

■連載 (全12回) ■

## アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観\*

No. **286**  
(2009年6月号)

第2回 シンガポール\*

No. **289**  
(2009年9月号)

第3回 インドネシア\*

No. **290**  
(2009年10月号)

第4回 マレーシア\*

No. **291**  
(2009年11月号)

第5回 タイ\*

No. **292**  
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、  
ベトナム\*

No. **293**  
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**  
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**  
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**  
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**  
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**  
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**  
(2011年5月号)

\*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

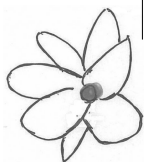
(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 資本市場研究会  
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

# アジア株式市場のいま

## —第6回 フィリピン、ベトナムの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**  
経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### ■ 1. フィリピンの株式市場

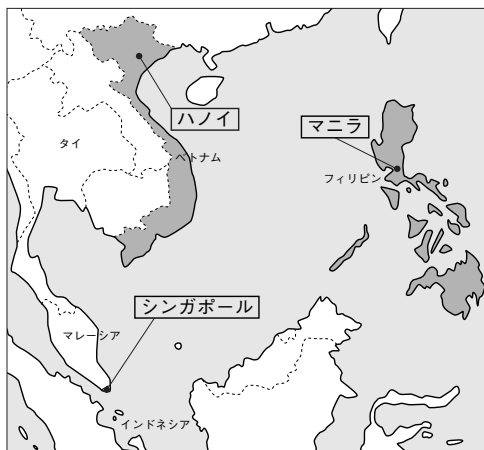
#### (1) 東南アジアでもっとも歴史の古いフィリピン株式市場

フィリピンの株式市場の歴史は古く、1927年にマニラ証券取引所（MSE：Manila Stock Exchange）が開設された。フィリピンは米国の植民地であったため、米国の制度がモデルとされた。一方、1963年にはスペイン系財閥と地元証券会社数社が共同で、同国2番目のマカティ証券取引所（MkSE：Makati Stock Exchange）を設立した。MSEは米国や華僑系ブローカーの影響が強かったことに対抗したものである。

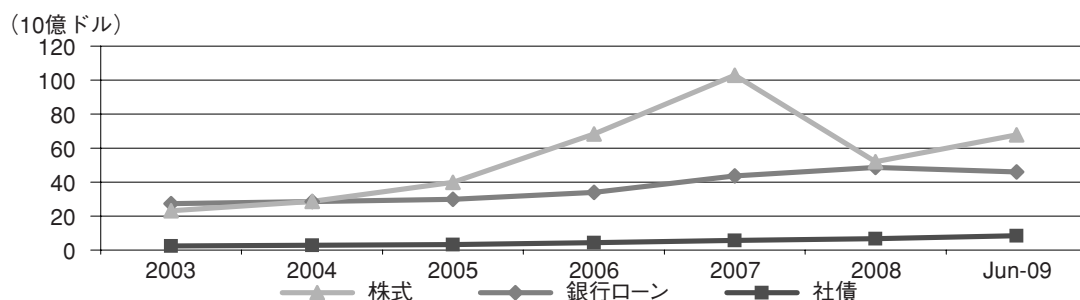
フィリピンでは戦後早い時期に工業化が始まったことで、フィリピン株式市場は1960年代後半までは東南アジアで最大の株式市場であった。しかし2つの証券取引所が存在することで、上場規定の相違など弊害が発生したため、1993年に両取引所は合併し、フィリピン証券取引所（PSE：Philippine Stock Exchange、以下「PSE」）が誕生した。

#### 〈目次〉

1. フィリピンの株式市場
2. ベトナムの株式市場



(図表1) フィリピンの銀行ローン残高、社債残高、株式時価総額の推移



注：銀行ローンは対金融機関向けローンを除く。社債は地場通貨建て債のみ。

(出所) フィリピン中央銀行、ADB、WFE

しかしその後、東南アジア他国に比べ、フィリピンは経済成長が遅れ、現在ではASEAN 5 各国（マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の中で、フィリピン株式市場は時価総額、上場企業数ともにもっとも規模の小さい株式市場となっている。

一方で、近年になると、英語や人的資源を背景に、IT産業、コールセンターやバックオフィスなどのBPO産業が急速に拡大しており、フィリピンは東南アジア諸国でも特異な地位を築きつつあり、分散投資の対象として、フィリピン株式市場への注目も高まってきた。

## (2) フィリピン株式市場の概要

フィリピン株式市場は2005年以降に、時価総額の急増を見せたが、世界金融危機の影響を受けて2008年には一転して急減した。その後は再び増加に向かっており、企業にとって銀行ローンを上回る最大の資金調達市場と

