

ベトナムの上場企業… 過去一〇年間のレビュー

グエン ティ フォン タン

一、はじめに

企業は経済、環境、社会の発展に貢献する重要な役割を担っている。ベトナムでは、二〇二四年のGDPの六五%以上は企業部門の貢献であった。近年、ベトナム経済は高経済成長率を維持しており、株式市場を通じてベトナム企業への投資に関心を持つ投資家も増えている。本レビューでは、ベトナム企業、特に過去一〇年間の上場企業の概要を紹介する。本レビューは二部構成となっ

ており、第一部では、ベトナムの上場企業について、所有構造、コーポレート・ガバナンスの特徴、業績などを中心に紹介する。第二部では、上場企業に影響する近年実施された重要な政策を紹介する。

二、ベトナム企業の全体像

(1) ベトナム企業の概要

近年(二〇一八〜二〇二三年)のベトナム企業の統計は、「White Book on Vietnamese Enter

prises (ベトナム企業白書)で見ることができ
る。同白書は計画投資省(MPI)が二〇一九年
から毎年編集・発行し、セクター別、タイプ別、
地域別に企業の状況を概観することができる。ベ
トナム企業の発展に関する主な指標には、全国の
企業総数、各地域の企業の成長率や質などが含ま
れる。同白書によると、二〇一八年一月三十一日
時点で、全国に活動中の企業は七一万四、七五五
社であり、ホーチミン市が二二万八、二六七社で
最も多く、続いてハノイ市の一四万三、一一九社
であった。

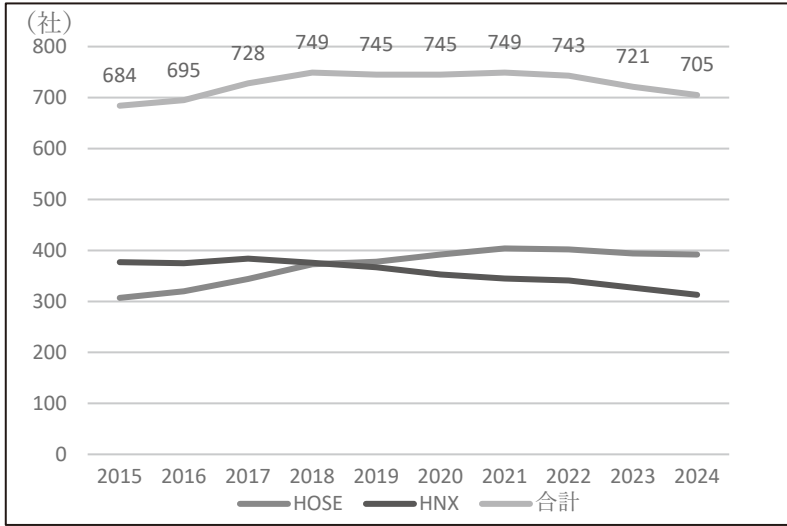
二〇二四年一月二六日に発行された最新版に
よると、二〇二三年一月三十一日時点で、全国に
は九二万一、三七二社の企業が操業しており、二
〇一八年と比較してその数は二八・九%増加し
た。自治体別でみた企業数はホーチミン市の二七
万三、〇七一社が最も多く全体の二九・六%を占

めており、ハノイ市の一九万二、一九七社(同二
〇・九%)が続く。経済部門別では、サービス業
が最も企業数が多く、六二万八、〇三六社で全国
の企業総数の六八・二%を占めている。工業部門
は一五万五、二七五社で一六・八%を占める。以
下、建設業は一二万五、九〇二社(一三・六%)
が続き、農林水産業部門は一万二、一五九社で
一・三%を占めている。

(2) 証券取引所の上場企業

ベトナム全国で企業数が増加している一方で、
ホーチミン証券取引所(HOSE)とハノイ証券
取引所(HNX)の二つの主要な証券取引所に上
場している企業数には、過去一〇年間でわずかな
変動しかみられない。二〇一五年の上場企業数は
合わせて六八四社だったが、二〇二四年末で上場
しているのは七〇五社、このうち三九二社がH〇

