

ベトナムの株式市場

ド・マン・ホーン

昨年から今年にかけてベトナムの株式市場が日本の投資家の注目を浴び始めた。大和やアイザワなどの大手証券会社から金融証券業務を持つ小規模(ワンマン社長型)会社まで、ベトナムファンドを目玉商品の一つとしてファンドビジネスを盛り上げる動きが見られる。ベトナムの経済新聞(The Vietnam Economic Times)によると、現地(ベトナム)で証券取引の口座を直接に開設する外国の個人投資家の人数も少なくなく、その内多くの投資家は日本人である。例えば、外国人の口座を多く開設されたサイゴン証券会社(Saigon Securities Incorporation)において5月の時点で、7割強の口座(の数)は日本人の投資家のものであるⁱ。これらの大部分のファンドマネジャーや個人投資家は、中国株についての経験を生かしながらベトナム経済の急成長(国内総生産-GDPの年平均成長率7~8%台)とその将来性を根拠に、ベトナムの株式市場への参入を踏み切るそうである。しかし、ベトナム経済は今からもう約15年の間(一時的な通貨危機の影響を除き)、その高いGDPの年平均成長率を遂げたしⁱⁱ、ベトナムの株式市場も7年前から始まったにもかかわらず、なぜ日本の投資家のベトナム株への関心はつい最近から始まったばかりであろうか。この小稿は、これまでのベトナムの株式市場の動きを概観し(i)、その変動の背後に

ある主な要因の分析を試み(ii)、また「ベトナム株」の将来性について若干のコメントを述べたい(iii)。

() これまでのベトナムの株式市場:

長年伸び悩み期から急上昇期へ

ベトナムでは、株式市場に関わる法的制度は1990年代後半から導入されたが、証券取引の本格的な展開は2000年7月末から始まったⁱⁱⁱ。現在ベトナムの株式市場においては、証券取引所が2つ、証券会社が55社、上場企業は200社弱があり、国内のみならず外国投資家の参加で証券取引が大変活発になると見られる。しかし2000年半ばごろ証券取引が開始してから現在までの過程を振り返ってみると、ベトナムの株式市場は初頭から順調に発展してきたのではなく、2006年を境に、長年での株価の伸び悩みと短期間での急高騰という二つの時期に分けられる。こうした特長は、以下のベトナム株価指数(VN index)の変化と銘柄の累積のデータに確認できる。

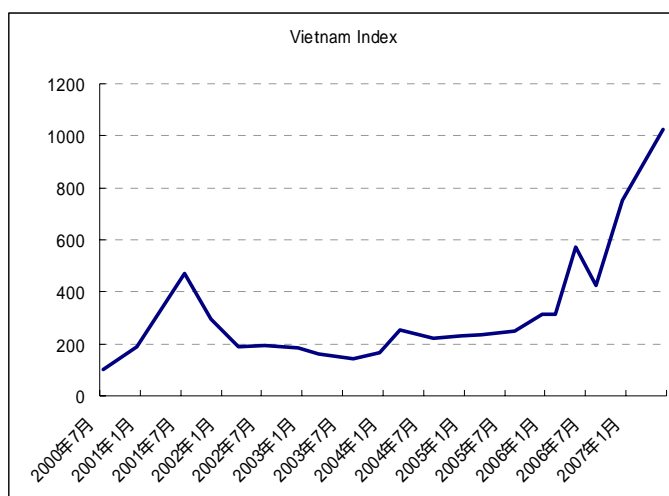
まず、2000年半ばから2006年の前半までの間、上場企業数が少なく、株式と債権やファンドを含めて銘柄の数がなかなか増えなかった。開始した2000年7月末に、上場企業が2社と、政府の債権が2つで、ホーチミン証券取引所で売買されたメニューはたった4銘柄しかなかった。2005年3

月にハノイ(第2の)証券取引所での取引が開始されたが、両方の証券取引所に登録される証券は合計で51銘柄(内ハノイ取引所に3銘柄、ホーチミン取引所に48銘柄)があった。