なっている（図表1）（注1）。

PSEは傘下に清算機関のSecurities Clearing Corporation of the Philippines（PSEの出資比率51%）、証券保管機関のPhilippine Central Depository, Inc.（同31.72%）、システム会社のPhilippine Dealing System Holding Corporation（同14.29%）などを擁するが、100%出資の子会社として取引・清算・決済まで一体的に運営する組織体制とはなっていない。

PSEでの上場、取引の概要は（図表2）のとおりである。株式の上場はファーストボード、セカンドボード、SMEボードに分類されるが、取引の態様は同一で、取引システムも共有されている。取引場所としてパジク市とマカティ市の2か所にトレーディングセンターがあるが、取引は午前のみである。取引注文は価格、トレーディングセンター、時間の順で優先され、価格形成はオークション方式で決定される。またスクリップレス取引で、決済はDVP方式でT+3で決済される。

(図表 2) フィリピン証券取引所の概要

	ファーストボード	セカンドボード	SMEボード
上場	3事業年度にわたり継続的に収益を計上。 時価総額 5 億ペソ以上かつ 5 事業年度以上営業。 あるいはネット有形資産 5 億ペソ以上かつ 5 事業年度以上営業。	1年以上の事業実績。 時価総額 2 億 5 千万ペソ以上。	成長性、収益性等の見込み。
上場商品	普通株、優先株、ワラント、フィリピン預託証券 (PDRs)、小型国通貨建て国債 (SDT-Bonds)		
取引時間	月曜日～金曜日 (除く祝祭日) 9:30～12:10		
取引場所	Pasig Cityトレーディングセンター、Makati Cityトレーディングセンター		
取引単位	株価毎に取引単位、最低変動幅が決められている。取引単位は10～100万株。		
取引手法	オークション方式。完全自動、スクリップレス取引。		
決済期間	DVP方式でT+3		
手数料		売り手	買い手
	ブローカレッジ手数料 (取引高の最大1.5%+VAT12%)	×	×
	清算手数料 (取引高×0.0001)	×	×
	トランスファー・フィー (100ペソ+VAT12%)	—	×
	取消手数料 (20ペソ+VAT12%)	×	—
株式取引税 (キャピタルゲイン税に代え取引価格の1%×0.5)	×	—	—

注：これまで「前日の終値あるいは直近の呼値（高い方）と比べて、1日の株価上昇率は50%以下、下落率は40%を下回らない」との値幅制限が設けられていたが、2009年8月に少なくとも1年間は制限を撤廃することが決定された。

(出所) PSE

上場商品は普通株、優先株、ワラント、預託証券、小型国通貨建て国債であり、先物取引やオプション取引といった派生商品は未だ存在しない。

### (3) フィリピン株式市場の特徴

フィリピン株式市場の特徴としては、同国の企業構造から波及した上場企業の偏り、これによる取引の集中化と価格形成への影響、外国人投資家の影響の大きさといった点が挙げられるが、それらは同時に問題点としても指摘できる。

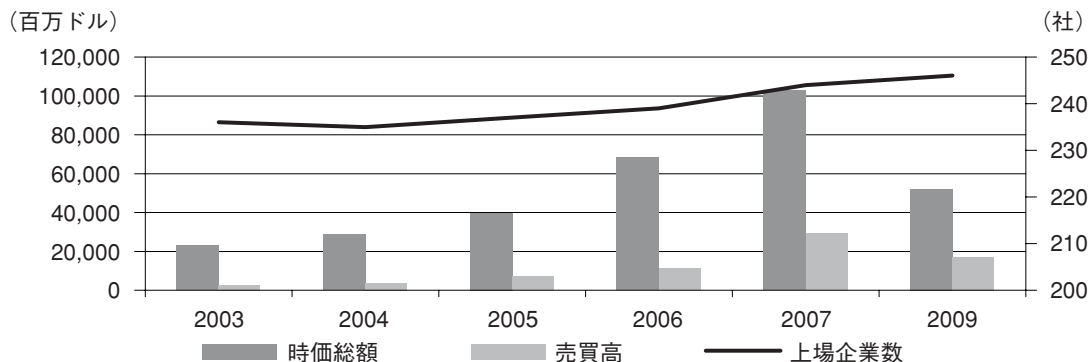
フィリピンでは大企業は企業グループを形成しており、グループ内の銀行からのファイナンスを受けられる構造にある。このため株式

の公開比率が低く、企業情報の開示が不十分であるなどの問題点が指摘されている。株式取引はキャピタルゲインを狙った短期的取引が多く、市場のボラティリティが高まるという構造にもある。

