

株式市場格上げが上場企業に与える影響： ベトナムにおける実証研究

グエン ティ フォン タン^{1*}

要 旨

本研究では、イベント・スタディ法を用い、ベトナム株式市場の格上げおよび関連する規制変更が、2024年から2025年にかけての上場企業の株価に与えた影響を検証する。分析対象とする4つの主要イベントは、事前入金要件の撤廃、市場区分の中間レビュー、KRX 取引システムの稼働、そして公式な格上げ発表である。実証分析の結果、事前入金の撤廃やKRX システムの稼働といった構造改革は正の異常リターンをもたらした。一方、2025年10月7日の公式格上げ発表は、広範な市場において「事実で売る（セル・ザ・ニュース）」仮説と整合的な、著しい負の反応を引き起こした。また、市場内では顕著な乖離が観測された。時価総額加重平均であるVN 指数が上昇する一方で、個別銘柄の多くは下落するという「市場の二極化」が浮き彫りになった。これは、資金流入がFTSE 組み入れ適格となる大型株に集中し、広範な銘柄からは流動性が引き揚げられたことを示唆している。

キーワード：ベトナム株式市場、市場格上げ、上場企業、株価に与えた影響、
イベント・スタディ法

目 次

- | | |
|-----------------------|--------------|
| 1. はじめに | 4. 実証分析 |
| 2. ベトナム株式市場の概要 | 4.1 イベント研究手法 |
| 3. ベトナムの株式市場分類と現状 | 4.2 データ収集 |
| 3.1 世界の株式市場分類 | 4.3 研究結果 |
| 3.2 ベトナム株式市場の格上げストーリー | 5. 結論と示唆 |

1 立教大学, GLAP。

* 本稿については、石井記念証券研究振興財団より2023年度研究助成金を賜りましたことに感謝いたします。

1. はじめに

2025年10月7日は、ベトナム株式市場とその投資家にとって記念すべき日となった。世界有数の指数プロバイダーであるFTSE ラッセルは、2026年3月に予定されている最終審査を経て、2026年9月21日付でベトナムをフロンティア市場から二次新興市場へ格上げすると発表した²。その1か月後、FTSE ラッセルはベトナムの二次新興市場格付け移行に関する詳細を説明するFAQを公開した³。ベトナムのフロンティア市場から二次新興市場への再分類は複数回に分けて実施される。FTSE フロンティア指数シリーズからの除外は、2026年9月のFTSE フロンティア指数年次見直しと連動して一括実施される。一方、FTSE グローバル株式指数シリーズ（GEIS）への組み入れは、2026年3月の中間評価を経て、同年9月のFTSE GEIS 半期見直しと連動して開始される。

2026年の正式な格上げにより、ベトナムは中国、インド、インドネシア、フィリピン、カタールといった現行の二次新興市場と肩を並べることになる。ベトナムは2018年に初めてFTSE ウォッチリストに掲載されたが、格上げ達成までには約7年を要した。この間、特に過去2年間に実施された数多くの法制度改革がこの成果に貢献した。これは2024年2月28日に開催された特別なイベントを想起させる。この日、ファム・ミン・チン首相は政府庁舎で株式市場発展会議を主宰し、「2025年までにベトナム株式市

場をフロンティア市場から新興市場へ格上げすることを決意している」と強調した。また首相は、財務省、国家証券委員会、ベトナム国家銀行、計画投資省に対し、株式市場格上げに必要な規制・基準を満たすため、各機関の責任範囲内で緊急に連携し迅速に課題を解決するよう要請した。首相がベトナムでこのような議論を主導するのは、約25年ぶりのことである。政府及び各省庁は、法整備の充実、市場透明性の向上、コーポレートガバナンスの強化、特にFTSE ラッセルとの定期的な意見交換を通じ、この指数プロバイダーの格上げ基準を満たすための努力と決意を示し、2025年目標の達成に貢献してきた。

ベトナム政府が株式市場格上げを目指す理由とは何か？格上げ達成のために解決された主要課題は何か？これまでの格上げがもたらした経済効果はどのようなものか？本実証研究はこれらの疑問に答えることを目的とする。2024年から2025年までのベトナム上場企業全社の株価データを収集し、株式市場格上げに関連する重要事象の影響を測定するためイベント研究手法を採用した。

本稿の残りの構成は以下の通りである。第2章ではベトナム株式市場の発展史を概説し、現状を提示する。第3章では株式市場の分類について説明し、ベトナム株式市場の発達過程を詳しく述べる。第4章では市場格上げがベトナムの上場企業に与える影響を測定するための実証研究を提示する。第5章で結論を述べる。

2 (https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/country-classification/ftse-country-classification-update-2025.pdf)

3 (https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/policy-documents/ftse-faq-document-vietnam-reclassification.pdf)

2. ベトナム株式市場の概要

ベトナム初の証券取引所は1998年に設立され、ホーチミン市証券取引センター（現・ホーチミン証券取引所：HOSE）と命名された。2005年には、現ハノイ証券取引所（HNX）の前身であるハノイ証券取引センターが設立された。時価総額において、ASEAN域内ではベトナムはインドネシア、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンに次いで5番目の規模である。株式市場の時価総額は急速に拡大し、2000年のGDP比0.2%から2024年には81.93%に達した。2025年11月30日時点で、ベトナム株式市場の時価総額は3,900億米ドルに達している。HOSE単独で見ると、上場株式の時価総額は3,100億米ドルに達し、2024年のGDPの65.14%に相当し、市場全体の市場時価総額の94%を占めている。

25年の歴史を振り返ると、ベトナム株式市場は規模と構造の両面で顕著な成果を上げてきた。2つの公式取引所における上場企業数について、2000年7月28日の開設当初、HOSEには冷凍電気エンジニアリング社（REE）とSAMホールディングス社（SAM）の2社のみが上場していた。2025年10月末時点で、HOSEとHNXの上場企業総数は698社（HOSE：394社、HNX：304社）となった。前年同期と比較すると、HOSE上場企業数は横ばい、HNX上場企業数は9社減少した。さらに、非上場公開企業市場（UPCoM）には881社が登録され、18のETFが存在する。

ベトナムでは証券取引市場の再編が進められている。2023年、財務省は通達69/2023/TT-BTCを公布し、同年12月30日に発効した。同通達は、ベトナムにおける株式取引市場、債券取引市場、デリバティブ取引市場、その他証券取引市場の再編に関する指針を定めている。通達69号には、HNXおよびUPCoM上場企業の株式をHOSEへ移行する規定が含まれる。HOSEは2025年12月31日までに、HNX上場企業からの株式引受プロセスを完了することが義務付けられている。遅くとも2026年12月31日までに、UPCoMに登録されている全株式はHOSEへ移管される。全ての条件が満たされた場合、2026年末までにHOSEは株式商品と投資信託証券に、HNXは債券・デリバティブ市場にそれぞれ特化することとなる。この移管は、統一市場内での証券取引活動の効率化と集約化を目的としている。