図表 1 上場企業総数 (2015年～2024年)



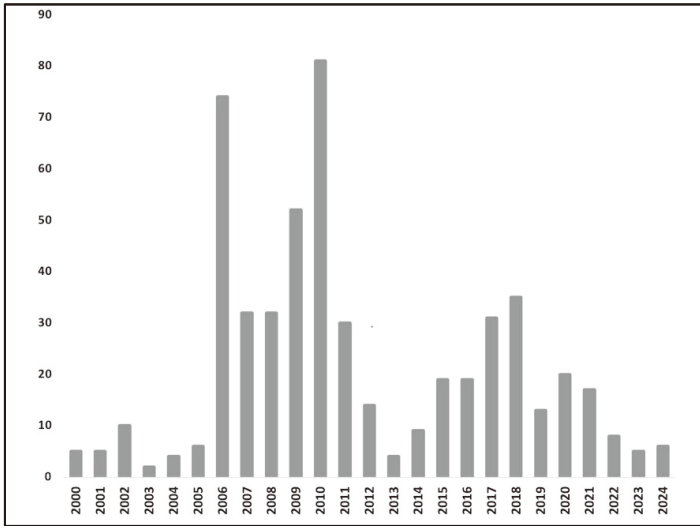
〔出所〕 ベトナム国家証券委員会

SEに上場しており、HNXの上場企業は三三三社である。図表1は、過去一〇年間の上場企業数を示している。

図表1からは、この一〇年間でHOSEの上場企業数が増加し、HNXを抜いてベトナム最大の証券取引所となったことがわかる。

HNXと比較してHOSEは、最低拠出資金、企業運営期間、業績、情報開示の面で、HNXよりも厳しい要件と高い基準を設けている。上場企業に求められる基準が高いことで、HOSEは投資家、特に外国投資ファンドから大きな注目を集め、結果として流動性も向上している。以前は、多くの企業がHOSEへの上場を希望していたが要求される基準を満たせず、HNXへの上場を選択せざるを得なかった。HNXへ上場後に、条件を満たすことが出来る企業がHOSEへと移ったのである。企業は、この移動が株式の市場

図表2 新規上場企業数(2000年~2024年)



〔出所〕 DNSE 証券

価値を高め、株主により良い利益をもたらすと考
えている。さらに、企業がH O S Eに移籍する理
由の一つとしてV N I N D E X（ベトナムV N 指
数）への採用を挙げることができる。V N I N D
E Xは、H O S E上場全銘柄の時価総額加重平均
型の株価指数である。ベトナム株式市場を代表す
る指数であり、投資ファンド等が投資効率を測定
する基準としても使用されている。

ベトナムの上場企業数が低迷している理由とし
て、新規上場企業が少ないことと、規制により上
場廃止となる企業が増加していることを挙げること
ができる。図表2は、過去一〇年間の新規上場
企業数を示しており、近年は減少傾向にあること
がわかる。

新規上場企業数が制限された理由としては、上
場条件がより厳しく管理されるようになり、財務
報告書の健全性が重視され、少なくとも一〜二年

間利益を出している優良企業であることが求められるようになったことを挙げるができる。

また、近年の上場企業の不祥事により市場の監視能力が問題視されており、特に大企業はベトナム証券市場に上場することのメリットが薄いと感ずるケースも見受けられる。

近年発覚した、巨額の不正事件の例としては、二〇二二年にバンブー航空の創業者として有名なFLCグループのチン・バン・クエット会長が株価操作の容疑で逮捕されたケース、タン・ホアン・ミン不動産開発グループのドー・アイン・ズン会長が資産の不正流用の疑いで拘束されたケースなどがあり、二〇二二年一〇月の不動産大手バイン・ティン・ファットのチュオン・ミー・ラン会長が社債詐欺に関与したとして逮捕されたことは証券市場に大いなる負の影響を与えた。これらの不祥事が市場の株価に及ぼした影響は収束したも

