

2012年9月3日 全16頁

# ベトナムの証券市場の概況と課題

法律の実効性を高めることが今後の発展のカギとなる

経済調査部  
新田 堯之

## [要約]

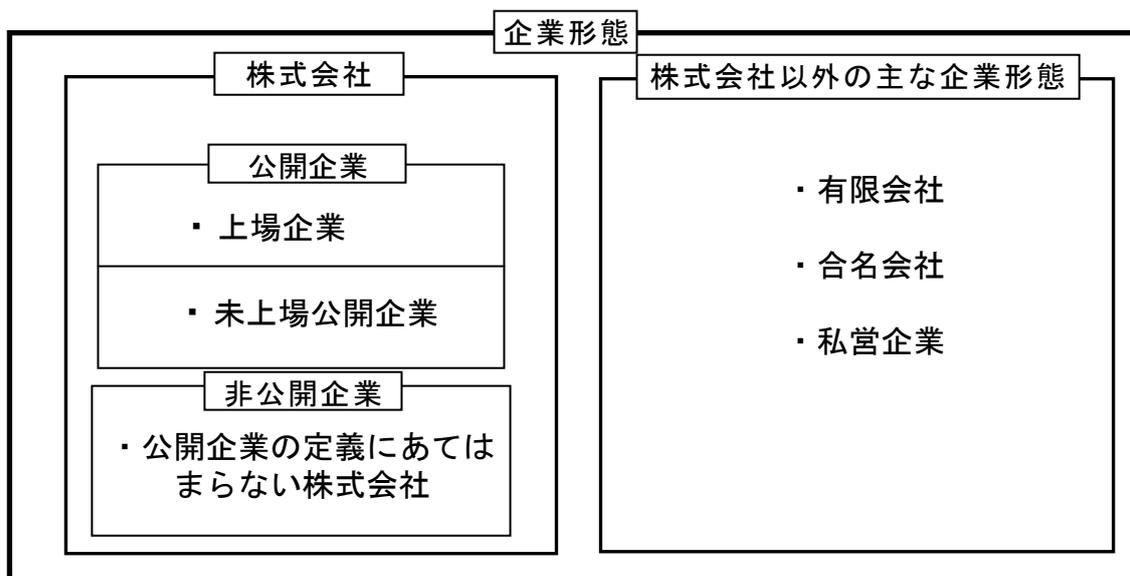
- ベトナムの証券市場は上場市場とそれ以外の市場に分けることができる。このうち上場市場は大企業の株式を中心に扱うホーチミン証券取引所と、主に中小企業の株式や国債、社債などの債券の取引が行われるハノイ証券取引所から構成されている。また、上場市場以外の市場としては、未上場株式を相対取引することができるUPCoM市場(Unlisted Public Companies Market)や店頭市場が存在し、上場市場を補完する役割を果たしている。また制度については、2012年6月から上場企業や公開企業に対する情報開示義務が強化され、9月からは上場基準の厳格化が予定されるなど、整備が進んでいる。
- ベトナムの証券市場は今後も政府主導による活性化策が進むことで、順調な発展が期待される。第1の理由は国有企業の株式会社化と証券取引所への上場が政府によって促進されることによって、上場企業の増加と証券市場の流動性向上が見込まれることである。第2の理由は、2012年3月に承認された「ベトナム証券市場開発戦略 2011年～2020年」により、ベトナムの証券市場の発展が促されると期待できることである。
- ベトナム政府は証券市場の問題点を把握しており、証券市場の発展に向けた戦略を定め、それを実行するための法律を次々と整備している点は評価することができる。しかし、法律で定められた情報開示義務に多数の企業が違反し続けるなど、法律の運用面では課題は残る。この点がベトナムの証券市場の発展を阻害するリスク要因である。今後、ベトナム政府は現実に即した証券市場の改革を進めるなかで、法律に違反した企業に厳格に対処するなど、法律の運用・執行などの制度運営に一層力を入れる必要がある。

## ベトナムにおける株式会社の位置付け

証券市場に関する説明の前に、まず株式会社がベトナムの企業形態のなかでどのような位置付けであるかについて述べる。

ベトナムの企業形態としては株式会社のほかに有限会社、合名会社、私営企業などの企業形態が存在する（図表 1）。また、株式会社の中でも一定条件を満たした企業は公開企業と定義され、年次財務報告書などの公開を義務付けられる。公開企業の条件としては、①株式の公募を行った企業、②ホーチミン証券取引所またはハノイ証券取引所に株式を上場した企業、③株式がプロの投資家を除く 100 人以上の投資家に保有され、かつ 100 億ドン（1 円＝約 265 ドン）以上の資本金を持つ企業のいずれか、である。この公開企業の範囲はベトナム独自のものであるが、日本で例えると、金融商品取引法における有価証券報告書などの情報開示義務を負う会社の範囲（上場会社、店頭売買有価証券発行会社、募集・売出しにつき内閣総理大臣に届け出を要した有価証券の発行会社、資本金が 5 億円以上で、かつ最近 5 事業年度のいずれかの末日において株主名簿上の株主数が 1,000 人以上の会社等）に近い。

図表 1 ベトナムにおける主な企業形態



（出所）各種資料より大和総研作成

## 証券市場の構造

ベトナムの証券市場は図表 2 の通り、上場市場とそれ以外の市場の 2 つに分けることができる。

まず上場市場は大企業の株式を中心に扱うホーチミン証券取引所と、主に中小企業の株式や国債、社債などの債券の取引が行われるハノイ証券取引所から構成されている。財務省の下部組織である SSC（証券監督委員会）が監督機関である。取引所の会員は 2012 年 8 月末時点で 102 社となっている。会員になるための審査基準は、①SSC から証券事業免許の認可を受けていること、②取引所のシステムと接続して注文の取り次ぎを問題なく行えるシステムを整備していること、である。

