

事業事前評価表

国際協力機構 産業開発・公共政策部
ガバナンスグループ 行財政・金融チーム

1. 案件名（国名）

国名：ベトナム社会主義共和国（ベトナム）

案件名：ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善に向けた能力向上プロジェクト

The Project for Capacity Building on Improving Fairness and Transparency of Vietnamese Equity Market

2. 事業の背景と必要性

(1) 当該国における株式市場の現状・課題及び本事業の位置付け

ベトナムにおける「株式会社」の概念の導入は、1986年のドイモイ政策による市場経済化に端を発する。それ以前は中央集権的な計画経済体制のもと、国営企業が投資・企業活動の主体を担っていたが、ドイモイ政策の一環として1980年代後半に国営企業の株式会社化が推進された。株式会社化の進展に伴い、国営企業の株式を得た企業従業員を中心として株式の売買取引需要が発生したが、1990年代においては、証券取引に関する法制度は整備途上であり集中取引を担う証券取引所も設立されていなかったため、株式保有者と購入希望者間での相対取引を中心に取引がなされていた。

1996年に監督当局である国家証券委員会（State Securities Commission:SSC）が設置され証券取引に係る法制度整備に着手、2000年には国家証券委員会傘下の公設市場としてホーチミン取引所が開設された。また、2005年にはハノイにも証券取引所を開設、2007年に証券法を制定、2009年には、ハノイ証券取引所内に非上場公開株取引市場を設置した。

開設された2つの取引所には、株式会社化された国営企業のうち上場基準を満たす優良企業が上場することを期待されていたが、2005年末時点で両取引所合わせた上場企業数は41社、時価総額は対GDP比で1%程度にとどまるなど市場の成長は伸び悩んだ。2006年以降は政府の強い方針もあり、上場企業数は急激に増加を続け、株式会社化された国営企業銘柄も上場もされるようになったが、依然として大半の国営企業は脆弱なコーポレートガバナンス、不十分な財務・経営情報の開示、株式会社化時の価格形成等を理由に株式会社化できない、乃至株式会社化しても上場基準を満たさない等の問題を抱えている。JICAは、国営企業改革の促進支援のため、「国営企業改革能力強化支援プロジェクト」（2014

～2017年)を実施、コーポレートガバナンスの改善など企業価値の向上に資する成果を上げた。

本プロジェクトの成果も踏まえ加速化した国営企業の株式会社化に連動し、ベトナムの株式市場規模は益々増大、2017年末時点におけるホーチミン証券取引所の上場企業数は344社、時価総額は約2,600兆ドン、ハノイ証券取引所は同384社、同約223兆ドン、非上場公開株登録銘柄については、登録企業数が694社、時価総額は同約678兆ドンとなっている。両取引所の合計上場数だけで言えば、シンガポールを除くASEAN地域のなかでマレーシアに次ぐ規模に達している。

量的な面で市場拡大が進む一方、質に関しては依然として不十分であり、証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)の定める株式市場の「公正性」・「透明性」・「効率性」を確保できているとは言い難く、市場に対する投資家の信託を十分得られていないのが現状である。また、MSCI指数¹の市場分類においても、先発ASEANのタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンが新興国(Emerging)市場に分類される一方、ベトナムは下位分類のフロンティア市場に位置づけされており、市場としての評価は高いとはいえない。

上記プロジェクトで作成したベトナム政府への政策提言書においても、国営企業の株式会社化と表裏一体である株式市場の機能強化の重要性を指摘、市場監督当局・市場運営主体の能力強化、株式募集・売出に係る引受・販売仲介機能の強化や、財務経営情報の開示充実等につき具体的提言を行なっている。

こうした株式市場が抱える課題に対し、ベトナム政府は、2012年3月に発布した首相決定「2011年から2020年にかけての証券市場開発戦略」において、株式市場の効率性の改善や、監督・監査機能の強化を通じた市場の透明性・公正性向上など、ベトナム株式市場を国際水準に引き上げるためのビジョンが示されている。また、2020年までに改正が見込まれる証券法の改正作業においては、監督当局・取引所の権限強化、引受・販売仲介業者や株式発行体(企業)への規制見直しを通じ、市場の公正性、透明性、効率性の改善を図ることを検討中である。加えて、2017年にはホーチミン・ハノイ証券取引所の経営統合が首相承認され、株式取引市場はホーチミン証券取引所に集約されることが決定²、これに伴い市場構成・上場規準の見直し等も見込まれている。

このような状況を受け、ベトナム政府は我が国政府に対し、ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善策の実施に係るSSC及び証券取引所の能力強化に関す