の、上場企業のレピュテーションが回復したとは言いがたい。

上場廃止に繋がる主な規制上の理由は、①三年連続の赤字、②自己資本がマイナス、累積損失が自己資本を上回る、③情報開示義務への違反、④監査人が年次財務諸表に対する意見を拒否した、などがある。

(3) ベトナムの上場企業の特徴

ここでは、ベトナムの上場企業の特徴を、コーポレート・ガバナンス、財務パフォーマンス、所有構造の三つの側面に焦点を当てて説明する。これらはOSIRISデータベースを活用してデータベースを構築し、株価と株式市場指数に関する情報はFacts&figuresから入手した。その他の重要なデータソースは、企業のウェブサイト、財務省および国家証券委員会のウェブサイトを参照した。

図表3 上場企業の要約統計 (2015年～2023年)

	企業数	平均	標準偏差	中央値
取締役会あたりの取締役総数 (名)	6,236	5.45	1.30	5.00
社外取締役 (ダミー変数)	6,236	0.77	0.42	1.00
社外取締役比率 (%)	6,236	32.66	25.89	33.33
女性取締役 (ダミー変数)	6,236	0.57	0.49	1.00
女性取締役比率 (%)	6,236	16.69	18.18	16.67
女性 CEO (ダミー変数)	6,236	0.07	0.26	0.00
レバレッジ (%)	6,090	47.21	22.52	48.16
ROA (%)	6,090	5.49	7.93	4.21
ROE (%)	6,090	8.31	67.79	9.24
トービンのQ	5,625	1.03	1.74	0.73
外国人持ち株比率 (%)	6,153	9.83	14.74	2.65
政府保有比率 (%)	5,672	13.47	24.00	0.00
国内機関投資家保有比率 (%)	5,941	32.46	29.25	30.83
国内個人保有比率 (%)	5,941	12.90	18.86	0.00

また、ベトナム企業に関連するその他の情報については、Wikipedia や Bloomberg などのインターネット・ソースからニュースや入手可能な情報を得ている。

我々のデータベースの企業は、総資産利益率 (ROA)、自己資本利益率 (ROE)、トービンのQなどの業績指標に関する情報 (二〇一五年から二〇二三年まで) が入手可能なすべての上場企業を含んでいる。実証分析のための最終的なデータセットは、二〇一五年から二〇二三年までの九企業年における六、二二六の観察で構成される。図表3は、分析に使用した主要変数の要約統計量である。これらは、二〇一五年から二〇二三年までの二つの証券取引所 (H O S E と H N X) に出場しているすべての企業を含む、毎年約七〇〇社のアンバランス・パネル・データである。最初の列は変数名である。

コーポレート・ガバナンスの特徴については、図表3に示すように、ベトナムの取締役会は平均五名で、そのほとんどが社内取締役である。社外取締役が取締役に占める割合は三二・六六%である。ほとんどの取締役は男性で、女性取締役は全取締役の一六・六九%を占める。図表3によると、企業年観測の七七%に社外取締役が少なくとも一名、企業年観測の五七%に女性取締役が少なくとも一名いる。

トップ・ポジションに関しては、女性CEOが取締役に就任している企業年は全体の七%である。我々のデータベースには、七九六社の上場企業の情報が二〇一五年から二〇二三年まで記録されている。この七九六社のうち、この期間に女性CEOが率いた企業は一一四社であった。ちなみに日本企業の取締役会の規模は平均八名程度であるが、社外取締役比率は平均二九・三四%に過ぎ