株式市場の動向を見ると、2003年から2008年の5年間で上場企業数の増加は10社にすぎない（図表3）。時価総額、売買高はASEAN他国市場と同様に増加しているが、市場の集中度を見ると、時価総額上位10社のシェアは55.2%、取引高上位10社のシェアは57.9%とASEAN5か国の中でもっとも集中度の高い市場となっている（図表4）。

また「フィリピン証券取引所指数(PSEi)」構成銘柄では、最大銘柄であるフィリピン電話会社

(図表 3) フィリピン証券取引所の時価総額、売買高、上場企業数の推移



(出所) WFE

(図表 4) ASEAN 5 各国の集中度  
(上位10社、2008年)

国名	時価総額	取引高
フィリピン	55.2%	57.9%
インドネシア	51.3%	53.9%
タイ	49.3%	49.6%
マレーシア	36.6%	41.6%
シンガポール	43.7%	46.7%

(出所) WFE

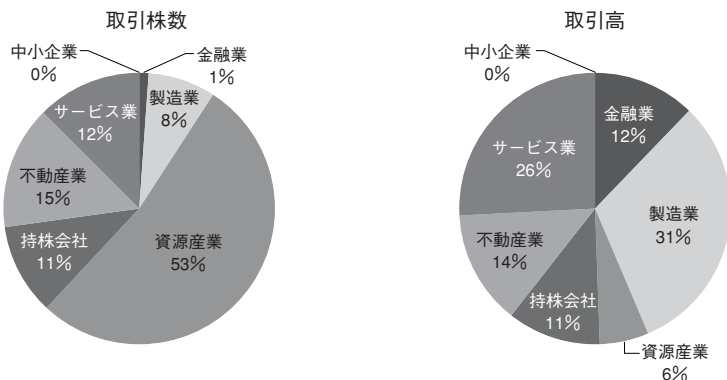
(図表 5) フィリピン証券取引所指数 (PSEi)  
構成銘柄のウェイト

銘柄名	ウェイト (%)
PLDT (フィリピン電話会社)	22.78
アヤラ・ランド	7.16
フィリピン・アイランズ銀行	7.02
マニラ電力	6.92
アヤラ	5.63
上位 5 銘柄	49.51

注: 2009年11月18日時点

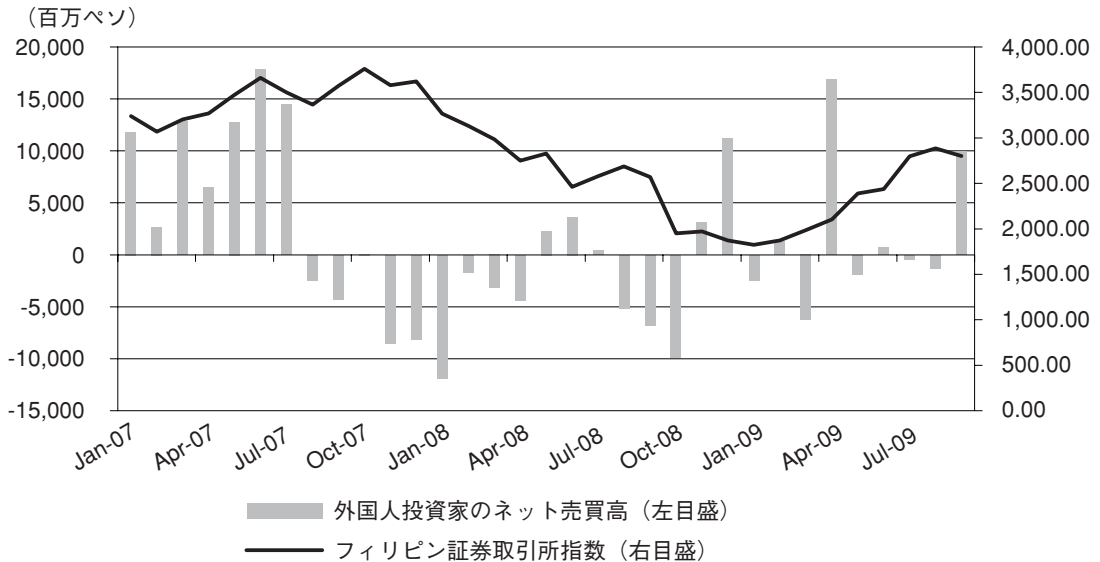
(出所) Bloomberg

(図表 6) 産業部門別取引シェア (2008年)



(出所) フィリピン中央銀行 Annual Report 2008

(図表7) 外国人投資家の売買動向と株価指数の推移



(出所) PSE

のウェイトが22.78%と突出しており、上位5銘柄で株価指数のおよそ半分を占める構造にある(図表5)。このためウェイトの高い銘柄の動向に市場全体が大きく影響され、また投資対象も限定的になるという市場構造にあると言えよう。