投資家口座数は2000年の3,000件から2025年9月末⁴までに1,100万件以上に増加し、人口の10.8%に相当する⁵。ベトナム国家証券委員会が提供する統計によると、投資家口座数は2016年以降毎年増加している。2016年7月から2025年9月までの月次平均増加率は1.82%であった。口座の99%は国内個人投資家によるものであり、この状況は過去10年間変わっていない。2025年9月時点で、口座の99.38%をベトナム個人投資家が保有し、0.17%をベトナム機関投資家、0.4%を外国人個人投資家、0.04%を外国人機関投資家が保有している。ベトナムの法律では口座数の制限がない点に留意すべきである。国内投資家は複数の証券会社で口座を開設

4 本稿では、グエン（2025）のデータを最新のものに更新した。

5 統計総局が1月上旬に発表した2024年中期人口・住宅調査の結果によると、2024年4月1日現在のベトナムの人口は1億110万人を超えた。年間人口増加率の予測に基づき、2025年のベトナム人口は約1億200万人に達すると推定されている。

できる。ただし、ベトナム証券保管決済機構によれば、実際に稼働している口座は約50%に留まる。

外国資本の流入⁶に関しては、ベトナム株式市場は2017年から外国人投資家にとって魅力的となった。主要株価指数であるVN指数(VN index, HOSE 上場全銘柄を反映)が年初比47%以上上昇し、ベトナム株式市場は2017年にアジアで最高成長率を記録した。この成長は主に国有企業の株式売却によるものである。年初には外国人投資家口座(個人・機関投資家含む)は約20件に過ぎなかったが、年末までに22,000件以上に急増した。しかし、外国人個人投資家および機関投資家口座数は2017年以降ほぼ毎月増加しているものの、未だ全投資家口座の1%未満を占めるに過ぎない。

ベトナム政府と財務省は、外国資本誘致(特に市場高度化目標達成のため)向けの手続き簡素化に尽力しているが、外国人投資家は、国内投資家ほど、「容易」かつ迅速に証券投資口座を開設できない⁷。外国人投資家はより複雑な⁸手続き、より多くの書類作業を経る必要があり、所有比率制限も課せられている。例えば、多くの原本書類は公証・翻訳・領事認証が必要であり、証券会社での直接署名や原本書類の送付による確認が求められる。一部の「人気銘柄」(特に銀行株)では外国人持株比率が上限に達している。購入を希望する外国人投資家は、他の外

国人投資家との合意に基づき、市場価格より高い価格で買い付けなければならない、証券取引所で直接購入することはできない。さらに、外国人個人投資家には「100%事前資金調達」要件が依然として適用される。全体として、フロンティア市場の状況、煩雑な事務手続き、外国人所有制限が、新規外国人投資家の参入を妨げる可能性がある。

3. ベトナムの株式市場分類と現状

3.1 世界の株式市場分類

世界の市場分類は、MSCI(モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル)、FTSE ラッセル、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの3大機関⁹が主に行う。これらの機関が公表する市場分類は、各国が世界経済の中で占める位置を評価する重要な指標として機能し、投資家の市場や企業に対する認識に大きく影響する。ただし、各機関が異なる基準と評価方法を採用しているため、市場分類の結果も異なる。これまでベトナムは、3機関の公式ランキングにおいて最下位の「フロンティア」に分類されてきた。

本稿ではFTSE ラッセルによる国別分類に焦点を当てる。同社が2026年9月21日付でベトナムを「フロンティア」から「セカンダリー・

6 (<https://en.vietnamplus.vn/vn-index-ends-2017-at-10-year-high-post124136.vnp>)

7 国内投資家がオンラインで証券口座を開設するには、身分証明書と携帯電話を用意し、証券会社のウェブサイト/アプリにアクセスして情報を入力、eKYC 認証(書類と顔写真の撮影)、電子契約への署名、口座情報の受領、資金入金を行うだけで取引を開始できる。総じて、これらは通常短時間で完了し、かつ無償である。

8 外国人が口座開設を希望する場合、以下の手順となる：(1)書類準備：有効なパスポート(ベトナムで公証/領事認証済み)(2)ベトナム国内の銀行で間接投資資本口座(IICA)を開設(3)取引コード(Trading Code)を申請(4)IICAに外貨を送金しベトナムドロンに換金、証券会社へ送金して売買を行う。ベトナムと比較すると、日本における外国人居住者の口座開設手続きは極めて簡素で、国内投資家と同様の扱いとなる。

9 これら3つの指数プロバイダーの詳細については、グエン(2024)に記述されている。

エマージング/二次新興市場」へ再分類する計画を発表したのは、世界的な指数プロバイダーとしては初めてのことである（2026年3月の中間レビューを経て実施予定）。2025年10月時点のFTSE 株式国別分類システムによれば、各国は経済発展度と市場アクセス度に基づき「先進国」「先進新興国」「二次新興国」「フロンティア」の4区分に分類される。「先進国」市場は市場効率性が高く、規制環境が整備され、所得水準が高い最も安定した経済圏を指す。アジア太平洋地域ではオーストラリア、香港、日本、ニュージーランド、シンガポール、韓国などが該当する。

「先進新興」市場は一般的に高度に発達しているが、規制や経済の成熟度において先進国市場ほど発展していない場合がある。例えばアジアではマレーシア、台湾、タイの3市場がこれに該当する。これらは二次新興市場よりはリスクが低いと見なされる。「二次新興」市場は概ね十分な規模と流動性を有するが、先進新興市場と比較して市場アクセスや規模に制約がある。アジアでは中国、インド、インドネシアが該当する。なお中国とインドは経済規模ではなく、外国資本流入制限により分類される。「フロンティア」市場は規模が小さく、アクセスが困難、あるいは流動性が低い市場である。高い成長可能性を秘める反面、最も高いリスクとボラティリティを伴う。アジアではバングラデシュ、モンゴル、パキスタン、スリランカ、ベトナムがここに分類される（詳細は付録1を参照）。FTSE ラッセルによる二次新興市場への格上げには、フロンティア市場が市場規模、流動性、外国投資家のアクセス度、決済環境を改善する必要がある。

3.2 ベトナム株式市場の格上げストーリー

2025年10月7日付のFTSE ラッセル最新発表によると、ベトナムは現在、二次新興市場への昇格候補として公式ウォッチリストに掲載されている唯一のフロンティア市場である。2026年3月の最終審査を通過した場合、昇格目標時期は2026年9月となる。この成果を達成するため、ベトナムは長年尽力してきた。では、なぜベトナムは株式市場の格上げを目指すのか？