ず、取締役会規模は大きいものの、ベトナムより若干大きい。また、日本企業の女性役員比率は平均五・二八%で、ベトナム企業の一六・六九%よりはるかに低い。女性CEOの数についても同様で、久保・グエン（二〇二一）で示しているように、日本の上場企業三、五〇〇社のうち、女性が社長を務める企業は七七社に過ぎない。日本企業と比べて、ベトナム企業の方が取締役会の独立性が高く、多様性に富んでいると言える。

財務パフォーマンスに関しては、図表3によれば、ベトナムの上場企業のレバレッジ（負債比率）は四七・二一%、ROAは五・四九%、ROEは八・三一%、トビンのQは一・〇三%である。同時期の日本企業で対応情報を見つけないのは難しい。しかし、日本経済新聞社が提供するCGESデータベースを用いると、二〇二三年の日本企業のROAとROEはそれぞれ二・六九と二・

七四であり、ベトナム企業のそれ（四・三五と三・〇七）よりも小さいことがわかる。しかし、二〇二三年における日本企業の全上場企業の平均トービンのQは二・九六であり、ベトナム企業（二・一二）よりもはるかに高い。

所有構造については、図表3で示すように、平均すると外国人所有比率は九・八三%で、政府所有比率（一三・四七%）、国内機関投資家所有比率（三二・四六%）、国内個人所有比率（一二・九%）を下回っている。OECD（二〇二三年）によると、ベトナムはASEAN地域でマレーシアに次いで二番目に高い国の保有比率となっている。

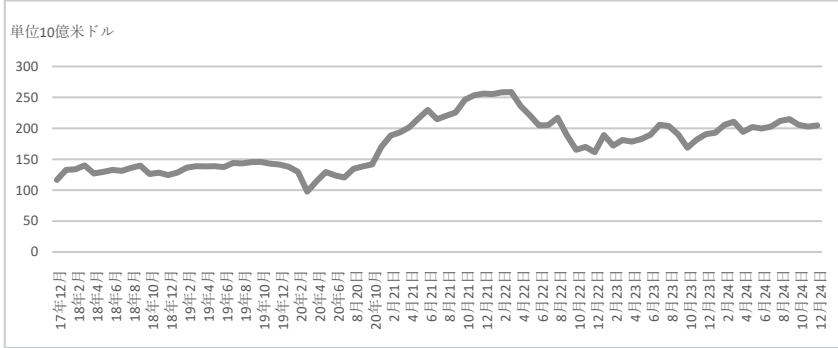
三、ベトナムの上場企業と 株式市場

(1) 過去一〇年間の株式市場パフォーマンスの概

要

図表4は、二〇一七年一月から二〇二四年一月までのホーチミン証券取引所（HOSE）の時価総額の動きを示している。データは世界取引所連盟のウェブサイトから収集した。時価総額はHOSEに上場する全上場企業の合計であり、月次データである。二〇一七年一月までに、HOSEにおける時価総額は一、一六六億米ドルであった。二〇二四年二月末までに、時価総額は二〇一七年から七五・四%以上上昇し、二、〇四六億米ドルに達する。特筆すべきは、この七年間で、HOSEの時価総額は二〇二二年三月に最高

図表4 ホーチミン証券所の時価総額（月次データ、2017～2024年）



〔出所〕 世界取引所連盟

値を記録し、二、五八六億米ドルに達したことである。二〇二四年一月三〇日時点で、HOSEには資本金が一〇億米ドルを超える企業が四〇社あり、そのうち一〇〇億米ドルを超える企業はベトナム対外貿易銀行 (Vietcombank) とベトナム投資開発銀行 (BIDV) の二社である。

前述したように、ベトナムにはHOSEとHNXという二つの大きな証券取引所がある。HNXの時価総額は、二〇二四年末までに約一二七億米ドルである。その結果、二〇二四年一月二月にはベトナム市場全体の上場株式の時価総額は二、一七三億米ドルを超えている。ASEAN地域の中で、ベトナム株式市場の時価総額は第六位である。しかしながら、日本の時価総額と比較するとベトナムの時価総額はまだ非常に小さく、JPXの時価総額の三・三％に過ぎない。