(図表6)は産業部門別の取引株数、取引高シェアを見たものである。取引株数でも取引高でも持株会社が11%のシェアを占めており、フィリピンの企業構造の特徴が窺われる。

フィリピン株式市場では、外国人投資家の売買が取引高の50%程度を占めているため(注2)、外国人投資家の動向による影響が大きい。2008年には世界金融危機の影響を受けて、売買高が前年比で42.3%減少し、株式時価総額も同48.9%の急減を記録した。その主因は外国人投資家がフィリピン株を売り越し

たことで、2008年通年の売り越し額は222億ペソに上った(注3)。これを受けて市場のボラティリティは85.2%の上昇となった(注4)。(図表7)は外国人投資家の投資動向とフィリピン証券取引所指数の推移を見たものである。外国人投資家の投資動向に伴って、株価指数も変動している状況が窺える。

2009年に入り、外国人投資家の売越し額が急減するとともに大きく買越しに転じる月も出ている。また世界経済が今後、ゆっくりと回復に向かうとの予測の下、国内の年金基金なども株式投資を増加させている。2009年上半期には年金基金の上場株式投資は555億2,000万ペソと、前年同期の451億3,000万ペソから23%の増加を記録した(注5)。これらを受けて株価指数も上昇傾向にある。

#### (4) 投資規制とフィリピン株式市場の課題

フィリピンでは外貨規制は1993年から自由化されている。外貨の流入は基本的に自由であるが、国外から外貨を原資としてフィリピン投資を行う場合には、ペソを購入する時点で中央銀行に中央銀行登録書を提出し、投資目的を申告することが求められる。証券投資も自由に行えるが、外国人投資家の投資を取り次ぐディーラー／ブローカーは取引後3営業日以内に当該取引を中央銀行に登録せねばならない。中央銀行は登録を受けた後、登録証 (Certificate of Registration) を発行し、登録を受けた投資は、利益や配当を本国に回金することが認められる。

なお、外国人投資規制リスト (Foreign Investments Negative List) において、安全保障や産業保護を目的とした投資禁止産業や株式保有比率が制限される産業が規定されている。

フィリピン株式市場は上場企業数の増加と多様化、国内投資家の育成、市場透明性の拡大、金融商品の多様化など多くの課題を抱えている。特にフィリピン独特の課題としては、前述の企業構造の問題が指摘でき、これとともに情報開示の拡大も重要なポイントとなる。加えて金融派生商品の開発が、ASEAN他国市場に比べても著しく遅れており、先物取引、オプション取引などのヘッジ手段の導入は喫緊の課題と言えよう。2008年には株式

の貸借取引などが導入され、現在は上場投資信託 (ETF) の導入に向けた準備を日本の国際協力機構 (JICA) の技術支援を受けながら進めている。

フィリピンは今後の経済成長の潜在性は高いと見られるが、フィリピン株式投資はその市場構造、市場の発展段階からして、リスクの高い投資であると言えよう (注6)。

(注1) フィリピン株式市場に関する統計はフィリピン証券取引所 (<http://www.pse.org.ph>)、フィリピン中央銀行 (<http://www.bsp.gov.ph>) 等から入手可能である。

(注2) 2008年のフィリピン証券取引所における外国人投資家の売買シェアは48.7%であった。

(注3) フィリピン中央銀行に登録された外国人によるポートフォリオ投資は、2007年は35億ドルのネット流入であったが、2008年には14億ドルのネット流出となった。

(注4) 日次株価指数の標準偏差は2007年の242ポイントから2008年には448.2ポイントに上昇した。

(注5) 年金基金はFirst Philippines Holdings、Philippine Long Distance Telephone Co. (PLDT)、Philex Mining Corpなどに投資を行っており、2008年には290億ペソの収益を計上している。

(注6) フィリピンでは市場を通さない個人間の株式移転 (売買) も行われている。これは株式証明 (Stock Certificates) の所有者が裏書きによって株式譲渡を行うもので、簡単に行われる。この株式移動が第三者あるいは発行企業に対して有効となるためには、発行企業の台帳に記録されねばならない。

## ■ 2. ベトナムの株式市場

### (1) 歴史の浅いベトナム株式市場

ベトナムには、大企業が多く上場されているホーチミン証券取引所（HoChiMinh Stock Exchange、以下「HOSE」）（注7）と中小企業が上場し、店頭市場を有するハノイ証券取引所（Hanoi Stock Exchange、以下「HNX」）（注8）の2つの証券取引所が存在する。両取引所とも2000年以降に創設されており、ベトナムにおける株式市場の歴史はまだ浅い。