第一に、政府は市場格上げが持続可能な形で大規模資本を誘致する手段となると確信している。世界銀行の推計によれば、株式市場の格上げは規模拡大と流動性向上をもたらす。さらに、外国投資家の市場アクセスを強化することで、2030年までに最大250億ドルの新規外国投資をベトナム株式市場に呼び込むことが期待されている。第二に、市場発展は企業成長促進の機会を創出する。株式市場は格上げを目指し、システム改善、透明性向上、取引条件の精緻化を進めている。その結果、ベトナム株式市場は海外市場との連携が容易になる。より多くの外資が流入することで、国内企業は新たな経営ノウハウや経験にふれる機会を得られ、これらの企業の発展を促すインセンティブが生まれる。第三に、ベトナムは2045年までに高所得国となることを目指している。世界銀行によれば、この目標達成には今後25年間で一人当たりGDPが年平均約6%成長する必要がある。株式市場における国際投資環境の改善は、ベトナムの長期戦略にも有効である。

前述の通り、ベトナムは2018年からウォッチリストに掲載されているが、二次新興国への格上げには何度も失敗している。ベトナムにとっ

て株式市場の格上げが容易でなかったのは、主に二つの要因による。第一の障壁は事前資金調達要件である。事前資金調達要件とは、決済機関が口座を決済に使用する前に、当該口座に資金が確保されている必要があることを意味する。ベトナムの旧規制では、外国投資家は取引前に100%の証拠金預託を義務付けられていた。注文前の100%証拠金要件はリスク軽減に寄与する一方、外国投資家が資本を効率的に活用する上での重大な障壁となり、市場の流動性を損なう。

第二の障壁は外国資本所有制限（Foreign Ownership Limits, FOL）である。多くの優良企業が長年にわたり外国投資家に門戸を閉ざしており、主要な外国金融機関のベトナム市場参入を阻む障壁となっている。例えば株式会社の場合、外国資本の最大所有比率はわずか50%に制限されている（政令155/2020/ND-CP 第139条）。さらに、外国投資家の総持株比率は、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01/2014/ND-CP 号に規定）。

事前資金調達問題に対処するため、国家証券委員会は2024年3月20日、外国投資家から意見を求め、100%預託要件の緩和と通達120/2020/TT-BTCの改正・補充を提案した。これにより、一定の条件を満たす証券会社を利用する場合、外国投資家は資金の100%を準備せずに購入注文を出せるようになる。2024年9月18日、財務省（MOF）は「通達68/2024/TT-BTC」を發布し、株式取引・清算・決済・情報開示に関する複数の規制を改正・補足した。同通達は外国機関投資家に対し、株式購入における最低資本要件を免除する。これにより、財務省は外国投資家が株式購入注文を提出する際に十分な資金

を保有することを要請しなくなる。代わりに、証券会社は顧客の財務能力を評価するための適切な調査を実施する責任を負う。通達68号は2024年11月2日に発効した。

市場高度化の第二の障壁は、外国資本所有制限（FOL）である。FOL 障壁に関して、ベトナムは2024年と2025年に重要な法改正を実施した。第15回国会第8回会期において、証券法の多くの条項を改正・補充する法律が可決され、2025年1月1日に施行された。国会が改正法を可決してから10日も経たないうちに、財務省は緊急に政令155号改正案のパブリックコメント募集を発表した。直近では2025年9月11日、政府は政令155/2020/ND-CPの複数条項を改正・補充する政令第245/2025/ND-CP号を公布した¹⁰。政令245/2025/ND-CPは、外国人株主の株式売買に関する権利の確保に寄与する。この新政令は、株主総会及び公開会社の定款が、法律及び国際的条約で定められた水準を下回る外国人持株比率の上限を決定することを認める規定を廃止する。

政令第155/2020/ND-CP号第139条第1項e号に基づき最大外国人持株比率を届出済みの公開会社については、当該比率を維持するか、または増加方向に修正し、段階的に法定水準に近づけることが求められる。

同時に、本政令は、公開会社が最大外国人持株比率の届出手続きを完了する期限を定める経過規定を追加した。具体的には、最大外国人持株比率の届出手続きをまだ完了していない公開会社は、政令245/2025/ND-CPの発効日から12ヶ月以内に最大外国人持株比率の届出を完了する責任を負う。上記規定の改正・補充は、外国株主の株式市場における売買権益をより確

10 2020年12月31日付政令第155/2020/ND-CP号は、証券法の複数の条項の実施を詳細に規定した。

実に保障すること、投資法に基づく市場開放の最大水準を遵守すること、ならびに企業に影響を及ぼす事象発生時の外国投資家のリスク軽減を目的とする。政令第245/2025/ND-CP号は署名日である2025年9月11日より発効した。

さらに2025年は、取引システムが分散型インフラから統合された最先端の国際標準プラットフォーム「KRX システム」へ移行するという重要な節目となった。KRXは株式市場取引を管理・運営する情報技術システムであり、2012年にホーチミン証券取引所(HOSE)と韓国取引所の合意により設立された。KRXシステムは2025年5月5日に正式稼働を開始した。稼働以来、安定的・安全かつ円滑に運用されている。本システムは技術インフラを包括的に刷新し、市場の規模拡大を支えただけでなく、市場の深みを増すことに貢献し、新商品・新サービスの導入基盤を整備した。KRXシステムはFTSE ラッセルの格上げ基準達成において戦略的役割を果たしている。

要するに、7年間にわたる法制度改革、特に2024年から2025年にかけての通達68号公布、政令155号改正、KRX システム刷新、と言った改革によりFTSE分類内で、ベトナムのフロンティア市場から二次新興市場への格上げが可能になった。正式な格上げは2026年9月21日付、FTSE ラッセルによる2026年3月予定の最終審査後に決定されるが、ベトナムにとってこの格上げの意義は大きい。

4. 実証分析

4.1 イベント研究手法

本研究はベトナムのデータを基に、株式市場格上げが上場企業に与える影響を測定することを目的とする。イベント研究手法を採用し、株式価格など企業の財務業績に対するイベントの影響を検証する。具体的には、ベトナムにおける株式市場格上げ関連の重要イベントに対する異常収益率(Abnormal Return, AR)を算出する。市場モデルを用い、イベント発生期間と非発生期間の業績を比較分析する。対象企業の日次調整終値を用いた市場モデル¹¹を採用した。各イベントに対し、イベント前150営業日を含む取引日数でイベントウィンドウを(-1,+1), (-5,+5), (-10,+10)と定義した。VN指数(VNIndex)リターンに対するOLS¹²回帰分析により異常リターンを推定した。また累積異常収益率(CAR¹³)を集計した。その後、統計的検定を用いて分析結果の有意性を評価した。