### ホーチミン証券取引所

ホーチミン証券取引センター（現在のホーチミン証券取引所）は 2000 年 7 月に、リー冷蔵電気工業とサコム通信ケーブルの 2 銘柄の取引から開始した。その後、2006 年末で上場企業に対する法人税優遇が終了すると発表によって駆け込み上場が急増した結果、図表 3 に見られるように上場銘柄数は 2005 年末の 32 銘柄から 2006 年末には 100 銘柄と急増した。その後も順調に数を伸ばし、2012 年 8 月末時点では、株式 304 銘柄、ファンド 6 銘柄、債券 42 銘柄が上場している。株式時価総額は図表 4 のように、2005 年末では 10 兆ドンにも満たない状況であったが、上場企業数の増加に伴い 2007 年末には約 370 兆ドンまで増加。2008 年には時価総額が大きく減少したことによって、VN 指数が暴落したものの、その後は持ち直し、2012 年 8 月末時点では約 645 兆ドン（約 2 兆 4,300 億円）となっている。

業種別では図表 5 で示されるように、食品業や銀行業のシェアが高く、企業別ではペトロベトナムグループのガス事業を担うペトロベトナムガスが最大の時価総額を有し、マッサングループ、ビナミルクがこれに続く（図表 6）。また、時価総額上位 10 社の全体に占める割合は 66.2% となり、大企業の市場集中度が高い。なお、2011 年の売買高は約 160 兆ドン（約 6,400 億円）であった。代表的な指数には、ホーチミン証券取引所に上場している全銘柄から構成される VN 指数と、2012 年 2 月からは VN 指数を代表する上場 30 企業で構成する VN30 指数がある。

### ハノイ証券取引所

ハノイ証券取引センター（現在のハノイ証券取引所）は、2005 年 7 月に株式 6 銘柄、債券 4 銘柄の取引から始まった。その後、2008 年 1 月に債券市場をハノイ証券取引センターに一本化する提案が財務省に承認されたことから、同年 6 月から償還期限が 6 ヶ月以上の国債 275 銘柄がホーチミン証券取引所からハノイ証券取引センターに移管された。2012 年 8 月末時点で、株式 396 銘柄、債券 510 銘柄が上場しており、株式、債券共にホーチミン証券取引所を上回る銘柄数が上場している。一方、株式の時価総額は約 90 兆ドン（約 3,400 億円）とホーチミン証券取引所の 15%にすぎない。

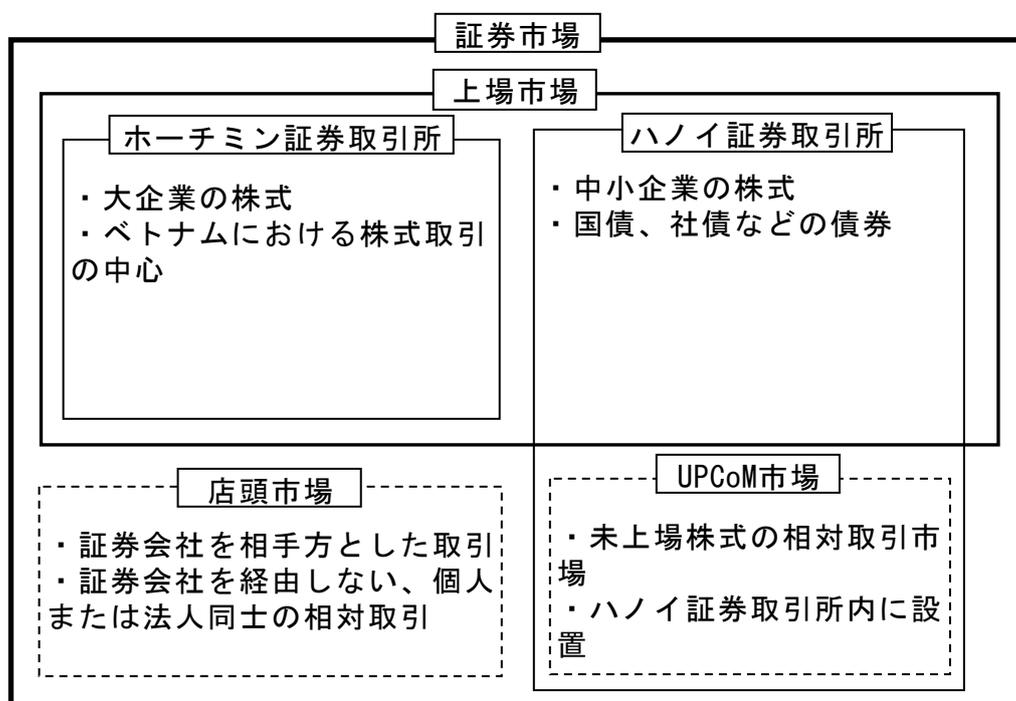
業種別では図表 5 で示されるように、銀行業や建設業のシェアが高く、企業別ではアジア商

業銀行が最大の時価総額となっており、そのほかの時価総額上位の企業としてはクイニョン鉱産、ペトロベトナムテクニカルサービスが挙げられる（図表 6）。また、時価総額上位 10 社の全体に占める割合は 56.7%となり、ホーチミン証券取引所と同様に、大企業の市場集中度が高い。株式指数としては、ハノイ証券取引所に上場している全銘柄から構成される HNX 指数に加え、2012 年 7 月からは HNX 指数を代表する 30 企業で構成する HNX30 指数がある。

一方、上場市場以外の市場としてまず挙げられるのは 2009 年にハノイ証券取引所の内部に設置された UPCoM 市場（Unlisted Public Companies Market）である。この市場では未上場株式を相対取引することができ、登録企業の時価総額は 2012 年 8 月末時点で約 27 兆ドン（約 1,000 億円）とハノイ証券取引所の上場企業の時価総額よりも一段と規模が小さい。UPCoM 市場の登録企業数は開設当時、10 社にすぎなかったが 2012 年 8 月末には 132 社まで増加した。

さらにベトナムには UPCoM 市場に株式を登録していない株式会社も多い。このような企業の株式については、店頭市場（ベトナムの証券法では証券会社が未上場株式の取引を禁止する規定はない）を通じて、証券会社を相手方とした取引や証券会社が買い手と売り手を仲介することが行われている。