二〇二〇年末から現在まで、HOSEに上場す

図表5 投資家別口座数の構成（2015年～2024年）

日付	国内個人 投資家	国内機関 投資家	外国人個人 投資家	海外機関 投資家	投資家 口座合計
31/12/2015	1,486,644	6,343	15,221	2,656	1,510,864
31/12/2016	1,685,598	7,438	16,850	2,503	1,712,389
29/12/2017	1,890,521	8,472	19,696	2,865	1,921,554
31/12/2018	2,144,735	9,298	24,975	3,319	2,182,327
31/12/2019	2,332,560	10,119	28,511	3,704	2,374,894
31/12/2020	2,725,087	11,251	31,134	3,937	2,771,409
31/12/2021	4,257,724	12,977	35,374	4,136	4,310,211
31/12/2023	7,230,742	16,235	40,833	4,551	7,292,361
30/11/2024	9,091,912	17,599	42,976	4,622	9,157,109

〔出所〕 ベトナム国家証券委員会

る全銘柄を対象とする指数であるVNINDEXは常に、○○○ポイントを超えている。二〇二四年一月二七日現在、VNINDEXは一二七五・一四ポイントに達し、二〇二三年末に比べ二・九％上昇し、二年連続の上昇を記録した（二〇二三年は一二・二％上昇）。

過去一〇年間のベトナム株式市場のもう一つのポジティブな情報は、図表5に示すように、投資家の口座数が二〇一五年以降、年々増加していることである。投資家口座数は二〇二四年末には九一五万口座となり過去最高に達した。しかしながら、その九九％は図表5に示すように国内の個人投資家口座である。外国人個人投資家、機関投資家の口座数は年々増加しているが、それでも全体の1％にも満たない。

(2) 重要な法律とその企業への影響

① ガバナンス関連の規制

二〇一八年の世界銀行報告書によると、ベトナムのコーポレート・ガバナンスの評価は、他の ASEAN 諸国であるシンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアと比較して最も低い。この状態を改善すべく、二〇一九年八月にベトナム国家証券委員会は、国際金融公社（IFC）、世界銀行、スイス経済事務局（SECO）の支援を受けて、「ベトナム・コーポレート・ガバナンス・コード・オブ・ベスト・プラクティス（CGC）」を公表した。CGCはベトナムの上場企業を対象とし、(i)取締役会の責任、(ii)倫理的企業文化の維持、(iii)情報開示と透明性、(iv)株主の権利、(v)ステークホルダーとの関係など、一〇の原則と小原則からなる五つの分野に分かれている。これはコーポレート・ガバナンス・コードを自主

的に導入している他の国と同様であるが、他の国では「遵守か説明か」を求めているのに対して、ベトナムでは遵守しない場合でも説明の必要はない。

企業がCGCを遵守しているか否かを調べるために、CGC後に社外取締役が多く選任されているか否かを見て、取締役会の構成の変化を調べてみよう。CGCは、取締役会構成員の少なくとも三分の二を社外取締役とすることを推奨している。図表6に示されるように、CGC後、社外取締役比率の増加が観察されたが、その水準はまだ推奨比率よりはるかに小さい。