¹ Morgan Stanley Capital Internationalが算出・公表する指数の名称。

² 具体的な統合作業スケジュールは未発表であるが、経営統合の実現は、2021年以降と見込まれる。

る本案件を要請した。

(2) 株式市場に係る我が国及び JICA の援助方針等と本事業の位置付け

首相決定 252 号「2011 年から 2020 年にかけての証券市場開発戦略」（2012 年 3 月発布）の上位目標の中では、市場の透明性を高め、株式市場における国際標準に準拠していくことで、市場の公正性を高めていくことを目標の一つとして定めている。本事業は、株式市場の透明性・公正性の改善に必要な規制当局・市場運営者（取引所）の能力改善を目的としたものであり、ベトナム政府の政策方針と合致している。

(3) 他の援助機関の対応

ルクセンブルクは、過去、SSC に対し、公開企業の情報開示 IT システム構築等を支援したほか、現在も改正証券法の起草（2019 年改正予定）等に関する支援を実施中。IFC 及び OECD は、それぞれ新興国向けの広域協力の枠組みで、コーポレートガバナンス促進（コードの策定・普及）等を支援。ベトナムに所在する各国商工会とベトナム政府間の年次政策対話協議（ベトナムビジネスフォーラム）枠組みにおいて、資本市場ワーキンググループを設置、資本（証券）市場の各種課題について提言・コンサルテーションを実施。また、我が国金融庁は、SSC との間で金融市場開発に係る協力覚書を締結している。

3. 事業概要

(1) 事業目的

本事業は、SSC 及び証券取引所の、市場取引の監視、市場仲介者の監督、株式公開・上場審査に係る能力が向上し、また投資家保護の観点から株式公開企業・上場企業が満たすべき要件（情報開示やコーポレートガバナンス向上等）が周知されることにより、もってベトナム株式市場の公正性・透明性の向上に寄与するものである。

(2) プロジェクトサイト/対象地域名

ハノイ及びホーチミン

(3) 本事業の受益者（ターゲットグループ）

直接受益者：SSC、ハノイ証券取引所（Hanoi Stock Exchange:HNX）、ホーチミン証券取引所（HO Chi Minh Stock Exchange:HOSE）

最終受益者：個人投資家、内外機関投資家、上場企業、公開会社

(4) 総事業費（日本側）

約 360 百万円

(5) 事業実施期間

2019 年 1 月～2021 年 12 月を予定（計 36 カ月）

(6) 事業実施体制

SSC (Securities Market Surveillance Dept.、Inspection Dept.、Public Company Surveillance Dept. 等)

HNX (Market Surveillance Dept.、Member Regulation Dept. 等)

HOSE (Trading Surveillance Dept.、Member Regulation Dept. 等)

(7) 投入 (インプット)

1) 日本側

- ・ 専門家派遣：市場監視・市場仲介者監督、上場審査能力、IR 活動、人材研修、研修調整など 3 年間で 90MM 程度
- ・ 本邦または第三国研修：市場監視・市場仲介者監督、上場審査能力などで年間 10 名程度
- ・ 機材供与：プロジェクト活動に必要な資機材の供与
- ・ 現地活動費

2) ベトナム国側

- ・ カウンターパート・マネジメントの設置
プロジェクト・ディレクター (SSC 委員長)
プロジェクト・マネージャー (SSC より)
- ・ ワーキンググループの設置 (SSC、HNX、HOSE より参加)
- ・ 案件実施のためのサービスや施設、現地経費の提供

(8) 他事業、他援助機関等との連携・役割分担

1) 我が国の援助活動

- ①2014 年～2017 年：「国営企業改革実施に向けた企業金融管理能力向上プロジェクト」を実施。国営企業の株式化の促進・国家資本の撤退に関し、財政省企業金融局・国家投資公社 (SCIC)・債権買取公社 (DATC) に対して、能力強化を行った。
- ②アジア地域証券取引所整備整備 (A) (課題別研修) 2016～18 年 (10 月～11 月)：ベトナム他の監督管理機関職員と証券取引所職員に対して、上場管理・市場運営・売買取引管理制度等の改善を目的として、マーケットセンター、会社法と証券市場、株式市場、派生市場、上場審査制度、上場管理制度、決済制度、参加者考査制度、売買審査制度、情報サービス等の講義や関係機関視察を行うもの。