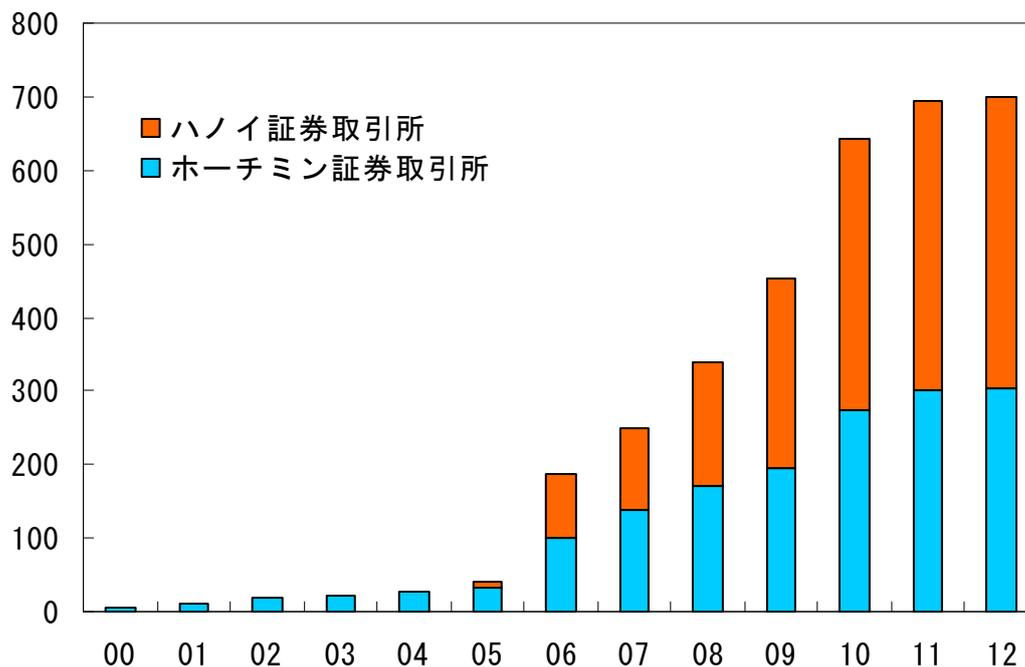
図表 2 ベトナムの証券市場（株・債券）の構造



（注）UPCoM（Unlisted Public Company Market）市場とは未上場株式を取引することができる市場

（出所）各種資料より大和総研作成

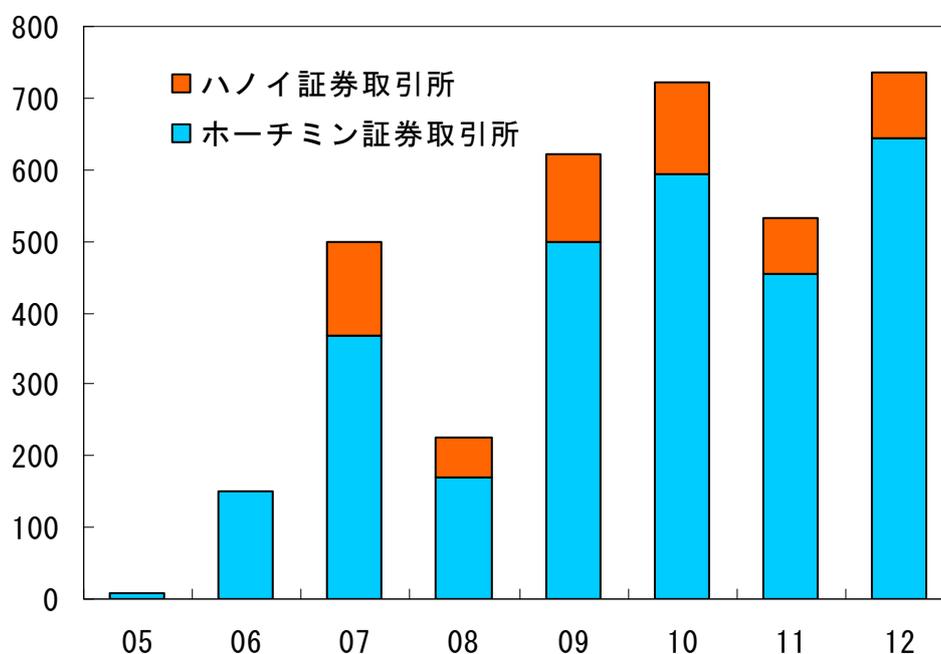
図表3 各証券取引所における株式の上場銘柄数の推移（単位：銘柄）



（注）2012年の数値は8月末時点

（出所）ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引所より大和総研作成

図表4 各証券取引所における上場株式の時価総額の推移（単位：兆ドン）

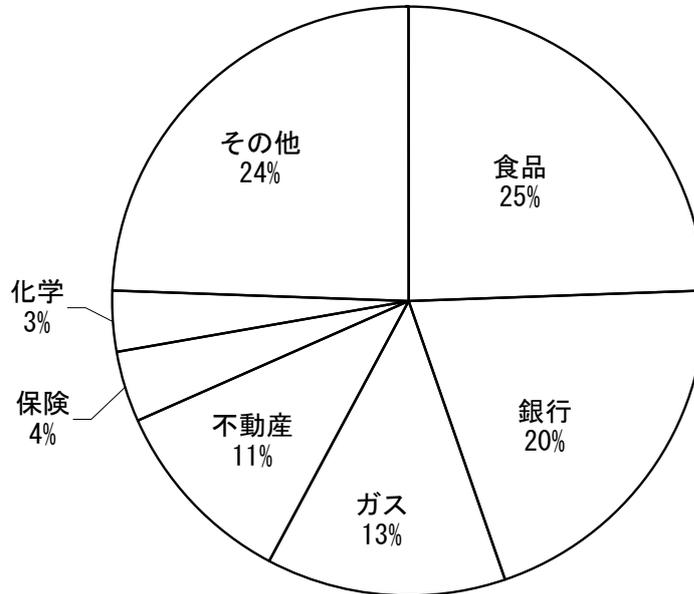


（注）2012年の数値は8月末時点

（出所）ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引所より大和総研作成

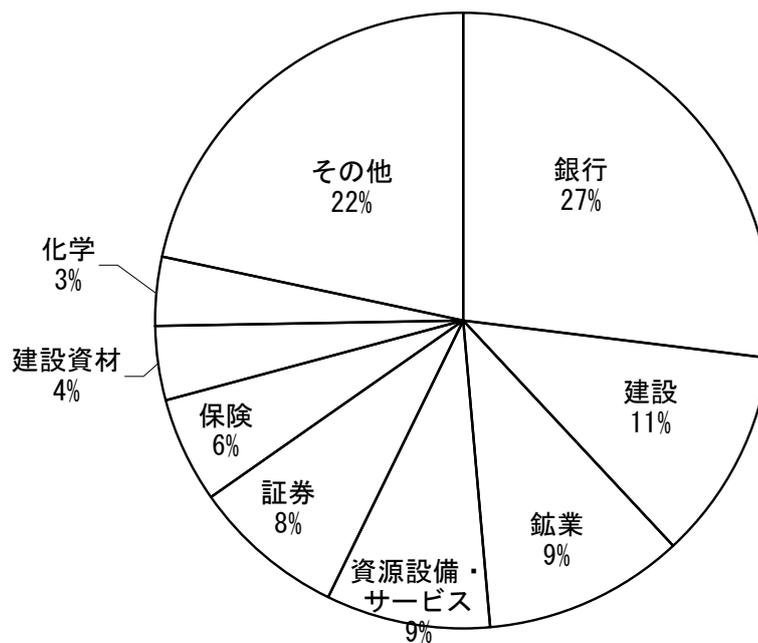
図表5 各証券取引所における業種別時価総額のシェア

## ホーチミン証券取引所における業種別時価総額のシェア



(注) データは2012年8月末時点  
 (出所) ブルームバーグより大和総研作成

## ハノイ証券取引所における業種別時価総額のシェア



(注) データは2012年8月末時点  
 (出所) ブルームバーグより大和総研作成

図表 6 各証券取引所における時価総額上位 10 社

## ホーチミン証券取引所 時価総額上位10社

	企業名	業種	時価総額(10億ドン)	時価総額(億円)	シェア(%)