② 市場関連規制

ベトナム政府は、二〇二五年にベトナム株式市場を「フロンティア市場」から「新興国市場」に格上げすることを目指している。現時点で、ベト

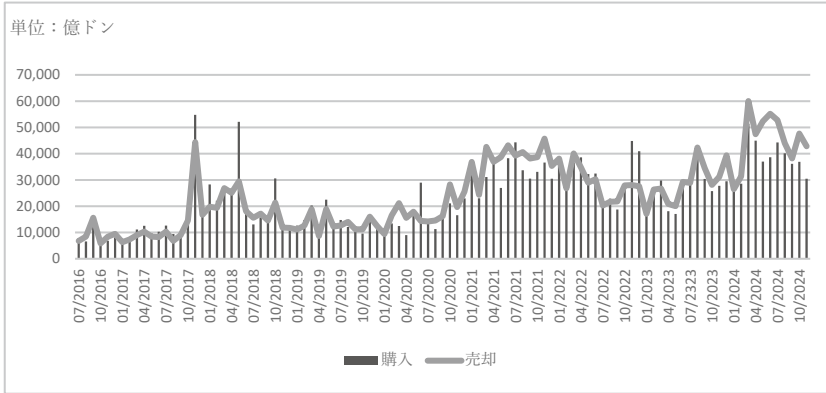
図表6 上場企業の役員構成の変化（2015～2023年）

年	上場企業数	平均 社外取締役比率	の中央値 社外取締役比率
2015	647	19.23	16.67
2016	694	25.55	20.00
2017	717	27.17	20.00
2018	733	31.42	28.57
2019	737	35.85	40.00
2020	742	30.90	28.57
2021	645	41.08	40.00
2022	672	41.85	40.00
2023	649	41.61	40.00

ナムが新興市場の地位を獲得するために解決しなければならぬ二つの重要な障壁がある。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なければならぬことを意味する。ベトナムの現在の規制では、外国人投資家は取引前に一〇〇%の入金を行う必要がある。

事前資金調達の問題を解決するため、二〇二四年九月一八日に通達第六八／二〇二四／TT-B TC号が発行され、二〇二四年一月二日より発効している。この通達は、証券取引システムを通じた証券取引、証券取引の清算・決済、証券会社の活動、証券市場における情報開示などを規制する通達のいくつかの条文を修正・補足するものである。通達六八によると、発効日以降、外国人機関投資家は発注時に十分な資金がなくてもベトナム

図表7 外国人投資家の取引額 (2016年～2024年)



〔出所〕 ベトナム国家証券委員会

ム株を購入できるようになる。この通達の効果を評価するには時期尚早であるが、ベトナムの市場の発展に向けた重要な取り組みと評価できる。

外国人投資家は一月第一週にも六、七三〇億ドンの売り越しを記録した。二〇二四年、ベトナムの株式市場は、図表7で示すように、外国人投資家による大きな売り越しを記録した。H O S Eの統計によると、外国人投資家は二〇二四年に株式、債券、ファンド証書、ETF、ワラントを購入するために四三八兆九、〇二〇億ドンを超える資金を投入した。その一方で、外国人投資家は五、二九〇億ドンの証券を売却している⁽³⁾。このように、外国人投資家はH O S Eで九〇兆三、一一〇億ドン(三五億五、〇〇〇万米ドル)以上を売り越した。これは、二〇二二年の売り越しに続き、ベトナム株式市場の歴史上、過去最高の水準である。外国人投資家の売り行動には、米ドルと

ベトナムドンの金利差、金融政策、為替レートの高騰など、いくつかの理由がある。しかしながらこの現象はベトナムだけでなく、インド、インドネシア、タイ、韓国、台湾、フィリピンなど、この地域の他の市場でも観察されている。外国人投資家の継続的な売り越しは、彼らが実際には事前資金調達以外のサービスを利用していないことを意味する。したがって、通達六八の影響を評価するには、もう少し時間が必要である。

市場の格上げにとつての第二の障壁は、外国人所有権制限(FOL)である。現在、上場企業の場合、外国人投資家の資本所有率は五〇%に制限されている(政令一五五/二〇二〇/ND-CP 第一三九条による)。また、外国人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三〇%を超えてはならない(政令第一〇一/二〇一四/ND-CPに規定)。FOLの障壁に