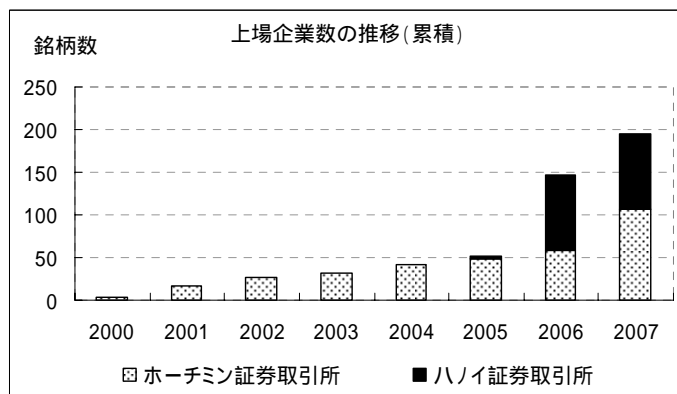
ベトナム株価指数をみると、2001年半ばごろ一時的に500%ポイント台に上った時期を除き、2006年前半まで約200%ポイント台から300%ポイント台の水準で横

ばいとなった。即ち、この6年間、銘柄数が少し増えたものの売買株式の規模とその価格は大きく変わらなかった。

尚、この間、証券会社も10社にならず、平均一社の資本金も数十億ドンで小規模であった。証券取引は、取引所以外の非上場、非公開株の取引の店頭市場(OTC市場)がまだ全然活発にならなかった。



資料)ベトナムの証券委員会、証券取引所、経済新聞などの情報から収集、作成。



資料)ベトナムの証券委員会、証券取引所、経済新聞などの情報から集計、作成。

注)2004年までのホーチミン証券取引所のデータは債権、ファンドの銘柄を含む。

上述の長年伸び悩む期に対して、2006年後半に入ってから状況は急に変わり始めた。ベトナム株価指数の図に示されるように、同年前半で、株価増加率は500%ポ

イント台となり、後半から700%ポイント台そして900%ポイント台に上った。2007年の第一の四半期も株価指数が絶えず勢いのスピードで1,170%ポイント台を記録した。

こうした株価指数の急上昇は、上場銘柄の増加と株価の値上がりという二つの要素にもたらされた。前者は、上場企業数の推移(図)に確認される。全体的に、上場企業の数が2006年に前年度の約3倍となった。しかし、これらの企業の大部分が上場した時点は2006年末(12月)であったので、実際に2007年の第一四半期に株価指数に対する銘柄数の増加の影響は大きかった^{iv}。

後者は、外国の個人及び機関投資家の参入とOTC市場での活気の結果により、株式市場での需要が急速に拡大され、市場全体の値上がりを加速させた。ベトナムでは、証券制度の規制により外国投資家が上場1社の総発行株の30%まで購入できるが、2005年まで大部分の銘柄は外国投資家が持つ株が規制される比率より低かった。しかし、2006年に入ってからその比率が徐々に上がり、同年後半から殆どの銘柄は、外国投資家の購入可能のルームが満たされる状態になった。こうした外国投資家の参入をきっかけに、国内の株投資も活発になっていった。ただし、上場企業の株を主な投資対象とする外国投資家に対して、国内投資家は非上場及び非公開企業の株取引(OTC市場)に集中する傾向がある。しかし証券取引に関する報道によりOTC市場の活気は、上場株の値上がりにも大きく影響を与えた。なぜならOTC市場で儲かった後、多くの投資家はハイリスクを避けるため、OTC市場から上場株取引にシフトしたからである。

最近株式市場の活気は、証券会社の新設のラッシュにも反映された。2005年までの時期と比べて、2006年から証券会社の社数も、平均一社の資本金も大きくなった。現在、証券会社は55社があり、平均一社

の資本金は約百億ドン弱で、2005年と比べ数倍となった。

() 株投資ブームのキーファクター： 国有企業の株式化

なぜベトナムの株式市場は、長年伸び悩む時期から急発展期に変化できたか。その直接要因は、国有企業の株式化の進展にあると考えられる。即ち、国有企業の株式化により、株式市場の材料(取引メニュー)の供給が補充されるからである。