1	ペトロベトナムガス	ガス	77,316.0	2,917.6	12.8
2	マッサングループ	製造	65,978.9	2,489.8	10.9
3	ビナミルク	食品・飲料	58,392.1	2,203.5	9.7
4	ベトナム外商銀行	金融	57,471.9	2,168.8	9.5
5	ビンググループ	不動産	49,382.6	1,863.5	8.2
6	サコムバンク	金融	21,479.4	810.5	3.6
7	パオ・ベト・ホールディングス	保険	20,754.4	783.2	3.4
8	エクシムバンク	金融	19,891.9	750.6	3.3
9	ペトロベトナム化学肥料	化学	15,200.0	573.6	2.5
10	ホアン・アイン・ザライ	不動産	14,347.8	541.4	2.4
	上位10社合計		400,214.9	15,102.4	66.2

## ハノイ証券取引所 時価総額上位10社

	企業名	業種	時価総額(10億ドン)	時価総額(億円)	シェア(%)
1	アジア商業銀行	金融	18,484.7	697.5	20.6
2	クイニョン鉱産	鉱業	8,800.0	332.1	9.8
3	ペトロベトナムテクニカルサービス	石油サービス	4,556.4	171.9	5.1
4	ビナコネックス	建築	3,710.4	140.0	4.1
5	サイゴンハノイ商業株式銀行	金融	3,371.1	127.2	3.8
6	PVIホールディングス	金融・保険	3,300.7	124.6	3.7
7	ペトロベトナム建設	建設	2,640.0	99.6	2.9
8	ナムベト商業株式銀行	金融	2,408.2	90.9	2.7
9	ラムタオ化学肥料	化学	1,835.5	69.3	2.0
10	キムロン証券	金融	1,802.3	68.0	2.0
	上位10社合計		50,909.1	1,921.1	56.7