2) 他援助機関等の援助活動

2. (3)に記載の通り。

(9) 環境社会配慮・貧困削減・社会開発

1) 環境社会配慮

① カテゴリ分類：C

② カテゴリ分類の根拠

「JICA 環境社会配慮ガイドライン」(2010年4月公布)上、環境への望ましくない影響は最低限であると判断されるため、カテゴリCに該当する。

2) 横断的事項：特になし

3) ジェンダー分類：特になし

(10) その他特記事項

特になし

4. 事業の枠組み

(1) 上位目標：ベトナム証券市場における公正性及び透明性が改善される。

指標及び目標値：

指標1：情報開示規定を順守する上場企業数割合がxx³%に上昇する。

指標2：下記i) ii)のいずれかが認められる。

i) 株式市場における公正性及び透明性に関連する「IOSCO 証券規制の目的及び原則」の遵守状況に係る自己評価結果が改善する。

ii) 金融業界における主要な調査機関やベトナムビジネスフォーラム資本市場ワーキンググループなどによる調査ペーパー等で、株式市場の公正性及び透明性が中期的に改善された旨の意見が確認できる。

(2) プロジェクト目標：ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善策の実施に係るSSC及び証券取引所の能力が強化される。

指標及び目標値⁴：

指標1-1：関連する職務を行うSSC職員及び証券取引所所員のうち、9割以上がベトナム株式市場の公正性及び透明性についての研修・ワークショップ・セミナーに参加する。

指標1-2：指標1-1における研修・ワークショップ・セミナー参加者が、

³ 上場企業数割合xx%は、プロジェクト初年度に関係者で協議のうえ設定する。

⁴ 4. (3)の成果で定める市場監視制度・市場仲介者監督制度・上場審査/管理など各分野での能力強化をSSC・HNX・HOSEそれぞれの機関において実現させることにより、ベトナム証券市場全体の公正性・透明性改善を目指す。尚プロジェクト期間中に、証券法の改正・証券取引所の統合及び再編が予定されているなど、ベトナム側事業実施体制の大きな変更が生じる可能性があることから、活動の中で実施される分析・調査の結果に応じて、SSC・HNX・HOSEそれぞれにとって適切な成果物を明確化していくことを予定している。指標1-2の「実務的知識」及び指標2-1の「公正性及び透明性改善のための対策及び改善策」はそれら成果物に基づき決定される予定である。

- 日々の業務での活用に十分な実務的知識を身に付けられる。
- 指標 2-1：ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善のための対策及び解決策がSSC・証券取引所各々の権限下において準備される。
- 指標 2-2：指標 2-1 において定めた対策及び解決策が、SSC・証券取引所の権限下において承認・実施される。

(3) 成果

- ① SSC 及び証券取引所における検査を含めた市場監視能力が強化される。
- ② SSC 及び証券取引所において、市場の健全化に向けた顧客利益保護のための市場仲介者監督能力が強化される。
- ③ 適切な基準によりマーケットの質を保つための上場管理及びブックビルディング手法導入も含めた株式上場に関する SSC 及び証券取引所の運営能力が強化される。
- ④ 上場企業、非上場企業、非上場公開株取引市場（Unlisted Public Companies Market:UpCOM）登録企業・IPO 済企業⁵など株式発行体及びその他関係機関の経営層レベルにおける“投資家保護に係る責任”についての意識が向上する。

5. 前提条件・外部条件

(1) 前提条件

想定なし。

(2) 外部条件

ベトナム政府が株式市場の公正性及び透明性を改善させるという政策方針を継続する。

6. 過去の類似案件の教訓と本事業への活用

モンゴル国「資本市場規制・監督能力向上プロジェクト」の評価（2017 年 7 月）においては、カウンターパート内情報共有の仕組みが不十分なことから、提供・配布した資料類が受益者間で共有されないことがあり、プロジェクト運営における阻害要因となった。よってプロジェクト期間中は決まった担当が活動の担当となり、責任の所在を明確にするべきであるとの教訓が得られた。

本事業においては、受益者間で情報の共有がなされない、また活動の責任の所在が曖昧になるといった問題が発生しないよう、SSC 及び証券取引所関係部署から構成される成果毎のワーキンググループを設置することを双方で合意した。

⁵ ここでいう IPO 済企業は、IPO 済だが上場、UpCOM 登録未済企業のこと。

7. 評価結果

本事業は、SDGs（持続可能な開発目標）⁶、ベトナム国の開発政策、・開発ニーズ、日本の援助政策と十分に合致しており、また規制当局である SSC 及び HNX・HOSE の能力強化を通じて、ベトナムに対する国別開発協力方針の中で定める開発課題の一つである市場経済システムの強化に資するものであり、事業の実施を支援する意義は高い。

8. 今後の評価計画

- (1) 今後の評価に用いる主な指標
4. のとおり。
- (2) 今後の評価スケジュール
事業終了3年後 事後評価

以 上

⁶ 「持続可能な開発目標」(SDGs) で定めている 17 の目標のうち、本プロジェクトは主に金融サービスへのサクセス改善などに貢献することで、目標 8 の“包括的かつ持続可能な経済成長促進”に寄与するものである。