は、取引セッションごとに二〇一六年の約四億六、〇〇〇万米ドルから二〇二三年に九億六、〇〇〇万米ドル近くまで増加している。

市場規模は拡大し続けており、企業の資本調達能力も向上している。株式市場の時価総額は、二〇〇〇年のGDPの〇・二％から、二〇一〇年にはGDPの三三・五％、二〇二三年には五八・一％まで拡大している。

今や株式市場はベトナム経済にとって重要な役割を果たしており、企業の投資や生産・事業活動に必要な資本を生み出している。同時に、株式市

場はベトナム国有企業の証券化も促進している。

(2) 株式市場の発展に向けた取り組み

MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）やFTSEラッセル、S & Pダウ・ジョーンズ・インデックスが発表する市場分類は、世界経済における各国の重要性を評価するにあたり重要な参考資料となる。

MSCIが公表する市場分類では、先進国市場として二三カ国、新興国市場として二四カ国が分類されており、ベトナムを含む二八カ国がフロンティア市場に分類されている。またFTSEが公表する市場分類では、先進国（二五カ国）、先進新興国（一〇カ国）、第二新興国（一四カ国）に続くフロンティア市場にベトナムを含む二九カ国が分類されている（三月末時点）。同様にS & Pダウ・ジョーンズ・インデックスでは、三月末時

点で、先進国（二五カ国）、新興国（二三カ国）に続くフロンティア市場としてベトナムを含む三二カ国が挙げられている。

このように、これまでベトナムは何れの機関の分類でも下位市場であるフロンティアに位置している。ベトナムの現政権は、ベトナムの証券市場を一段階上の新興国市場へステップアップさせようとしているのである。この試みはベトナム経済の発展にとっても最重要課題となる。

その理由の第一は、ベトナムにとって持続可能な形で大規模資本を引き寄せることが可能となるからである。世界銀行の試算によると、株式市場のステップアップにより規模の拡大と流動性の向上がもたらされ、さらには海外投資家の市場アクセスも改善することで、二〇三〇年までに海外からベトナム株式市場へ最大二五〇億米ドルもの新規投資がもたらされると期待される⁽²⁾。

第二に、市場の発展は企業の成長を促進する機会を生み出す。ステップアップを目指して株式市場は制度の整備や透明性の向上、取引条件などの改善を行っている。この結果、ベトナムの株式市場は海外市場とも連携が容易となる。より多くの外国資本が市場に流入することで、国内企業は新たな経営資格や経験に触れる機会を得ることが可能となり、これらの企業は発展にむけたインセンティブが生じる。

第三に、ベトナムは二〇四五年までに高所得国になることを目指している。世界銀行によると、この目標を達成するためには、ベトナム経済は今後二五年間、一人当たり年平均約六%の成長を遂げなければならぬ。株式市場におけるグローバルな投資環境の整備は、ベトナムの長期戦略にとって有効となる。

しかしながら、このような株式市場の展開は容

易ではない。二〇一八年にFTSEラッセルのウォッチ・リストは、初めてベトナムを第二新興国に分類される可能性がある国として掲載し、国内でも期待が高まった。しかしながら、このリストには掲載され続けているものの、未だ第二新興国の市場とはなっていない。

ベトナム株式市場にとって、ステップアップを妨げる要因が二つある。第一の要因は、ベトナムの規制である事前入金要件 (pre-funding) である。事前入金要件は、決済機関がこの口座を支払いに使用する前に、決済機関の口座に資金が入金されていることを求める。このような規制により、外国人投資家は取引前に一〇〇%の保証金の入金が必要となる。これはリスク防止には有効であるが、資本効率の大きな障害となっている。この問題に対処すべく、国家証券委員会は二〇二四年三月二〇日に外国人投資家への意見徴収を行

3、100%預託の緩和とCircular 120/2020/TT-BTC⁽³⁾の修正・補足が提案された。一定の条件を満たした証券会社に限り、外国人投資家が100%の資金を用意しなくても購入注文を出すことを容認している。