(注)データは2012年8月末時点  
(出所)ブルームバーグより大和総研作成

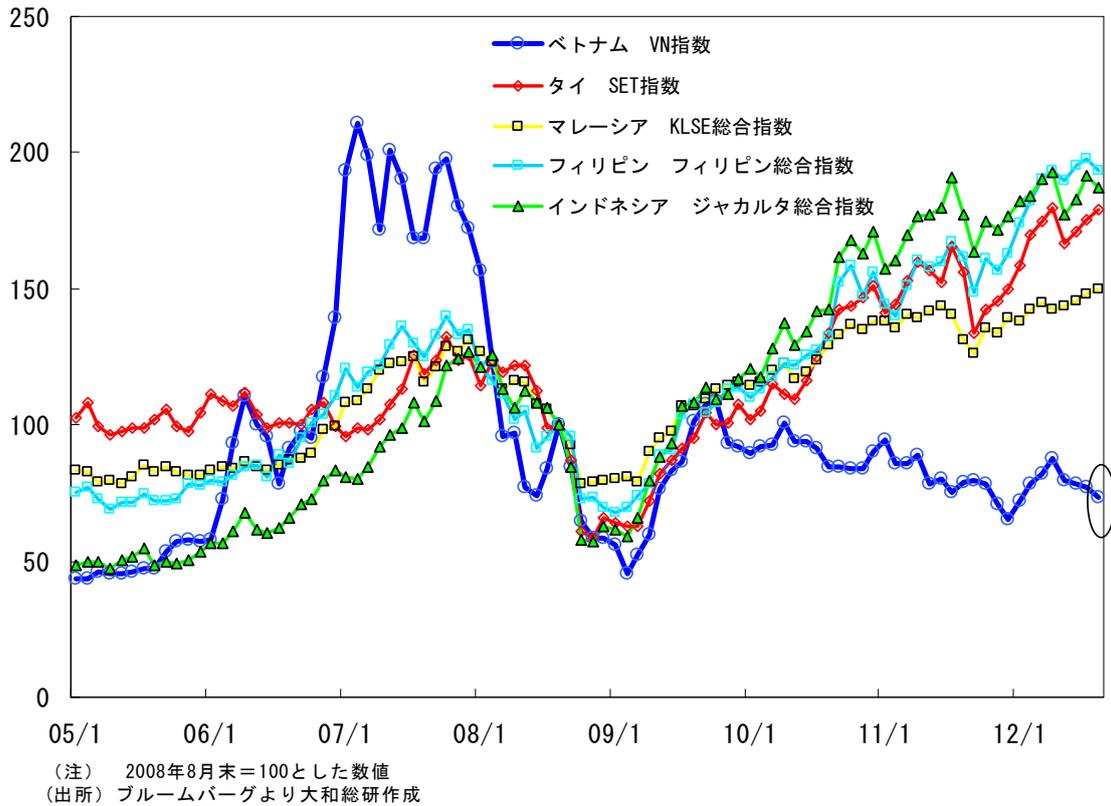
## 株式流通市場

まず、ベトナムを代表する株価指数である VN 指数の過去数年の動向を振り返る。

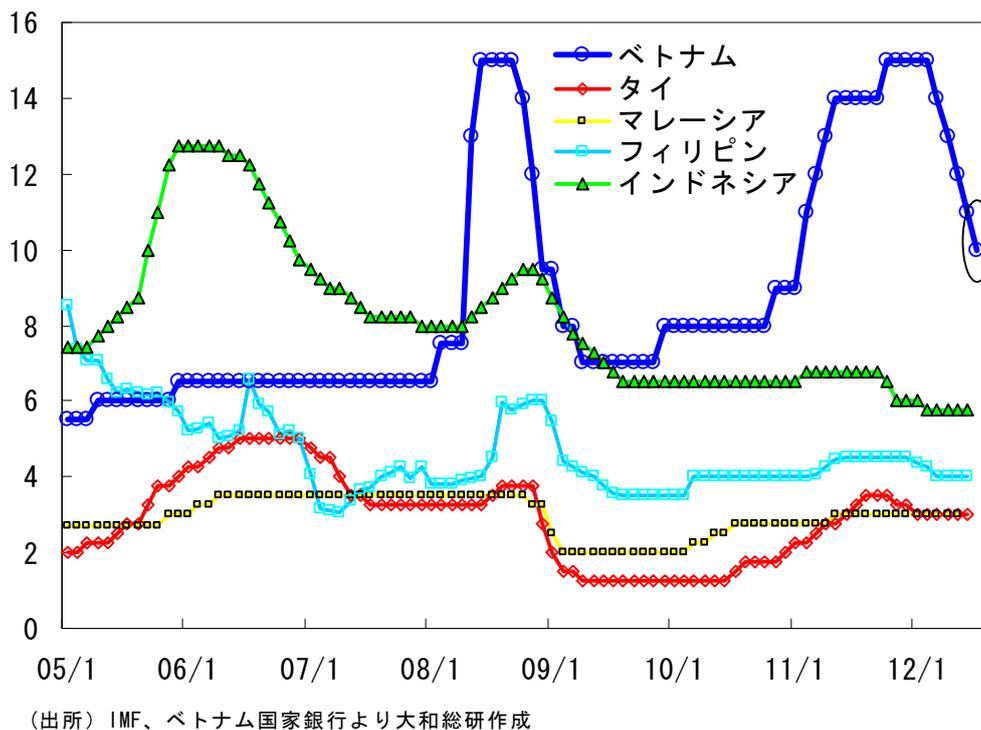
VN 指数は、2006 年後半から 2008 年にかけて急騰していた。この時期、ベトナムが 2007 年 1 月から WTO に加入することを契機にして、海外投資家を中心に多額の投資が行われた。その結果、株価は実体とかけ離れるほどに上昇してしまった。IMF によれば、2007 年 1 月までホーチミン証券取引所の時価総額上位 20 社（時価総額の 99%を占める）の平均 PER は 73.3 倍に達するほど株式市場は過熱した。

2008 年に入るとインフレを抑制するための金融引き締め、貿易赤字に対する懸念、ドン安などから多数の投資家が売り越しに転じ、VN 指数は暴落した。2008 年 9 月 15 日に発生したリーマン・ショック以降も、世界的な金融危機のなかで VN 指数は一層低迷した。図表 7 に 2005 年以降のベトナムと ASEAN 主要国（タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア）の株式指数を示した。この図表からは、リーマン・ショック以降、ASEAN 主要国の株式指数が回復するなか、VN 指数は伸び悩んでいることが読み取れる。この理由として、2009 年の年末から 2012 年の年初に至るまでベトナムでは、CPI（消費者物価指数）の上昇を抑える目的で政策金利が引き上げられたことが考えられる。ベトナムの政策金利は、2009 年 7 月以降 ASEAN 主要国と比較して高い状況が続いている（図表 8）。

図表7 ベトナムとASEAN 主要国の株式指数の推移



図表8 ベトナムとASEAN 主要国の政策金利の推移 (単位: %)



次に、流通市場の制度としてはベトナムでは取引所集中義務が課されているため、上場株のすべての取引はホーチミンまたはハノイ証券取引所を通じて行わなければならない。また同一銘柄の当日売買・信用取引は禁止されていたが、2011年8月1日からは解禁（空売りは禁止）された。一方で、オプション取引などのデリバティブ市場は依然存在していない。

取引価格の決定方法は証券取引所で異なっており、ホーチミン証券取引所では始値と終値を付ける場合に板寄せ方式が取られ、それ以外ではザラ場方式で取引される。一方、ハノイ証券取引所（UPCoM市場を含む）は板寄せ方式は存在せず、ザラ場方式で取引される。ちなみにベトナムにおける板寄せ方式とザラ場方式の意味は日本のものと同様である。具体的には、板寄せ方式は売り注文と買い注文の一定の数量が一定の価格で合致する場合に、条件に合う注文を同時に同価格で成立させる方式、またザラ場方式は価格優先の原則、時間優先の原則で継続的・個別的に約定する方式である。一方、ホーチミン証券取引所・ハノイ証券取引所を問わず会員間の直接交渉による相対取引も流動性の低い銘柄などを中心に利用されている。

呼び値について、ホーチミン証券取引所では、株価が49,900ドン以下の場合100ドン刻み、株価が50,000ドン～99,500ドンの場合は500ドン刻み、株価が100,000ドン以上の場合では1,000ドン刻みであるが、ハノイ証券取引所では株価に関係なく100ドン刻みとなっている。また、値幅制限はホーチミン証券取引所で前日比±5%、ハノイ証券取引所では±7%となっている。取引単位はホーチミン証券取引所では10株単位、ハノイ証券取引所では100株単位となっている。相対取引の場合は何株でも取引できる。