分析対象となる4つのイベントは以下の通りである：

- イベント(1)：2024年11月2日¹⁴における事前資金調達要件の撤廃
- イベント(2)：2025年4月8日¹⁵、FTSEによる中間市場分類結果の発表
- イベント(3)：2025年5月5日、KRXシステム運用開始

11 市場モデルはSharpe (1964) によって開発された手法であり、個別資産の収益率を市場全体の収益率に関連付ける回帰モデルである。詳細はSharpe (1964) を参照。

12 Ordinary Least Squares

13 Cumulative Abnormal Return

14 2024年11月2日は土曜日であったため、事象研究の事象発生日(イベント日)は2025年11月4日(月曜日)となった。

15 ベトナム市場はFTSE中間発表前に閉場したため、イベント研究の事象発生日(イベント日)は2025年4月9日となった。

イベント(4)：2025年10月7日¹⁶，FTSEによる正式な再分類発表

4.2 データ収集

ベトナム上場企業全サンプルについて、終値調整済み株価を毎日収集した。本研究では日次株価を対象とした。調整済み終値タイプである。特定の取引日の調整済み終値とは、翌営業日開始前までに発生したあらゆる分配金や企業行動を反映して修正された終値を指す。過去の研究では、単純な市場価格を超えた企業の株式価値を正確に表すため、歴史的リターン分析に調整済み終値が頻繁に使用されてきた。市場リターンとしてはVN指数のリターンを用いる。

ベトナムの二大取引所であるHOSEとHNXに上場する全企業のデータベースを2024年から2025年にかけて構築した。サンプルサイズは2024年が718社、2025年が606社である。上記のサンプルサイズは、イベント研究における株価データ要件を満たす企業の数を表しており、当該時期に取引所に上場していた全企業の総数ではない。株価および市場指数データは、主要な金融証券情報ポータルであるSpeedaおよび

Vietstock¹⁷からダウンロードした。さらに、詳細な分析のために、財務情報、コーポレートガバナンス、所有構造データはVietstockから収集した。

4.3 研究結果

図表1は、2024年11月2日の事前資金調達要件撤廃に関するCARをまとめたものである。(-1,+1)期間における平均(中央値)CARは0.35%(0.12%)であり、これらの値はいずれも1%水準および5%水準で統計的に顕著であった。713件の異常リターンのうち、389件が正の値であった。(-5,+5)および(-10,+10)の期間についても同様の結果が認められ、平均CARはそれぞれ1.02%、1.68%に上昇し、いずれも統計的に顕著であった。これらの結果は、市場が事前資金調達要件の撤廃を、外国投資家にとっての流動性とアクセシビリティの向上に向けた重要な一歩と捉え、好意的に反応したことを示唆している。

図表2は、2025年4月8日時点のFTSE株式国別分類中間更新の結果をまとめたものである。(-1,+1)期間では、平均CARは0.81%の

図表1 事前資金調達要件撤廃の影響

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符 号検定 (Z-score)
[-1, +1]	0.35***	2.73	0.12**	389:324	2.56
[-5, +5]	1.02***	3.32	0.23***	381:333	2.88
[-10, +10]	1.68***	4.07	0.92***	405:309	4.49

(注) 本表は、外国機関投資家に対する事前資金調達要件の撤廃発表の影響を示す。イベント日は2024年11月4日である。本表は713社のCAR値を示す。市場モデルのCAR値は、市場モデルパラメータの推定期間として-170日目から-20日目を用いて計算した。*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%水準での有意性を示す。

16 ベトナム市場はFTSE年次発表前に閉場したため、イベント研究の事象発生日(イベント日)は2025年10月8日となった。

17 主要なベトナムのデータベースプロバイダー

図表2 FTSE 暫定分類の影響

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 陽性：陰性	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	0.811***	3.62	0.0***	270:248 (ゼロ:88)	3.34
[-5, +5]	-1.863***	5.14	-0.730***	233:333 (ゼロ:40)	4.84
[-10, +10]	-0.330	0.69	0.0	286:292 (ゼロ:28)	0.69

(注) 本表は FTSE 株式別分類中間更新の発表による影響を示す。イベント発生日はベトナム時間 2025年4月9日である。606社の CAR 値を掲載している。市場モデル CAR は、市場モデルパラメータの推定期間として -170日から -20日を用いて計算された。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準での有意性を示す。

図表3 KRX システム稼働開始の影響

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	0.12	1.36	0.00	262:272 (ゼロ:72)	0.28
[-5, +5]	1.31***	4.50	0.13***	314:249 (ゼロ:43)	4.15
[-10, +10]	2.04***	4.10	0.55***	324:253 (0:29)	3.93

(注) 本表は KRX システムの正式運用による影響を示す。イベント日は2025年5月5日。市場モデルの CAR は、市場モデルパラメータの推定期間として -170日から -20日を用いて計算した。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準での有意性を示す。

正值で統計的に有意であった。しかし (-5,+5) 期間では、平均(中央値) CAR が -1.86% (-0.73%) と強く負の値を示し統計的に有意であった。この期間の566件の異常リターンのうち、333件がマイナスであった。直後の反応はプラスであったものの、その後の下落は、この中間レビュー期間中に即時格上げ発表がなかったことに対する市場の反応を反映した可能性が高く、米国の関税政策発表などの外部マクロ経済要因が複合的に影響した可能性もある。2025年4月2日、トランプ大統領は米国への全輸入品に10%の基本関税を適用し、ベトナムを含む数十カ国に対して最大46%の追加関税を課すと表明

した。このイベント研究に使用したイベント日付は4月9日であるため、(-5,+5) や (-10,+10) といったより長い期間の結果には、関税の影響が重複して含まれている可能性がある。

図表3は、2025年5月5日の KRX システム運用開始に対する市場反応を示している。(-1,+1) 期間の平均 CAR は0.12%で統計的に有意ではなかったが、より長い期間の結果は正で極めて有意であった。(-5,+5) 期間では、平均(中央値) CAR は1.31% (0.13%) であった。さらに、(-10,+10) 期間では平均 CAR は2.04%に達し、324の正のリターンに対し253の負のリターンが記録された。これらの結果は、

即時的な影響は中立的であったものの、市場が近代化された取引インフラの利点を徐々に価格に反映させたことを示しており、システム効率の向上が正の異常リターンに寄与するという仮説を支持するものである。

図表4は、2025年10月7日（米国時間）に発表されたFTSE 株式国分類の年次発表に対する市場の反応を示している。FTSE ラッセルの発表によると、ベトナムは2026年3月のレビュー結果に基づき、2026年9月21日付で正式に格上げされる予定である。本発表は格上げを通知するものであるが、実質的には条件付きの格上げといえる。正式な格上げの効力発生日は2026年9月21日である。本イベントは、2025年10月7日の格上げ発表（イベント日は10月8日）に関連する極めて重要な事象である。そのため、本分析では、格上げ発表後の最初の5取引日を含むすべてのイベント窓においてCARを算出している。