ベトナムにおける証券市場創設の取組みは、1986年に開催されたベトナム共産党大会において、改革政策として「ドイモイ（刷新）」が採択され、従来の社会主義体制から市場経済システムの導入へと政策転換がなされたことに始まる。1990年代には国営企業の改革や株式会社化が進められ、私企業の設置が認められるようになった。これと並行して、証券市場設立の動きも開始され、1993年に中央銀行であるベトナム国家銀行の中に、証券市場関連法案の立案を目的に資本市場発展委員会が設置された。1996年には政府組織として、証券会社及び証券運用会社の監督当局である国家証券委員会（State Securities Commission、以下「SSC」、2004年2月には財務省内の組織に変更）が設置された。1998年にはSSCの監督下に2つの証券取引センターを設立する首相決定がなされ、2000年7月にホーチミン証券取引センターが（2007年8月

にSSC監督の下で自主運営される証券取引所に改組）設立された。また、ハノイ証券取引センター（2009年1月に証券取引所に改組）は、ホーチミン証券取引所と異なる機能を持つ中小企業向けの株式市場として2005年3月に設立された。HNXには2005年7月に債券流通市場も開設されている。

### (2) 株式市場の概要

#### ① 発展途上にある株式市場

ベトナムの株式市場は、2005年以降急速な発展を見せており、2009年11月26日時点の時価総額（HOSEとHNX合算）は、2つの証券取引所（当時は証券取引センター）が誕生した2005年末時点の時価総額の60倍まで増加している（図表8）。

株式市場拡大の要因として、2005年9月に外国人持株比率の上限が従来の30%から49%へ大きく引き上げられたこと、2007年1月のWTOへの加盟を経て、中国への一極集中を避けるためのもう1か国の投資先やBRICsに次ぐ経済成長国として、ベトナムに対する海外からの期待が大きく高まったこと、国営企業の株式会社化により上場企業が増加し（2005年末から2009年11月26日までに約10倍に増加）、投資家も増えたことなどが挙げられる。このように、急速に成長しているベトナム株式市場ではあるが、時価総額がGDPに占める割合は2008年末時点で16.1%と未だ小規模にとどまる。

売買代金で見た上位10銘柄への取引集中度



(図表 8) ベトナム株式市場規模の推移

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
時価総額 (10億ドン)	3,884	9,389	217,942	442,966	237,949	488,397
ホーチミン	3,884	7,505	144,753	320,983	181,386	452,798
ハノイ	—	1,884	73,189	121,983	56,563	35,599
時価総額/GDP (%)	0.5	1.2	26.0	38.7	16.1	—
ホーチミン	0.5	1.0	17.2	28.1	15.9	—
ハノイ	—	0.2	8.7	10.7	4.9	—
上場会社数	26	41	193	253	317	428
ホーチミン	26	32	106	138	164	186
ハノイ	—	9	87	115	153	242
証券会社数	13	14	55	78	88	98
証券口座数	20,630	31,316	130,000	360,460	502,298	—
国内						
個人投資家	20,220	30,601	—	350,000	488,570	—
機関投資家	177	279	—	1,300	1,578	—
海外						
個人投資家	204	398	—	8,630	11,356	—
機関投資家	29	38	—	530	794	—

注：2009年のデータは11月26日時点のデータを使用。

(出所) ADB Institute Discussion Paper No.105 “Managing Capital Flows: The Case of Viet Nam” May 2008、金融庁「アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察」(日本貿易振興機構アジア経済研究所)、General Statistics Office Of Vietnam、CEICデータ、HOSE、HNX、IMF資料

は2009年12月1日時点で52%と高く、実際に取引可能な銘柄は限定的と言える。

ベトナムでは、投資家が複数の株式口座を保有することが禁じられており、口座数が投資家数となる。2008年末時点の株式口座数は約500,000口座であり、このうち、外国人投資家の口座は日本、中国、韓国の投資家を中心に約12,000口座（うち約800が機関投資家口座）ある。

また、HOSE上場銘柄の業種別構成を上場企業数で見ると、製造業(78社、39%)と建設業(20社、11%)の合計が半分を占める。時価総額ベースでは、金融が全体の1/3を超えており、これに製造業(28%)と不動産業(15%)を足し合わせると時価総額の約8割に上る。

株式市場の構造を見ると、HOSE、HNXとも一部制の市場を採用している。HOSE、HNXでは株式以外に債券取引も行われているが、債券取引は流通市場を有するHNXが主流となっている。HOSEにはこのほかに、ベトナムブルーチップファンドなど4本の投資ファンドが上場されている。ベトナムでは未だETFやデリバティブ市場は存在しない。

ベトナムでは、取引所で取引される上場株式に加え、未上場株式取引も活発に行われている。上場株式については、取引所への取引集中義務があるものの、未上場株式については、証券会社が未上場株式取引を扱うことを禁止する規定がないため、証券取引所設立前から証券会社の店頭取引（OTC）やイン