この問題に関しては、将来的に中央清算機関(CCP)モデルによる証券取引の清算・決済メカニズムの導入が求められよう。

第二の要因は、外国人所有権の制限(FOL)である。長年外国人投資家に開放されていない優良企業も多く、これが外国の大手金融機関のベトナム市場参入を阻む障壁となっている。現在、株式会社の場合、外国人投資家の資本所有比率は50%に過ぎない(政令155/2020/ND-CP 第一三九条)。また、外国投資家の株式保有比率の合計は、ベトナムの信用機関の定款資本の30%を超えてはならない(政令第〇一号/2014/ND-CP

に規定)。

FOL問題を解決するため、本年二月にファム・ミン・チン首相は、計画投資省に対して各事業分野における外国人所有権の上限を見直すことを命じた。証券会社のサービス提供条件に関連する内容の証券法を指導する政令155/2020/ND-CPは間もなく改正される可能性が高いだろう。

もう一つの取り組みとして、ベトナムは市場の透明性と外国人投資家への情報アクセスの改善に注力している。国家証券委員会は、企業がベトナム語と英語の両方で情報を公開するためのロードマップを提示した。大規模な公開企業は二〇二五年一月一日から定期情報を英語で公表することが義務付けられ、二〇二六年一月一日からは定期情報と臨時情報の両方を英語で公表することが義務付けられ、その後、市場全体に展開される予定である。

三、二〇二五年までにベトナム株式市場はステップアップするか？

ベトナムの法改正と実務的な解決策における最近の努力は、外国投資家がベトナムの資本市場に参加するためのより有利な条件を作り出している。国家証券委員会はまた、MSCIやFTSEラッセルと定期的な情報交換を行い、これらの組織に対する実際の情報を更新するとともに、これらの組織からの要望を受け取っている。

ベトナムが上記の障害を解決できれば、格上げの見通しは遠くないだろう。しかしながら、ベトナム株式市場がステップアップされる見通しや時期は、各機関によって異なる。

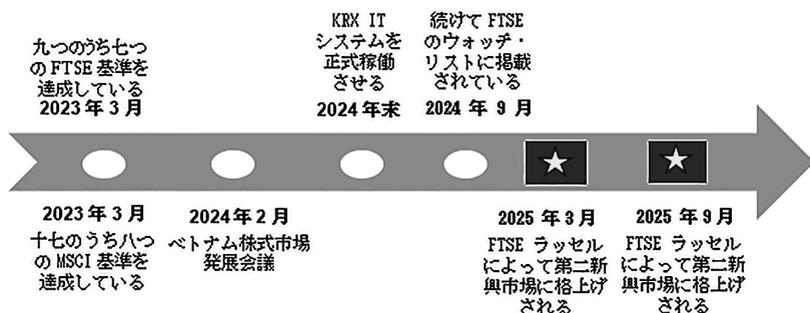
まず、ベトナムが二〇二五年にFTSEラッセル

ルによって第二新興市場に格上げされるとい見通しが最も明るいのではないか。ベトナムは二〇一八年以降、継続的にウォッチ・リストに掲載されている。ベトナム政府は、アップグレードのネックを解決するために努力し、議論し、学んできた。また、FTSEもこれまでのベトナム政府の取り組みを評価している。二〇二三年までに、ベトナムは九つ中七つのFTSE基準も達成している。ベトナムの状況に関する次回の更新は、二〇二四年九月末に行われるFTSEエクイティ・カントリ・クラシフィケーションの株式市場の年次レビューの一環として行われる(図表1)。

ベトナムは九月にもウォッチ・リスト入りする可能性がある。二〇二四年にベトナムが計画通りpre-fundingとFOLの問題を解決できれば、二〇二五年の三月か九月にベトナム株式市場は正式に第二新興市場に格上げされる可能性も高くなる

ベトナム株式市場のステップアップ：鯉は龍になれるのか？

図表1 ベトナム株式市場のアップグレードの予測タイムライン



だろう。

第二に、FTSEラッセルと異なり、MSCIが二〇二五年にベトナム市場をステップアップする見込みは低く、せいぜいベトナムをウォッチ・リスト二〇二五に掲載する程度ではないか。MSCIの格付け基準はFTSEラッセルより厳しい。MSCIの基準については、ベトナムは現在十七のうち八つの基準しか満たしていないのである。またステップアップは、投資家に対する調査結果にも左右される。MSCIのランキングは、投資家の評価やベトナムの株式市場に対する満足度に基づいているため、非常に定性的である。