データは、全イベント期間において統計的に有意な強いネガティブ反応を示した。即時影響

(-1,+1)に関しては、市場は即時的な下落を経験し、平均累積異常収益率（CAR）は-1.82%であった。センチメントは圧倒的にネガティブで、上昇銘柄109に対し下落銘柄は474に達した。平均CARと中央値CARは、後続のウィンドウではますますマイナスになる。長期影響期間（-10,+10）では売りが加速し、平均CARは-8.00%となり、ニュース発表後の持続的な流動性撤退を示唆している。

主要な好材料発表後のマイナスリターンは「ニュース売り」仮説を裏付ける。投資家は公式発表前に格上げ期待を織り込み、ニュース確定後に利益確定を選択した可能性が高い。広範な下落（マイナスリターンの比率の高さに反映）は、個人投資家や小型株保有者が、資本流入が市場全体を押し上げるのではなく特定の高品質資産に集中すると予測し、積極的にポジションを解消したことを示唆している。

この結果をさらに探るため、再分類発表前後のVN指数のパフォーマンスを観察した。図表5は2025年10月の発表前後のVN指数¹⁸（時価

図表4 FTSE 年次分類発表の影響

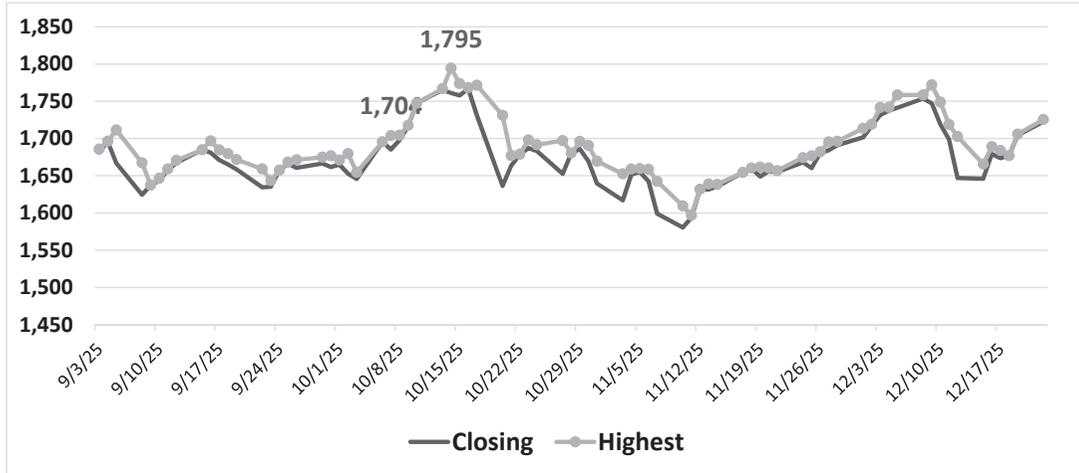
期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符 号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-1.82***	13.87	-1.61***	109:474	14:42
[-2, +2]	-3.29***	16.25	-3.19***	99:484	15:68
[-3, +3]	-5.02***	18.45	-5.06***	87:496	16:72
[-4, +4]	-4.13***	13.60	-3.62***	112:471	14:91
[-5, +5]	-5.37***	14.16	-4.82***	97:486	15:53
[-10, +10]	-8.00***	12.94	-6.51***	110:473	15:20

(注) 本表は、FTSE によるベトナムのセカンダリー新興国市場への格上げ公式発表の影響を示す。イベント発生日は2025年10月8日。市場モデル CAR は、市場モデルパラメータの推定期間として-170日から-20日を用いて計算。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準での有意性を示す。

18 データソース: VietstockFinance

(<https://finance.vietstock.vn/ket-qua-giao-dich?tab=thong-ke-gia&exchange=1&code=-19>)

図表5 再分類発表前後のVNIndex



(注) 本図は、2025年10月8日の市場格上げ発表日を挟み、2025年9月3日から12月22日までのVN指数の推移を示している。実線は終値 (Closing Price) を表し、点付きの実線は日中の最高値 (Highest Price) を表している。

総額加重ベンチマーク)の動きを示している。平均株価(図表4)に見られた広範な市場売りに反し、VN指数は上下に変動する動きを見せた。イベント当日(10月8日)において、同指数は日中最高値1,704ポイントを記録した。その後、VN指数は10月9日から16日にかけて続伸した。この上昇局面において、10月14日には日中最高値1,795ポイントを記録し、史上最高値を更新した。終値ベースでは、10月16日に1,767ポイントという過去最高値を記録している。しかしながら、10月16日以降、VN指数は大幅な下落に転じ、11月7日から11日にかけては終値が1,600ポイントを下回る場面も見られた。

図表6はこの結果をさらに明確にしている。図表6は市場の反応を上位30銘柄(VN30、パネルA)とその他上場証券(パネルB)の2つのグループに分類している。VN30構成企業については、(-5,+5)期間においてVN30グループは平均CARが0.49%(統計的に有意ではな

い)と安定性を示し、変動期においてもこれらの銘柄が価値を維持したことを示唆している。これとは対照的に、残りの証券は同じ(-5,+5)期間で-5.68%という大幅な下落を経験した。この比較は、再分類期間中の「安全資産への逃避」を浮き彫りにしている。大型で流動性が高く、確立された企業を代表するVN30構成銘柄は、安全な避難先として機能するか、機関投資家の保有の主要な対象となった。一方、「その他の銘柄」は「ニュース売り」の影響を最も強く受けた。リスクの高い中小型株から流動性が引き揚げられ、外資流入の恩恵を受けると見込まれる優良株への資金流入に充てられたためである。

VN30構成銘柄の分析に加え、本研究では市場全体をより広範に代表する指標として、VN100指数¹⁹についても検証を行った(付録2参照)。VN100指数は、VNAllshareバスケットの時価総額の95%以上をカバーしており、市場

19 (https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ssc/pages_r/1/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620159088)

図表6 VN30構成銘柄への影響

パネル A：VN30 企業の CAR					
期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-1.70***	5.05	-1.80***	5:24	3.70
[-2, +2]	-0.82	1.15	-1.95***	8:21	2.71
[-3, +3]	-0.66	0.62	-2.05**	5:24	2.21
[-4, +4]	1.13	1.10	-0.35	12:17	0.16
[-5, +5]	0.49	0.35	-1.54	10:19	1.17
[-10, +10]	-4.48**	2.23	-5.42***	5:24	2.99