決済は約定から3営業日後の15時30分に行われていたが、2012年9月4日からは約定から3営業日後の9時に短縮されることが決定されている。また決済はすべて証券預託機関を通じて行われる。具体的には、取引所における取引期間の終了後に、取引データがベトナム証券預託機構にオンラインで送信され、その後各証券会社の口座間で証券の引き渡しと資金の決済を同時に行うDVP決済（Delivery Versus Payment）が行われる。

ベトナム財務省の発表によると、2011年6月末時点の証券口座数は、ベトナム人の個人口座数は1,103,184口座、法人口座数が4,490口座であった。また、同時点の外国人口座数はベトナム証券預託機構によれば、個人は13,845口座、法人は1,724口座であった。なお、外国人持ち株比率の上限は49%（但し銀行は30%）となっている。ベトナムでは外国人投資家の人数は少ないものの、市場での存在感は大きく、2011年のホーチミン証券取引所における売買高の36.3%は外国人投資家によるものである。また、ベトナムでは投資家が複数の証券口座を保有することを禁止していたが、証券市場の活性化を目的として2011年8月からはベトナム人、外国人を問わず複数口座の保有が可能となったのである。

## 株式発行市場

株式を売り出す手段としては公募と私募の2つが存在する。

公募を行う場合、一般的に証券取引所もしくは金融機関を通じたオークション形式で行われる。公募の条件は、①資本金が100億ドン以上であること、②過去1年間の営業利益が黒字かつ累積損失を一掃していること、③株主総会で売り出しの計画や得られた資金の使途が承認されること、などである。

また、公募の際にはSSC（証券監督委員会）に株式を登録しなければならないが、登録の際には企業の事業内容や財務状態などが記された目論見書などの資料をSSCに提出し、SSCは30日以内に登録の可否を判断することとなっている。

オークション方法については、まず引受け金融機関がブックビルディング方式（仮条件を投資家に提示して、その条件に対する投資家のニーズを調べた後に新株の価格決定を行う方法）を用いて参考価格を決定。その後、参考価格に基づいて入札が行われ、入札価格が高い順に落札される。ここで、投資家は入札に参加する際に入札額の10%を保証金として差し入れ、落札に成功した場合は各々が提示した入札額に応じた全額を支払い、その分の株式を受け取ることとなっている。

一方、私募で株式を発行する場合、株主総会または役員会で売り出し計画や得られた資金の使途が承認されることに加え、募集完了から1年間の転売規制や次の募集まで6カ月のインターバルを設けることが義務付けられている。

上場基準としては、資本金や株主数などの基準が設けられている（図表9）。例として、ホーチミン証券取引所では資本金800億ドン（ハノイ証券取引所は100億ドン）、株主数については議決権のある株式の20%以上が100名以上の投資家に保有されていること（ハノイ証券取引所は議決権のある株式が100名以上の投資家に保有されること）等が挙げられている。なお、上場基準は2012年7月20日に証券法（Law on Securities）の施行細則が公布され、2012年9月15日から一部変更される予定となっている。具体的には、ホーチミン証券取引所は、上場する企業の最低資本額が1,200億ドン（ハノイ証券取引所は300億ドン）となり、また利益基準の中に直前年度のROEが5%以上（ハノイ証券取引所も同様）であることも要求されるなど、従来と比較して一層厳しい基準となっている。

図表 9 各証券取引所における株式の主な上場基準

## ホーチミン証券取引所

1. 資本金が800億ドン以上であること
2. 税引き後利益が過去2年間黒字で、上場時までには累積損失を一掃すること
3. 延滞している負債がないこと。取締役、監査役などの関係者の企業に対して負っている債務がすべて公表されていること
4. 議決権のある株式の少なくとも20%が100名以上の投資家によって保有されていること
5. 取締役、監査役などの関係者は、上場後半年間については持ち株の100%、その後半年間については同50%を保有し続けると約束していること。但し、政府所有の代表として個人が保有している場合を除く

## ハノイ証券取引所

1. 資本金が100億ドン以上であること
2. 税引き後利益が過去1年間黒字であること
3. 1年以上延滞している負債がないこと。政府に対する金融負債がないこと
4. 議決権のある株式が100名以上の投資家によって保有されていること
5. 取締役、監査役などの関係者は、上場後半年間については持ち株の100%、その後半年間については同50%を保有し続けると約束していること。但し、政府所有の代表として個人が保有している場合を除く

(出所)証券法より大和総研作成

また、上場廃止基準は図表 10 の通りであり、主な上場廃止基準としては資本金が上場基準の額を下回る場合や、事業が一定期間以上休止する場合は挙げられる。上場廃止後は UPCoM 市場や店頭市場で取引することができる。上場基準と同じく、上場廃止基準も証券法の施行細則を受けて、新たな基準が追加される予定である。具体的には、①年次財務報告書の提出を 3 年連続で遅延した場合、②上場の際に提出した書類に重大な虚偽が認められた場合、③情報開示義務に関し重大な違反行為がある場合、および投資家の利益を保護するために証券取引所が上場を廃止すべきと判断した場合、となっている。

図表 10 各証券取引所における株式の主な上場廃止基準

## ホーチミン証券取引所

1.資本金が800億ドンを下回る場合
2.事業が1年間休止、または事業免許がとりあげられる場合
3.3年連続赤字、直近1年で債務超過の場合
4.議決権のある株式の少なくとも20%が100名以上の投資家によって保有されない場合
5.取引所で1年間売買がない場合

## ハノイ証券取引所

1.資本金が100億ドンを下回る場合
2.事業が1年間休止、または事業免許がとりあげられる場合
3.3年連続赤字、直近1年で債務超過の場合
4.議決権のある株式が100名以上の投資家によって保有されない場合
5.取引所で1年間売買がない場合