ターネット経由で活発に行われてきた経緯がある。

通常、新規株式公開（Initial Public Offering、以下「IPO」）とは、上場の際に行う株式の公募を指すが、ベトナムにおいては、IPOを行い、株主数などの上場基準を満たした上で上場することが一般的であり、IPOは上場時の株式募集を指すわけではない。そのため、IPOを行ったものの、証券取引所に上場しない企業が存在し、これらの企業の株式が未上場株式として取引されている。

これらの未上場株式が、ほとんど規制されていない店頭取引で取引されていることを受けて、政府は2007年に施行した証券法において「公開会社」制度を導入し、株主が100人以上存在するなどの要件を満たす企業は、SSCに届出の上、未上場の場合も上場会社と同様の情報開示を行うことが義務付けられた。世界銀行の調査によると、ベトナム国内には公開会社の要件を満たす企業が4,000社以上存在しているとされる。

2009年6月には、未上場の公開会社株式の取引市場（Unlisted Public Companies Market、以下「UPCoM」）がHNX内に作られた。UPCoMで取引可能な銘柄は、UPCoMに承認された未上場の公開会社株式であり、2009年12月1日時点のUPCoM登録企業は27社、時価総額は2兆3,094億ドンとHNX上場株式時価総額の6%にとどまる。取引は10時から15時まで（11:30～13:30を除く）に、相対取引で行われる。取引単位は

10株であり、±10%の値幅制限が適用される。

また、HOSEとHNXでは、重複上場は行われていない。例えば、HNX上場銘柄がHOSE上場基準を充足した場合は、SSCがHOSEへの上場替えを指導している。上場廃止となった場合には、当該株式をUPCoMに登録することができる。

## ② ベトナムにおける株式取引

取引の取引所集中義務に基づき、全ての上場株式取引はHOSEまたはHNX経由で行われる。取引時間や取引方法は取引所によって異なる（図表9）。

外国人投資家がベトナム株式取引を行うためには、自国にベトナム株式を取り扱う証券会社がある場合にはその証券会社、もしくはベトナムの証券会社に口座を開設する必要がある。ベトナムの証券会社を利用する場合は、証券取引口座の開設と同時に、証券会社が指定する銀行に証券決済口座を開設し、投資資金を送金して取引を行う。

株式取引に利用できる通貨は、ベトナムドンのみであり、外貨で送金した場合は、ベトナムドンに転換する必要がある。

外国人投資家が株式投資をする際の株式保有制限は、上場企業及びUPCoM取引登録企業では発行済み株式数の49%までとなっている。ただし、銀行や、国防、安全保障など、中央銀行が定めた業種に該当する企業の株式は30%が上限となっている。保有制限が上限に達した企業の株式については、他の外国人

(図表 9) ベトナム株式市場の概要

	ホーチミン証券取引所 (HOSE)	ハノイ証券取引所 (HNX)
主な上場基準	①資本金800億ドン以上、②過去2年連続して利益を計上していること、③社外の100人以上の投資家が株式の20%以上を保有していること、④株式を保有している取締役会、監査役会等のメンバーは、上場から6か月間は保有している株式を100%、翌6か月間は50%を保有すること	①資本金100億ドン以上、②過去1年利益を計上していること、③議決権を持つ株主が100人以上いること、④株式を保有している取締役会、監査役会等のメンバーは、上場から6か月間は保有している株式を100%、翌6か月間は50%を保有すること
取引可能商品	・株式 (189銘柄) ・投資ファンド (4銘柄) ・債券 (65銘柄) (2009年12月1日時点)	・株式 (245銘柄) ・債券 (508銘柄) (2009年12月1日時点)
取引日	月曜日～金曜日 (土日、祝日は休場)	
取引時間	第1セッション：8：30～9：00 第2セッション：9：00～10：15 第3セッション：10：15～10：30 第4セッション：10：30～11：00	8：30～11：00
取引通貨	ベトナムドン (Dong)	
取引単位	10株 (相対取引は1株単位)	100株 (相対取引は1株単位)
値幅制限	前日終値±5%	前日終値±7%
決済サイクル	T+3	

(出所) HOSE、HNX資料等により筆者作成

投資家が売却しない限り、保有することができない。

売買手数料は、取引金額の最大0.45%となっているほか、取引高の0.1%の有価証券販売税が機関投資家(売り手)に課されている。個人投資家には、有価証券販売税は課されていない。

取引システムには、注文照合(Continuous Order Matching)とプットスルー取引(相対取引の場合に、取引条件等を決定の上、入力するシステム)の2種類があり、取引所における株式取引は全て証券預託機関であるベトナム証券預託機構(Vietnam Securities Depository、以下「VSD」)を通じて決済される。