パネル B：残りの証券に対する CARs					
期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-1.83***	13.33	-1.60***	104:450	13.96
[-2, +2]	-3.42***	16.41	-3.25***	91:463	15.48
[-3, +3]	-5.25***	18.9	-5.24***	82:472	16.63
[-4, +4]	-4.40***	14.18	-4.06***	100:454	15.10
[-5, +5]	-5.68***	14.62	-5.05***	87:467	15.61
[-10, +10]	-8.19***	12.76	-6.53***	105:449	14.91

(注) 本表は VN30 指数構成企業 29 社の CAR 値を示す。パネル A は VN30 構成企業の CAR 値、パネル B はその他上場企業の CAR 値を示す。事象発生日は 2025 年 10 月 8 日である。市場モデル CAR は、市場モデルパラメータの推定期間として取引終了日 -170 日から -20 日を用いて計算された。*, **, *** はそれぞれ 10%, 5%, 1% 水準での有意性を示す。

の代表性が極めて高い指標である。また、上位 10 銘柄の構成比が 47.62% に留まることから、特定の銘柄による支配的な影響が抑制されているという特徴を持つ。

VN100 バスケットの構成銘柄は、VN30 指数の銘柄と VNMidcap バスケットの上位銘柄を組み合わせて選定されており、両指数の優れた特性、すなわち「良好な成長性」、「高い代表性」、「高い流動性」、および「高い分散効果」を兼ね備えている。さらに、この指数は国際機関によるインデックス設計の推奨基準にも合致している。

VN30 指数と VN100 指数の分析結果を比較す

ると、市場の反応には顕著な乖離(ダイバージェンス)が認められる。具体的には、VN30 指数の累積異常収益率(CAR)が格上げ発表後も比較的安定、あるいは正の反応を示したのに対し、VN100 指数の CAR は有意に負の数値を示した。VN100 は VN30 に中堅株(VNMidcap)を加えた構成となっているが、この結果の差は、格上げの恩恵が FTSE 指数の組み入れ対象となる超大型株(VN30)にのみ限定的に集中し、それ以外の中堅株からはむしろ流動性が引き揚げられたことを示唆している。この「市場の二極化」は、ベトナム市場における資金フローの偏りと、市場の深みの不足を浮き彫りにするも

のである。

さらに、2025年11月10日付のFAQにおいて、FTSEは2024年12月31日営業終了時点のデータに基づき、FTSEグローバル・オールキャップ指数適格スクリーニングを満たしたベトナム証券の指標銘柄を公表した。リストには付録3に示す通り28銘柄が含まれていた。サンプルをサブサンプルに分割し、これらの指標企業グループの株価パフォーマンスと残りの企業群を比較する追加分析を実施した。結果を下図表7に示す。

リスト掲載28社中²⁰、VN30指数構成銘柄は14社のみであることが確認された。これらは大型株で流動性が高く、外国投資家向け残余持分株を有する銘柄である。残る14社はVN30構成銘柄に比べ規模は小さいが、FTSE基準を満たす十分な流動性を有する中堅企業である。VN30指数とFTSEの主な相違点は「外国投資家向け残余持分株 (Foreign Room)」にある。VN30指数は外国人所有制限に関わらず企業を組み入れる一方、FTSEリストは既に外国人投資家に対して「上限に達している」企業を除外

する。例えば、FPT、MWGといったVN30指数の大型株や、TCB、VPBなどの大手銀行は、外国人所有制限に達しており（外国人所有株0%）、FTSEグローバル・オールキャップ指数への組み入れ対象外となっている。さらに、GAS、GVR、BID、CTGなどVN30指数の巨大有企業数社は、浮動株比率の低さや国有株比率の問題により、FTSEではアンダーウェイトとなっている可能性がある。

図表8は、FTSEグローバル・オールキャップ指数の候補銘柄として特定された28銘柄のパフォーマンス（パネルA）と、その他の市場（パネルB）との比較を分析したものである。驚くべきことに、FTSE選定候補28銘柄でさえ、直ちに負の異常リターンを示し、(-1,+1)期間における平均CARは-1.80%であった。候補銘柄は下落したものの、(-1,+1)期間における下落幅の中央値(-2.06%)は、前図表で確認された市場全体の圧力と概ね一致していた。FTSE候補銘柄のマイナスパフォーマンスは、主要な恩恵を受けた銘柄でさえ短期的な利益確定売りの対象となったことを示唆している。し

図表7 VN100構成銘柄への影響

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-2.16***	10.51	-1.90	10:84	7.55
[-2, +2]	-2.53***	6.51	-2.34	17:77	6.72
[-3, +3]	-3.84***	6.61	-4.32***	15:79	6.69
[-4, +4]	-2.25***	3.84	-2.38***	25:69	4.48
[-5, +5]	-3.84***	5.33	-3.92***	21:73	5.71
[-10, +10]	-6.84***	7.09	-7.91***	17:77	6.31

(注) 本表はVN100指数構成企業94社のCAR値を示す。事象発生日は2025年10月8日である。市場モデルCARは、市場モデルパラメータの推定期間として取引終了日-170日から-20日を用いて計算された。*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%水準での有意性を示す。

20 別添2に*印が付されている企業は、2025年12月時点のVN30指数構成企業である。

図表8 FTSE グローバル・オールキャップ指数への採用候補銘柄の影響

パネル A：28 銘柄の潜在証券に対する CARs

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-1.80***	3.83	-2.06***	6:22	3.18
[-2, +2]	-1.65*	1.88	-2.18***	5:23	2.68
[-3, +3]	-2.19	1.55	-3.74*	5:24	2.11
[-4, +4]	-0.54	0.40	-1.10	9:19	1.25
[-5, +5]	-1.41	0.79	-3.38	9:19	1.61
[-10, +10]	-7.52***	3.18	-8.48***	4:24	3.07

パネル B：残りの証券に対する CARs

期間	平均 CAR (%)	平均 CAR の t 統計量	中央値 CAR (%)	数 正：負	中央値 CAR の符号検定 (Z-score)
[-1, +1]	-1.82***	13.41	-1.61***	103:452	14.04
[-2, +2]	-3.38***	16.25	-3.20***	94:461	15.47
[-3, +3]	-5.17***	18.72	-5.13***	82:473	16.67
[-4, +4]	-4.31***	13.91	-3.76***	103:452	15.01
[-5, +5]	5.57***	14.41	-4.91***	88:467	15:57
[-10, +10]	-8.03***	12.56	-6.23***	106:449	14.86

(注) 本表は、2024年12月31日(火)営業終了時点のデータに基づき、FTSE グローバル・オールキャップ指数の適格スクリーニングを満たした28社の CAR 値を示す。パネル A は28社の CAR 値を、パネル B は残りの上場企業の CAR 値を示す。イベント日は2025年10月8日である。市場モデル CAR は、市場モデルパラメータの推定期間として取引終了日前170日から20日までの期間を用いて計算された。*, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1%水準での有意性を示す。