(出所)証券法より大和総研作成

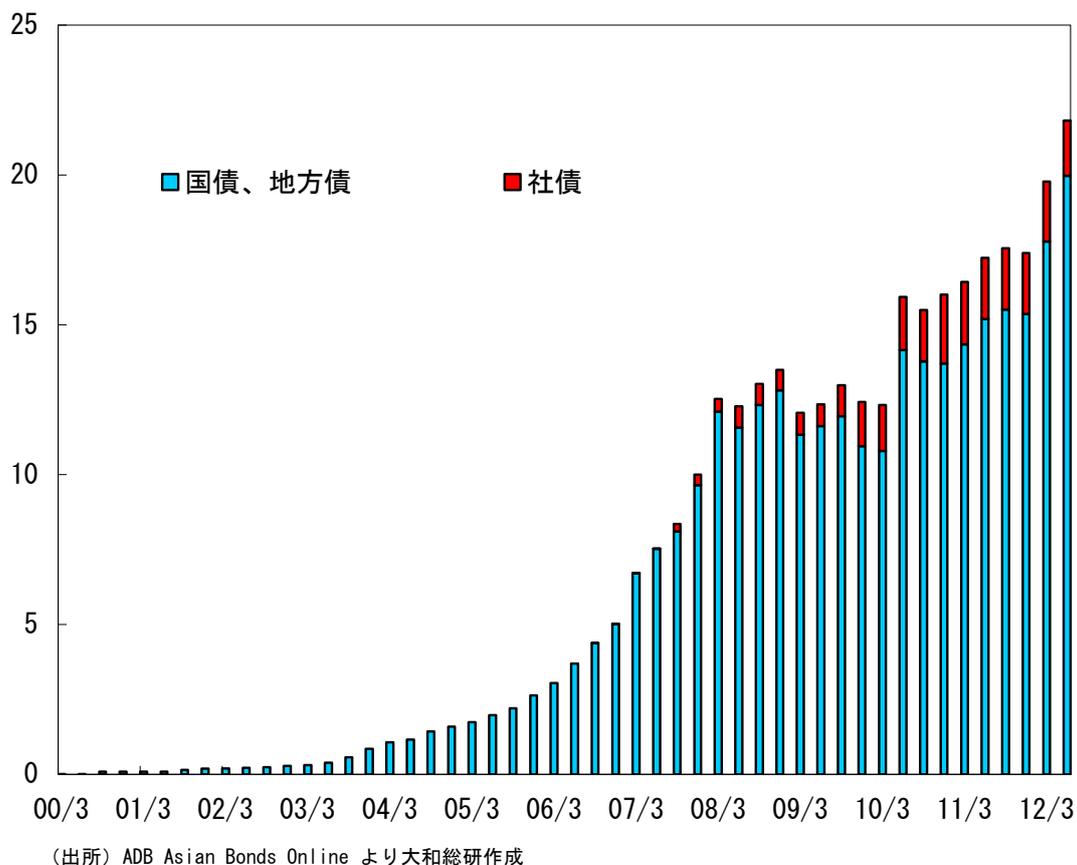
情報開示について、公開企業は年次財務報告書を、証券取引所や SSC などのウェブサイトを通じて開示することが義務付けられており、さらに自社のウェブサイト上に IR 情報のページを作成し、その URL を報告することが必要とされる。年次財務報告書に関しては当該年度が終了した 90 日以内までに完成し、監査終了後 10 日以内に報告することが必要とされる。ここで述べられている年次財務報告書には財務諸表、事業概要、キャッシュフロー計算書、決算書などの説明資料を含む。また上場企業と大型公開企業（資本金 1,200 億ドン以上、かつ 300 人以上の株主を持つ企業）について、半期財務報告書は期末から 45 日以内、四半期財務報告書については期末から 20 日以内に報告することが必要とされる。

また、適時開示が必要とされる場合として、公開企業に関しては①営業の一時停止を受けた場合、②自社株買いを発表した場合、③配当の支払いを決議した場合、④企業の合併または分割を決定した場合などが挙げられる。また上場企業と大型公開企業は上記に加えて、⑤資本金の 10%以上の損失が発生した場合、⑥資産を全体の 15%以上購入・売却する場合、などがある。

## 債券市場

ベトナム国内で発行された債券の発行残高は、ADB（アジア開発銀行）のデータによれば、2012 年 6 月時点で 218 億ドル（約 1 兆 7,400 億円）であり、対 GDP 比では 16.8%と極めて低い。内訳では 9 割近くが国債、地方政府債となっている。既述の通り、政府は債券取引をハノイ証券取引所に集約しようとしているため、新規の国債発行時はハノイ証券取引所でオークションを実施、および上場することになっている。上場債券数は 2012 年 8 月末時点でホーチミン証券取引所は 42 銘柄（国債 1 銘柄、地方債 36 銘柄、社債 5 銘柄）、ハノイ証券取引所では 510 銘柄（国債 495 銘柄、地方債 4 銘柄、社債 9 銘柄、その他 2 銘柄）となっている。

図表 11 債券発行残高の推移 (単位 : 10 億米ドル)



図表 12 各証券取引所における社債の主な上場基準

## ホーチミン証券取引所

- |                                      |
|--------------------------------------|
| 1.資本金が800億ドン以上であること                  |
| 2.税引き後利益が過去2年間黒字で、上場時までには累積損失を一掃すること |
| 3.1度の発行につき、最低50人の債券保有者がいること          |

## ハノイ証券取引所

- |                           |
|---------------------------|
| 1.資本金が100億ドン以上であること       |
| 2.1度に発行する部分の満期がすべて同一であること |

(出所)証券法より大和総研作成

取引については、上場債券の場合はザラ場方式や当事者間の交渉に基づいて行われ、値幅制限や呼び値、取引単位に関する制限は存在しない。

一方、私募債発行に関する規則は2006年5月に制定されたものの、発行の際に監督官庁などによる事前審査は必要なく、発行後15日以内に財務省へ報告することのみが義務付けられていた。これに対し、2011年10月に公布された社債発行に係る政令では、私募における普通債の発行条件として、事業内容や財務状態等を含む債券発行計画書を監督官庁が承認することが示されたなど、情報開示義務が強化された。

そして、債券の発行および流通において重要な役割を果たす信用格付機関はベトナム国内には存在しておらず、さらにS&Pやムーディーズなどの海外の格付機関もベトナムの企業が発行する社債に対してほとんど格付けを行っていない状況である。そのため、国内の信用格付機関が未発達であることは、今後の社債市場の発展において大きな制約要因になると思われる。