関して、ベトナムは二〇二四年に大幅な法改正を実施した。第八回国会で、第一五回国会は証券法の多くの条文を修正・補足する法律を可決し、二〇二五年一月一日から施行されている。国会が同法改正案を可決してから一〇日も経たないうちに、財務省は政令一五五号の改正草案に関する意見募集を緊急に発表した。これには、(i)証券・証券市場活動の透明性・効率性・一貫性の向上、(ii)外国人投資家の株式市場参入の障害となる規制を撤廃し、証券取引の清算・決済の安全性を確保し、持続可能な株式市場の高度化を目指す、(iii)証券・証券市場分野の行政手続きの簡素化、が含まれている。改正政令によると、上場企業には外国人持ち株比率を法律で規定された最大比率より引き下げる権利がなくなる。

この点をより具体的に記すと、政令第一五五号第一三九条第一項e号の現行規定では、上場企業

に法律で定められた比率よりも低い外国人持株比率の上限を決定することを認めているが、この比率は株主総会で承認され、会社の定款に明記されなければならない。そのため、取締役会が提案

し、大多数の株主が承認した外国人所有比率を減らした会社も多い。例えば、二〇二四年六月、ベトナム国際商業合資銀行（VIB）の臨時株主総会は、外国人所有比率の上限を二〇・五%から四・九九%に削減する提案を承認した。圧倒的多数で、かなり予想外ではあったが、上記の提案はすぐに承認された。しかし、同様の提案は今後実現不可能になるかもしれない。改正草案では、国家当局が上場企業の外国人持ち株比率の上限を決定できるというこの規定が調整された。改正政令は二〇二五年に施行される予定である。上記のような外資比率を引き下げる権利を削除する調整により、改正草案は、外国人投資家がベトナム市場

に参入するための環境を作り出すことを約束し、同時に、ベトナムの株式市場が評価され格上げされる条件を満たすのに近づくことを支援する。

四、結論

本レビューでは、過去一〇年間の証券取引所のベトナム上場企業について概観した。ベトナムの上場企業は、日本の上場企業とは異なる所有構造、コーポレート・ガバナンスの特徴、ビジネス・パフォーマンスを持つている。ベトナムの企業は依然として国有比率が高く、外国人所有比率が低い。将来的には外国人投資家に大きな機会を提供することが可能である。近年、ベトナムの株式市場は時価総額と投資家口座数に関して良好な発展を遂げている。その一方で、改善が必要な弱点もいくつかある。例えば、新規に上場する

企業数が少ないことで、現在の投資家や新規投資家が資本を配分する選択肢が狭い。さらに、現在の規制は、株式市場が「新興」市場に格上げされることを妨げている。二〇二四年、ベトナム政府は通達六八の発行や政令一五五の改正など、積極的に規制を改善しているため二〇二五年にベトナムが FTSE Russell の二次新興国に格上げされる見込みは、これまで以上に高まっていると言える。二〇二五年以降に、外国人投資家によるベトナム市場への投資ブームが起こることに期待したい。

(注)

(1) 日本の企業および取締役会に関する情報は、東洋経済新報社が提供する役員データベース『役員四季報』から収集されている。企業のコーポレートガバナンスおよび財務実績に関する情報は、日本経済新聞社が提供する日経 NEE DS コーポレートガバナンス評価システム (CGES) か

ら収集されている。

(2) 二〇二四年二月末までに、東京証券取引所の時価総額は、プライム、スタンダード、グロースの各市場に上場する企業の合計で六・五兆ドルに上る。(出所：世界取引所連盟)

(3) <https://vnextpress.net/nam-dan-rong-ky-luc-cua-khoi-ngoai-4835087.html>

(参考文献)

- (1) ベトナム企業白書二〇二四
<https://www.gso.gov.vn/default/2024/10/sach-trang-don-h-gniep-viet-nam-2024/>
- (2) OECD、二〇二三、ASEAN 経済圏におけるコーポレート・ファイナンスとコーポレート・ガバナンス、
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/01/corporate-finance-and-corporate-governance-in-asean-economies_05dd4d24/55b30736-en.pdf
- (3) 株式市場の統計
<https://focus.world-exchanges.org/issue/february-2025/market-statistics>

(グエン ティ フォン タン・当研究所研究員)