かし、このリストの構成がニュアンスを説明している：28社中 VN30に属するのはわずか14社である。このリストには、FTSEにとって十分な流動性を持つものの、平均リターンを支える時価総額ウェイトを持たなかった可能性のある中堅企業が含まれている。さらに本文では「外国人保有上限問題」を指摘している：FPT, MWG, TCB など多くの VN30上位銘柄が、既に外国人保有上限に達しているため本 FTSE リストに含まれていない。これにより複雑な力学が生じ、投資家が購入を希望する銘柄（高成長の VN30銘柄）が FTSE が組み入れ可能な銘柄

柄と一致しない可能性があり、両グループに混在した取引シグナルとボラティリティをもたらしている。

5. 結論と示唆

本稿は、ベトナムがフロンティア市場から二次新興市場へ移行したことが上場企業に与えた影響を実証的に調査した。2024年および2025年の様々なイベント期間における株価データを分析することで、ベトナムが世界金融舞台へ歴史的に統合されたことに対する市場の反応を明ら

かにした。結論として、格上げに関連する構造的改革は投資家に好意的に受け止められたものの、実際の格上げ発表は市場全体に一時的な利益確定売りを誘発したことが明らかになった。本研究で導入したイベント窓の分析結果は、発表後の負の異常リターンが単発的なものではなく、一定期間持続したことを裏付けている。さらに、本研究の最も重要な発見は、ベトナム市場における「市場の二極化」²¹の顕在化である。VN30指数構成銘柄を中心とする大型ブルーチップ銘柄が格上げの恩恵を享受する一方で、VN100指数に含まれる中堅株やその他の広範な銘柄では流動性が枯渇し、株価が著しく下落するという「指数の上昇と市場実態の乖離」が確認された。これらの結果は、ベトナム当局に対する重要な政策的示唆を含んでいる。市場格上げを真の意味で持続的な成長につなげるためには、特定の大型銘柄に依存する脆弱な市場構

造を改善し、市場全体の厚みと流動性を向上させることが不可欠である。今後は、外国人投資家のアクセシビリティ向上に加え、国内投資家基盤の拡充や中小型株の透明性確保など、市場の多様性を育む包括的な施策が求められる。

参 考 文 献

- グエン テイ フォン タン (2025) 「ベトナムの上場企業: 過去10年間のレビュー」『証券レビュー』第65巻第2号, 65-80頁。
- グエン テイ フォン タン (2024) 「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?」『証券レビュー』第64巻第5号, 1-10頁。
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

21 ベトナムの新聞では、この現象を説明するのに (Xanh và đỏ lòng) 「外側は緑、内側は赤」というフレーズがよく使われる。
(<https://www.vietnam.vn/en/khong-con-xanh-vo-do-long-thi-truong-chung-khoan-se-buoc-vao-giai-doan-can-bang-hon>)
(<https://baotintuc.vn/thi-truong-tien-te/chung-khoan-lap-dinh-lich-su-nhung-thi-truong-van-xanh-vo-do-long-20251013163602022.htm>)

付録1 2025年10月7日時点のFTSE 株式国別分類

No.	先進国	先進新興国	二次新興国	フロンティア
1	オーストラリア	ブラジル	チリ	バーレーン
2	オーストリア	チェコ共和国	中国	バングラデシュ
3	ベルギー/ルクセンブルク	ギリシャ	コロンビア	ボツワナ
4	カナダ	ハンガリー	エジプト	ブルガリア
5	デンマーク	マレーシア	アイスランド	コートジボワール
6	フィンランド	メキシコ	インド	クロアチア
7	フランス	南アフリカ	インドネシア	キプロス
8	ドイツ	台湾	クウェート	エストニア
9	香港	タイ	フィリピン	ガーナ
10	アイルランド	トルコ	カタール	ヨルダン
11	イスラエル		ルーマニア	カザフスタン
12	イタリア		サウジアラビア	ケニア
13	日本		アラブ首長国連邦	ラトビア
14	オランダ			リトアニア
15	ニュージーランド			マルタ
16	ノルウェー			モーリシャス
17	ポーランド			モンゴル
18	ポルトガル			モロッコ
19	シンガポール			オマーン
20	韓国			パキスタン
21	スペイン			パレスチナ
22	スウェーデン			ペルー
23	スイス			北マケドニア共和国
24	英国			セルビア
25	アメリカ			スロバキア共和国
26				スロベニア
27				スリランカ
28				タンザニア
29				チュニジア
30				ベトナム

付録2 VN30およびVN100指数に含まれる企業

証券コード	名 称	業界分類	指数グループ
ACB	Asia Commercial Joint Stock Bank	Banking	VN30
BCM	Investment and Industrial Development Corp	Real Estate	VN30
BID	BIDV (Bank for Inv. and Dev. of Vietnam)	Banking	VN30
CTG	VietinBank	Banking	VN30
DGC	Duc Giang Chemicals Group JSC	Chemicals	VN30
FPT	FPT Corporation	Technology	VN30
GAS	PV Gas (Petrovietnam Gas)	Utilities	VN30
GVR	Vietnam Rubber Group	Rubber	VN30
HDB	HDBank	Banking	VN30
HPG	Hoa Phat Group	Steel	VN30
LPB	LPBank	Banking	VN30
MBB	MBBank (Military Bank)	Banking	VN30
MSN	Masan Group	Consumer Goods	VN30
MWG	Mobile World Investment Corp	Retail	VN30
PLX	Petrolimex	Energy	VN30
SAB	Sabeco	Food & Beverage	VN30
SHB	SHB Bank	Banking	VN30
SSB	SeABank	Banking	VN30
SSI	SSI Securities Corporation	Financial Services	VN30
STB	Sacombank	Banking	VN30
TCB	Techcombank	Banking	VN30
TPB	TPBank	Banking	VN30
VCB	Vietcombank	Banking	VN30
VHM	Vinhomes	Real Estate	VN30
VIB	VIB Bank	Banking	VN30
VIC	Vingroup	Conglomerate	VN30
VJC	Vietjet Air	Aviation	VN30
VNM	Vinamilk	Food & Beverage	VN30
VPB	VPBank	Banking	VN30
VRE	Vincom Retail	Real Estate	VN30
BVH	Bao Viet Holdings	Insurance	VNMidcap
AGR	Agribank Securities	Financial Services	VNMidcap
ANV	Nam Viet Corp	Food & Beverage	VNMidcap
BCG	Bamboo Capital	Renewable Energy	VNMidcap
BMP	Binh Minh Plastics	Materials	VNMidcap
BSI	BIDV Securities	Financial Services	VNMidcap
BWE	Biwase	Utilities	VNMidcap
CII	HCMC Infrastructure Investment	Construction	VNMidcap
CMG	CMC Corp	Technology	VNMidcap
CTD	Coteccons Construction	Construction	VNMidcap