## ベトナム証券市場の見通し

ベトナムの証券市場は今後も政府主導による活性化策が進むことで、順調な発展が期待される。

第1の理由は国有企業の株式会社化と証券取引所への上場が政府によって促進され、上場企業の増加と証券市場の流動性向上が見込まれることである。

ベトナム政府は国有企業の生産性の向上と経営の近代化を目指し国有企業改革を行ってきた。特にWTO加盟を控えた時期からは、株式会社化した国有企業を証券市場に上場させることで、資金調達手段を多様化し、ガバナンスの改善が図られた。また、2006年7月に施行された統一企業法では国有企業を4年以内に有限会社または株式会社に移行することが義務付けられたことに加え、2007年から2010年の間に1,500社の国有企業のうち900社を株式会社化する計画が政府によって推進された。しかし、実際には2008年以降の株式市場の低迷や国内経済の減速などによって国有企業の株式会社化は進まず、結局多数の国有企業は国を所有者とする一人有限会社へ転換されることになった。

今後についても、経済状況等により紆余曲折は予想されるものの、ベトナム政府は引き続き国有企業の株式会社化、取引所への上場を積極的に推進するものと考えられる。2011年12月7日の報道によれば、ファム・ベト・ムオン政府官房副長官は、約1,300社存在していた国有企業に関して、全額出資の国有企業数を692社に削減。また2015年までに573社の国有企業の株式会社化を実現すると発言している。

第2の理由は、2012年3月に承認された「ベトナム証券市場開発戦略2011年～2020年」により、ベトナムの証券市場の発展が促されると期待できることである。

この戦略のなかでは、①証券市場の規模を拡大し流動性を向上するため、2020年までの株式市場の時価総額をGDP比で70%程度まで増加させ、また債券市場を経済発展に向けて資本を調達・配分する重要なチャンネルとする、②投資家層を多様化し、投資家に関する体系的な制度を発展させる。海外からの長期投資を促進し、同時に、国内個人投資家を育成する、③証券市場の効率性向上のために、IT等のインフラの現代化、取引方法および株式市場や証券預託機構の商品の多様化、他のASEAN諸国の株式取引所と証券預託機構との相互連結を行う、ことが示されている。

これらの目標を達成するための主な実施策として、①情報開示やコーポレートガバナンスに対して国際的な基準や慣習を適用する。また少数株主を保護するために②公開企業に対する情報開示制度を明確化する、③公開企業に対し、IAS（国際会計基準）、IFRS（国際財務報告基準）や会計監査基準を適用するガイドラインを徐々に整備する、④企業に対してコーポレートガバナンスやリスク管理に関わる国際的慣習を着実に適用することを指導し、またこうした制度、ガイドラインに違反した場合の制裁措置を策定する、ことが挙げられている。

公募に関する実施策としては、①従来の個別案件ごとに行っていた審査手順から、財務情報など重要情報の完全公開を前提にした審査方法に変更する、②証券を募集する際の行政監視を強化し、同時に、不正な取引には適切な制裁を科す、③転換社債やオプション付き債券などの金融商品を多様化する、ことが示されている。

さらに、債券市場に関しては、まず国債市場の一段の整備を進める方針である。それに関連し、①「公的債務の管理に関する法律」のガイドラインの整備、②長期債の発行をにらんだ債券発行制度の整備、③債券に関わる人材の育成、④保険会社や退職者年金などの機関投資家の育成、に取り組む方針である。

社債市場については、①発行登録制度の導入、②資産担保債券、支払保証債券、転換社債、オプション付き債券など債券の種類を多様化し、また資産を証券化する動きを徐々に進める、③信用格付機関を育成し、その中で主要な信用格付機関は、信用格付業界で信頼の置ける外国資本を参加させる、ことが示されている。

しかし、ベトナムの証券市場には留意すべき課題もある。その最たるものは、政府が法律で定めた情報開示義務を多数の企業が違反し続けることである。

具体的には、2012年5月25日時点で国家証券委員会に登録する未上場企業は986社であるが、

このうち情報開示の必要条件を満たしているのは 194 社にすぎず、さらにホーチミン証券取引所において情報開示義務に違反した株式銘柄数は 2011 年 6 月から 2012 年 8 月末までに 42 銘柄に達していることが挙げられる。

ベトナムの企業が情報開示義務を含めた法律を遵守しない背景として、ベトナムにおける法律の実効力が低いことが挙げられる。これに関して、日本の法務省が 2011 年 3 月に発表した「ベトナム法制度調査研究報告書」では、ベトナムの知的財産法、企業法、競争法などの法律の適用や実務上の改善点等について、日系企業へのアンケートや現地弁護士へのヒアリングを行っている。この調査の結果のなかでは、「制定された法律が実態と整合的でないため、法律を遵守しようとする不都合又は困難が生じる」という意見や、「実体としてほとんど遵守されていないものの、規定自体としては存在するため、コンプライアンスの観点から問題を感じている」といった意見が寄せられた。この調査結果とベトナムの証券法は直接的に関係を持たないものの、一般的にベトナムでは実態に即さない法律が制定され、さらに企業のコンプライアンス意識も低い状況が窺われる。

企業が情報開示義務を遵守していない状況を受け、ベトナム政府は矢継ぎ早に新たな法律を制定している。2011 年 10 月に公布された社債発行に係る政令によって、私募債発行の際に、事業内容や財務状態等を含む債券発行計画書を監督官庁が承認することなどが示された。さらに 2012 年 6 月からは新たな情報開示制度が導入され、資本金が 1,200 億ドン以上かつ株主が 300 人以上の大型公開企業に対して上場企業と同一の情報開示を義務付けた。報道によれば、この法律の対象となる大型公開企業は 194 社になる見込みである。さらにこの新たな情報開示制度では、情報開示義務違反に対する罰金額を 5 億ドンから 4 倍の 20 億ドンに増額したことで法律を順守するインセンティブを高めている。

以上のようにベトナム政府は証券市場の問題点を把握しており、証券市場の発展に向けた戦略やそれを実行するための法律を次々と整備している点は評価することができる。しかし、法律で定められた情報開示義務に多数の企業が違反し続けるなど、法律の運用面では課題は残る。今後は、ベトナム政府は現実に即した証券市場の改革を進めるなかで、法律に違反した企業に厳格に対処するなど、法律の運用・執行などの制度運営に一層力を入れる必要がある。