株式市場をみると、証券取引所の設立された時(2000年)から、取引対象となるすべての株式は、国有企業が株式化されたものだけである。現在でも上場企業のリストには、純粹民間資本から設立された企業がなく、すべては元々国有で株式化された企業である。殆どの場合、株式化された後、総資本に占める平均30%から50%(低い場合は10%弱、高い場合は70%強)のシェアが国有である。

また上場市場だけではなく、OTC市場で取引される未上場株及び、未公開株もすべて株式化される国有企業に発行されるものである。これらのため、株式市場の変動は、国有企業の株式化と公開の動き(進展)に依存すると見られる。

実際、ベトナムでは国有企業の株式化が1990年代初頭から始まったが、制度から人事管理までの様々な問題があるため、2000年までもあまり進まなかった(1999年末の時点にわずかに百数十社)。しかし、投資環境を改善するための新企業法、投資法を導入した後、国有企業の株式化の動きが一転変わり始めた。銀行、金融を始め、不動産、建設、製造業までの多くの分野での国有企業が新しく株式化された。2006年には、こうした動きが更なる加速さ

れ、現在株式化された国有企業の数約三千五百社となった。しかし、これらのすべての企業の株式は公開されるわけではない。株式化される国有企業の株式公開（株式発行）の動きは、2000年から始まったが、2006年に入ってから一層高潮となり始めた。現在株式市場の取引対象となる多くの株式が以前からではなく2005年又は2006年に株式化されたばかりの企業（会社）に発行された。これらの中よく注目されるのは、銀行、金融、不動産、情報と石油の分野での企業の株式である。

上述した国有企業の株式化とその公開により株式市場の供給側の拡充のほかに、投資家の注目を引くもう一つの要因がある。それは、株式された企業の現在及び将来の価値の過小評価である。これを原因に、殆どの場合、新規発行株式は、新規公開（IPO）された時でも株価が数倍から数十倍まで上がる。特に、OTC市場では、これらの新規株式を発行する準備段階（IPOされる前）でも、新規株の所有権の取引も株価の値上がりを加速させると見られる。しかし、こうした公開前の株式の過小評価は、一部の（企業内部の情報を把握できる）投資家に大儲けのチャンスを与え、多数の一般投資家の参入を障害する悪影響を及ぼすと見られる。

(iii) ベトナム株式市場の将来について

以上に述べたように、これまでのベトナムの株式市場は、株式化される国有企業の新規発行株式の増加により株式市場の供給側が拡大されながら、市場全体が新興されつつある。よって、現在ベトナムでは、未株式化される国有企業は約二千五百社があり、株式化されたが未公開企業は約三千五百以上がある状況を考慮すると、

株式市場の供給側の発展する余地が十分あるであろう。

しかし、現段階ではベトナムの株式市場は、発達した市場経済での株式市場と比べれば、質的に異なる。つまり、（少なくとも現時点まで）ベトナムの株式市場の活気は、企業成長或いは経済発展を反映するものではない。最近ベトナムでの株投資のブームは、株式化された国有企業の過小評価された株式を大量に新規発行することを背景に、需要側が急増で供給を超過したので、株価が高騰した。しかし、その後市場の自律調整の段階に入り、第二四半期のベトナムの株式指数が3月のピーク以来変動しながら逡減している。

現在ベトナムの政府は、株投資のブームの過熱を予防するため、銀行の証券投資への貸し出し比率の制限などの政策的な措置を使ったり、株式化される国有企業の公開される株式の過小評価を防ぐため、企業価値の評価に関する制度を調整したりする。こうした政府の動態は、株式市場の透明性や自由競争の保障などに関する条件（環境）を改善させる効果がある。

要するに、制度的な改良と同時に、国有企業の民営化（株式化）の加速、純粋民間資本企業の上場により、近い内にベトナム株の本来高度経済成長に伴う株投資の成長性及びその魅力がよみがえると考えられる。

注)

i 以下の URL を参照：

<http://www.vneconomy.com.vn/eng/?param=article&catid=05&id=d15305bfe0189e>

ii アジア開発銀行の *Key Indicators 2006* を参照。

iii ホーチミン証券取引所で、2000年7月28日に第一回の証券取引を行った。

iv 2006年にハノイ証券取引所に登録される銘柄の内、2005年に上場した3社を除いて、残りの銘柄は2006年12月に登録された。