株式市場格上げが上場企業に与える影響：ベトナムにおける実証研究

証券コード	名 称	業界分類	指数グループ
CTR	Viettel Construction	Construction	VNMidcap
CTS	VietinBank Securities	Financial Services	VNMidcap
DBC	Dabaco Group	Food & Beverage	VNMidcap
DCM	Petrovietnam Camau Fertilizer	Chemicals	VNMidcap
DGW	Digiworld	Retail	VNMidcap
DIG	DIC Corp	Real Estate	VNMidcap
DPM	Petrovietnam Fertilizer & Chemicals	Chemicals	VNMidcap
DSN	Dam Sen Water Park	Travel & Leisure	VNMidcap
DXG	Dat Xanh Group	Real Estate	VNMidcap
DXS	Dat Xanh Services	Real Estate	VNMidcap
EIB	Eximbank	Banking	VNMidcap
FTS	FPT Securities	Financial Services	VNMidcap
GEE	Gelex Electric	Industrial Goods	VNMidcap
GEX	GELEX Group	Industrial Goods	VNMidcap
GMD	Gemadept	Logistics	VNMidcap
HAG	Hoang Anh Gia Lai	Agriculture	VNMidcap
HAH	Hai An Transport	Logistics	VNMidcap
HCM	HSC Securities	Financial Services	VNMidcap
HDC	Ba Ria - Vung Tau House Dev	Real Estate	VNMidcap
HDG	Ha Do Group	Real Estate	VNMidcap
HHV	Deo Ca Traffic Infrastructure	Construction	VNMidcap
HSG	Hoa Sen Group	Steel	VNMidcap
HT1	Ha Tien 1 Cement	Materials	VNMidcap
IMP	Imexpharm	Pharmaceuticals	VNMidcap
KBC	Kinh Bac City Development	Real Estate	VNMidcap
KDC	KIDO Group	Food & Beverage	VNMidcap
KDH	Khang Dien House	Real Estate	VNMidcap
KOS	Kosy Joint Stock Company	Real Estate	VNMidcap
MSB	Maritime Bank	Banking	VNMidcap
NAB	Nam A Bank	Banking	VNMidcap
NKG	Nam Kim Steel	Steel	VNMidcap
NLG	Nam Long Investment	Real Estate	VNMidcap
NT2	Nhon Trach 2 Power	Utilities	VNMidcap
NVL	Novaland	Real Estate	VNMidcap
OCB	Oricombank	Banking	VNMidcap
ORS	Tien Phong Securities	Financial Services	VNMidcap
PAN	The PAN Group	Agriculture	VNMidcap
PC1	PC1 Group	Utilities/Construction	VNMidcap
PDR	Phat Dat Real Estate	Real Estate	VNMidcap
PHR	Phuoc Hoa Rubber	Rubber	VNMidcap

証券コード	名 称	業界分類	指数グループ
PNJ	Phu Nhuan Jewelry	Retail	VNMidcap
POW	PV Power	Utilities	VNMidcap
PPC	Pha Lai Thermal Power	Utilities	VNMidcap
PTB	Phu Tai	Materials	VNMidcap
PVD	PV Drilling	Energy	VNMidcap
PVT	PV Trans	Logistics/Energy	VNMidcap
REE	REE Corp	Utilities	VNMidcap
SBT	Thanh Thanh Cong - Bien Hoa	Food & Beverage	VNMidcap
SCS	Saigon Cargo Service	Logistics	VNMidcap
SJS	Sudico	Real Estate	VNMidcap
SZC	Sonadezi Chau Duc	Real Estate	VNMidcap
TCH	Hoang Huy Investment	Financial Services	VNMidcap
TLG	Thien Long Group	Consumer Goods	VNMidcap
VCG	Vinaconex	Construction	VNMidcap
VCI	Vietcap Securities	Financial Services	VNMidcap
VHC	Vinh Hoan Corp	Food & Beverage	VNMidcap
VIX	VIX Securities	Financial Services	VNMidcap
VND	VNDirect Securities	Financial Services	VNMidcap
VPI	Van Phu - Invest	Real Estate	VNMidcap
VSC	Vietnam Container Shipping	Logistics	VNMidcap
VSH	Vinh Son - Song Hinh Hydropower	Utilities	VNMidcap

付録3 FTSE グローバル・オールキャップ指数の候補銘柄

No.	証券コード	名 称	証券取引所	規模指標
1	HPG	ホアファットグループ株式会社*	ホーチミン	大
2	VCB	ベトナム商業銀行*	ホーチミン	大
3	VIC	ビンググループ*	ホーチミン	大
4	VHM	Vinhomes*	ホーチミン	大
5	MSN	マサングループ株式会社*	ホーチミン	中
6	SAB	サイゴンビール・アルコール飲料*	ホーチミン	中
7	VNM	ベトナム乳業株式会社*	ホーチミン	中
8	DXG	ダット・ザン・グループ	ホーチミン	小
9	DIG	開発投資建設株式会社	ホーチミン	小
10	DGC	Ducgiang Chemicals & Detergent Powder*	ホーチミン	小
11	FRT	FPT デジタルリテール	ホーチミン	小
12	KDH	カンディエンハウストレーディング&インベストメント	ホーチミン	小
13	KDC	キン・ド株式会社	ホーチミン	小
14	KBC	キンバック・シティ・ディベロップメント・シェア・ホールディング・コーポレーション	ホーチミン	小
15	DPM	Petrovietnam Fertilizer & Chemical JSC	ホーチミン	小
16	PDR	ファット・ダット不動産開発	ホーチミン	小
17	STB	サイゴン・トゥオンティン商業株式会社*	ホーチミン	小
18	SHB	サイゴン・ハノイ商業銀行*	ホーチミン	小
19	SSI	SSI 証券*	ホーチミン	小
20	HUT	タスコ	ハノイ	小
21	VCI	ベトナム資本証券	ホーチミン	小
22	VJC	ベトジェット航空*	ホーチミン	小
23	GEX	ベトナム電気機器	ホーチミン	小
24	EIB	ベトナム輸出入商業株式会社	ホーチミン	小
25	PLX	ベトナム国営石油グループ*	ホーチミン	小
26	VRE	ビンコム・リテール*	ホーチミン	小
27	VIX	VIX 証券	ホーチミン	小
28	VND	VNDirect 証券株式会社	ホーチミン	小

(注) *はVN30の企業である。

(立教大学グローバル・リベラルアーツ・プログラム運営センター特任准教授・
当研究所客員研究員)