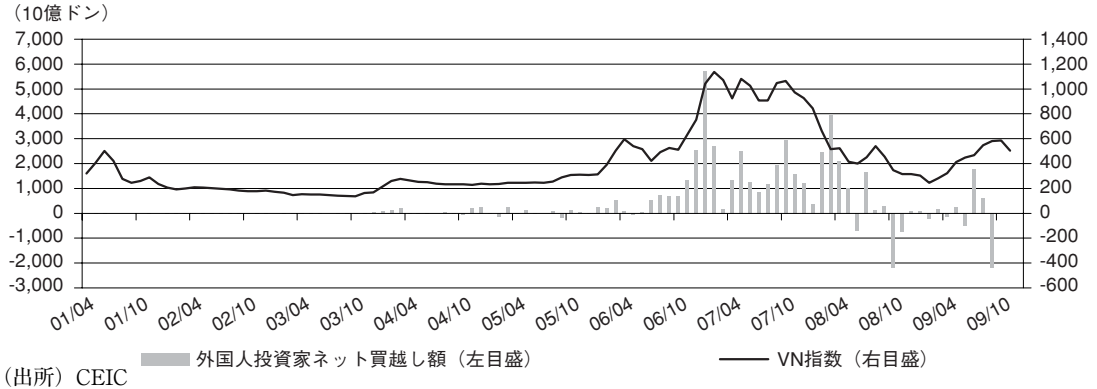
具体的には、取引所での取引時間終了後に、取引データがVSDにオンラインで送信され、

VSDでは取引内容を照合の上、会員である証券会社・商業銀行等の証券口座間でDVPにて決済が行われる(注9)。

また、未上場であっても、公開会社の株式については、VSDへの登録及び預託が義務付けられている。

このほかの留意点としては、ベトナムでは、信用取引はできないこと、法制上は空売りが行えるものの、施行規則が出されていないため、実質的には行えないことが挙げられる。また、同一取引日内の同一銘柄の売りと買いも行えないため、理論上の最短取引日は、受渡し日以降となる。しかしながら、決済が受渡し日の午後に行われるため、実質的には受渡し日の翌営業日が最短取引日となる。

(図表10) 株価指数と外国人投資家の動向の推移



### (3) 株式市場の特徴

#### ① 外国人投資家の存在感が大きい

##### ベトナム株式市場

ホーチミン証券取引所における株価指数と外国人投資家の動向を見ると、外国人投資家のネット買越し額が急速に増加し始めた2006年以降、株価は急騰した(図表10)。その後、世界金融危機の影響を受けて、外国人投資家の資金が流出し始めたのに伴い、2007年末以降は下落基調となった。インフレの昂進、貿易収支赤字の拡大、ドン相場の急落といった要因も加わり、ベトナムVN指数(HOSEの株価指数)は2008年末には最高値から7割以上下落した。

2009年に入り、外国人投資家の買いが戻る中で株価も上昇に転じた。9月末には外国人投資家が再び売りに転じたものの、国内個人投資家の高い購入意欲に支えられて株価はさらに上昇を見せ、9月23日には1日の売買代金の過去最高額を記録した。

ベトナム株式市場では外国人投資家の占める割合は、投資家数(口座数)で見た場合、2%程度にすぎないが(2008年末時点)、実際の取引シェアは、取引高の20~25%を占めると言われている。IMFによると(注10)、2007年末時点の海外からのベトナム株式投資は、前年の4.5倍の26億ドルに上った。このうち、韓国(46.3%)、シンガポール(17.2%)、イギリス(23.3%)、香港(4.7%)の4か国・地域からの投資の合計が90%超となっている。

#### ② 資本市場育成マスタープラン

ベトナムでは、マスタープランを作成して、市場の育成・発展に取り組んでいる。具体的には、2003年から2006年までの第Iフェーズ、2007年から2009年までの第IIフェーズ、2010年から2012年までの第IIIフェーズに分けて、需要及び供給の増加、規制・法制の整備、人材育成と市場参加者の拡大を目指している。

市場規模の拡大に向けては、株式市場の時価総額を2010年までにGDP比50%、2020年までにGDP比70%にするという具体的な数値目標を掲げている。また国営企業の株式会社化の推進、コーポレートガバナンスの強化、インフラの整備、金融派生商品の開発などを含む資本市場発展に向けた取組みを実施することとしている。2009年は第Ⅱフェーズの最後の年に当たるが、昨今の金融危機の影響を受け、信用取引の導入などの計画の進捗は遅れている。