この問題に対処するため、財務省は最近、米国、日本、韓国などの潜在的な投資家がいる国で金融投資促進会議を開催した。これらの会議に参加した多くの企業や投資家は、外国人投資家に対するベトナムの税制優遇措置や、株式市場の地位

をフロンティアからステップアップする試みに関心を示している。

第三に、二〇二五年のFTSEラッセルからの格上げは有望ではあるが、投資ブームは大きないかもしれない。世界銀行はベトナムに対し、新規投資の大半はMSCIによるステップアップ後にしか行われないことと、ベトナム市場がFTSEラッセルとMSCIの両方で見直される必要を指摘している。

四、まとめ

ベトナム政府の株式市場のステップアップ達成に向けた強い決意と、近年のFTSEラッセルのポジティブな評価により、遅くとも二〇二五年にはベトナム株式市場が第二新興市場にステップアップされるという見通しは、もはや遠い話では

なくなっている。市場のステップアップがもたらすメリットは非常に明確で魅力的だが、コインの表と裏のように、新たなリスクももたらす。

懸念されるリスクの一つは、外国人投資家が市場から資金を引き揚げる際に、ベトナム株式市場が急落するリスクである。海外投資家による資本の引き上げは、多くの場合、市場内部の原因ではなく、国際市場の変動による。過去に多くの国でこのようなことが起きており、ベトナムでも二〇二三年二月中旬から外国人投資家の売却が起こり、二〇二三年第一四半期末から株式市場は急落した。

二つ目のリスクは、フロンティアまたフロンティア以下の分類にステップダウンされる可能性である。MSCIやFTSEラッセルでは、アルゼンチン、アイスランド、ヨルダン、ナイジェリア、パキスタン、ロシア、トルコ、ベネズエラな

ど、多くの国がマクロ経済上の理由で格下げされている。

ベトナムは長期的にマクロ経済の安定を維持する必要があることは言うまでも無い。また、国際的な慣行に従って健全で効率的な証券市場を発展させる努力も継続すべきである。政府機関は、金融システムと株式市場の安全性と安定性を守るため、管理と監督を改善する必要がある。

(注)

(1) 新興市場とは、金融インフラがまだ成熟していないものの、成長の可能性が高い市場である。一般に、これらの国々は経済の自由化が発展しており、次期の先進国とみなされている。フロンティア市場とは、新興市場よりも時価増額や流動性や市場アクセスで劣る市場である。

MSCI市場分類フレームワークは、経済発展、規模と流動性、市場アクセスという三つの基準で市場を評価する。二番目と三番目は、フロンティア市場と新興市場の分類決定のために使用される。流動性は先進国市場から新興市

場、そしてフロンティア市場へと移行するスベクトルであると仮定している。国が先進的であればあるほど、市場の流動性は高くなる。また、その逆も同様である。さらに、新興市場よりもフロンティア市場に投資することで、投資家の株式リスクは高くなる。最新のMSCI市場分類フレームワークは、以下のリンクから参照可能：<https://www.msci.com/documents/1296102/e7613c4f-f16c-b039-f69a-f0dafe6d579f>

(2) 新興市場への格上げによりベトナムが二〇三〇年までに二五〇億ドルの国際投資資金を獲得できるものと、世界銀行は予測する。
<https://vneconomy.vn/world-bank-vietnams-stock-market-could-attract-additional-25bn-after-status-upgrade.htm>

(3) 二〇二〇年一月三十一日付の財務省Circular 120/2020/TT-BTCでは、投資家は口座に十分な資金がある場合にのみ買い注文を出すことができると規定している。預託銀行に口座を開設した投資家は、預託銀行が投資家の取引に対する支払いを保証または確認する場合、口座に十分な資金がなくても買い注文を出すことができる。しかし、ベトナム国家銀行(SBV)の現在規制では、預金銀行が外国人投資家に証券投資の信用を与えることはできない。したがって、外国人投資家は株の購入注文を出す前に資金の

一〇〇%をベトナムに送金しなければならない。

(グエン・テイ・フォン・タン・当研究所研究員)