また、第Ⅱフェーズのマスタープラン策定に当たっては、日本や韓国などの支援を受けており、同国からは第Ⅲフェーズにおいても同様の支援が期待されている。

2010年から始まる第Ⅲフェーズの目標の1つには、国債先物やオプション取引のためのデリバティブ市場の創設が掲げられている。

#### (4) 株式市場の問題点と投資規制

##### ① 投資規制 (注11)

外国人投資家がベトナムで株式投資を行う際には、VSDで証券取引コードを取得した上で(手続きは証券会社が行う)、証券会社に証券口座を、証券決済銀行にはベトナムドン建て口座をそれぞれ開設する必要がある。

証券決済銀行口座については、口座開設銀行がベトナム中央銀行に申請し、承認を得られて初めて投資資金の入金・送金及び株取引決済口座としての使用が可能となる。

株式投資資金としては、以下が認められている(注12)。

- ・海外からベトナムに送金された外貨
- ・投資家が銀行に開設した口座に預け入れた外貨とベトナムドン
- ・投資家がベトナムの商業銀行に開設した証券決済銀行口座に預け入れたベトナムドン
- ・投資家がベトナム国内の直接投資活動から得た配分利益
- ・投資家がベトナム国内の直接投資活動の譲渡、清算、または解散から得た収益
- ・外国人がベトナムで得た賃金、賞与、その他合法的な所得
- ・ベトナム中央銀行が承認したその他の出所、から調達した外貨とベトナムドン

なお、外国人投資家の証券決済銀行口座からの資金の引出しは一切制限されない。

税制については、非居住者(法人)の証券取引については、財務省省令第72号に基づき、売却総額の0.1%に相当するみなし法人所得税が課税され、法人所得税が納付されている場合は株式投資による配当は課税されない。

個人については、2009年1月1日より、改正個人所得税法が施行され、株式売却額に対して所得税が課税されるようになった。非居住者の場合、株式売却時には売買価格の0.1%が源泉徴収されることとなったものの、2009年1月から12月の間に得た収入については免税となっている(注13)。

配当についても5%課税となることが決定されたが、まだ施行はされていない。

## ② ベトナム市場が抱える課題

ベトナムの株式市場は、経済規模に比して未だに小規模であるため、規模の拡大に向けた取組みが進められている。

上場企業数については、前述のとおり、2005年から2009年までの5年間で10倍に増加しており、未上場株のうち公開会社に登録している企業数は1,070社近くに上る（注14）など、潜在的な上場企業も多い。投資家についても、2004年から2008年末までに口座数が24倍に増えている。また、保険会社数及び保険会社の資産は2002年から2006年までの5年間に3倍以上の増加を記録し、国内機関投資家層も拡大傾向にある。

市場インフラを見た場合には、デリバティブ市場が未だなく、投資を行う上でのヘッジ手段が整備されていないほか、信用取引や同日の同一銘柄の反対取引が行えないなど、今後改善すべき点は多い。

また、証券決済においては、人が目視で行っている業務が一部あるほか、2008年5月にはシステム障害により、3日間にわたってHOSEでの取引が停止されたこともあり、システムの高度化が課題として指摘される。

今後ベトナム株式市場がより一層発展していくためには、国際的に投資を行う投資家が他国と同様に投資を行えるよう、国際基準に基づいた市場インフラの整備が期待される。

（注7） ホーチミン証券取引所の概要や計数は、以下を参照。

[http://www.hsx.vn/hsx\\_en/default.aspx](http://www.hsx.vn/hsx_en/default.aspx)

（注8） ハノイ証券取引所の概要や計数は、以下を参照。

<http://en.hnx.vn/default.asp?actType=1&menuup=602000&TypeGrp=1&menuid=103120&menulink=600000&menupage=&stocktype=2>

（注9） <http://www.vsd.vn/CDA/default.aspx?ChannelID=43&lang=e>

（注10） IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey  
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/geo.htm>

（注11） <http://en.hnx.vn/Cauhoithuonggap.asp?actType=1&stocktype=2>

（注12） ベトナム銀行発行2004年5月25日付Circular 03/2004/TT-NHNN及び中央銀行発行2004年12月6日付Decision No. 1550/2004/QD-NHNN

（注13） [http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200801\\_1/01.html](http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200801_1/01.html)

<http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200908/01.html>

（注14） The Economist Intelligent Unit, “Vietnam exchanges: Sub-sector update”, 2009/12/28  
[http://www.eiu.com/index.asp?layout=ib3Article&article\\_id=1954176580&country\\_id=1010000301&pubtypeid=1132462498&industry\\_id=640001064&category\\_id=](http://www.eiu.com/index.asp?layout=ib3Article&article_id=1954176580&country_id=1010000301&pubtypeid=1132462498&industry_id=640001064&category_id=)

