

事業事前評価表

国際協力機構ガバナンス・平和構築部
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：和名 ベトナム株式市場の効率性向上に向けた能力向上プロジェクト

英名 Project for Capacity Building on Promoting Efficiency of Vietnamese Equity Market

2. 事業の背景と必要性

(1) 当該国における金融セクターの開発の現状・課題及び本事業の位置付け

1996年に金融セクターの監督当局である国家証券委員会（State Securities Commission。以下、SSC）が設置され、2000年以降に複数の証券取引所が開設（2000年ホーチミン、2005年ハノイ）¹された。また、2006年に証券法が制定される等、企業の上場や新株式発行に関する重要な基盤が整えられたことによって、証券取引所へ上場する企業数は急激に増加を続けた²。

これと並行し、ベトナム政府は2011年に国営企業改革を最重要課題の1つとして掲げ、約1,300社存在していた国営企業のうち558社³について2015年までに株式会社化を進め、JICAも「国営企業改革能力強化支援プロジェクト」（2014～2017年）を通じて、国営企業のコーポレートガバナンスの改善などの企業価値の向上、株式会社化の推進への支援を行った。

そのような国営企業の株式会社化の加速もある中で、ベトナム株式市場の上場会社数は1,655社（2020年）に達し、ASEAN諸国の中でシンガポール、マレーシアに次ぐ規模に達した⁴。他方で、量的な拡大が進む中、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）⁵が証券規制の主要目的の1つに定める株式市場の「公正性」「透明性」「効率性」⁶の確

¹ 当初それぞれSSC直属機関として国家予算にて運営される証券取引センターとして設立され、ホーチミンは2007年、ハノイは2009年に財務的に政府から独立した会員組織である証券取引所へ改組された。

² ハノイ証券取引センターが設立された2005年末時点で両取引センターを合わせた上場企業数は41社であったが、2013年末には678社となった。

³ 478社を株式化、80社を統合・売却・清算・破産。

⁴ ホーチミン証券取引所（HOSE）、ハノイ証券取引所（HNX）及びHNX内に設置された未上場公開株取引市場（UPCoM）を合わせた上場/登録企業数。

⁵ 証券取引の国際的な基準及び効果的な取引監視を確立すること等を目的に設立された国際機関。世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成される。

⁶ 公正な市場では不公正な取引がなく、また投資家が市場の設備や情報に公正にアクセス

保が目下の課題であった。JICA は、SSC 及び証券取引所に対して公正性及び透明性の改善を目的として「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」(2018年 - 2022年)を実施し、新証券法及び関連規制の策定支援、並びに、市場監視及び証券会社監督、公募・上場制度整備等に係る国際標準手法に係る知識・経験の伝達を行った。しかし、新証券法施行(2021年1月)やベトナム証券取引所設立(2021年12月)といった法制度、市場システムの過渡期と重なり、2022年には大規模な相場操縦事案が複数発生したことから、新証券法に則した実効性のある市場規制監督の実務改善・運用の実現が必要とされている。

現在、ベトナム政府はベトナム証券市場発展戦略(2021 - 2030)を策定しており、同戦略において、株式市場をより一層公正性・透明性が確保され、効率的な市場に成長することにより、フロンティア市場からエマージング市場⁷への格上げや、海外投資家の更なる誘致を目指している。加えて、ESG や気候変動への対応といった最新の国際潮流への適応も目標として掲げている。

かかる背景の下、SSC 及び証券取引所は、先行プロジェクトによる公正性・透明性の向上を踏まえ市場の効率化を目標として、当局・取引所・証券業界の3層での市場監視、業界の更なるコンプライアンス向上に向けた自主規制機関⁸の活用、並びに、上場企業の更なる質の向上のための技術的助言を希望しており、技術協力プロジェクト(以下、「本事業」)がベトナム政府より要請された。

(2) 金融セクターに対する我が国及び JICA の協力量針等と本事業の位置づけ

本事業は、我が国の「対ベトナム社会主義共和国 国別開発協力量針」(2017年12月)における重点分野「成長と競争力強化」に該当する。また、本事業は証券市場監督当局(SSC)及び証券取引所の監督実施・市場管理能力の強化を支援し、ベトナム株式市場の効率性・公正性・透明性の更なる向上に貢献するものであり、JICA のベトナム社会主義共和国 JICA 国別分析ペーパー(JCAP)における「市場経済制度・財政・金融改革プログラム」、並びに、課題別事業戦略(グローバル・アジェンダ)「公共財政・金融システム」における主要な取組の一つである「金融政策の適切な運営と金融システムの育成」に合致する。

加えて、持続的かつ包摂的な経済成長及びベトナム内外の投資家の機会均等に寄与す

でき、また、透明性のある市場では取引に関する情報がリアルタイムに公開される。これら公正性・透明性が確保されることにより、関連する情報がタイムリーかつ広範に伝達され、価格形成プロセスに反映されることになり、効率的な市場となる。

⁷ 国際的な株価指数のデファクトスタンダードとされている MSCI 指数(Morgan Stanley Capital International 社作成)及び FTSE 指数(FTSE Russell 社作成)のそれぞれ算出・公表する指数にて、経済発展の度合や市場規模、及び市場へのアクセスのしやすさ等の基準で、先進国、エマージング(新興国)、フロンティアと市場を分類している。

⁸ 証券市場の健全な発展、投資家保護等を目的として、自主規制の制定・監査・処分、投資の普及啓発活動を行う機関を指す。ベトナムにおいては証券法上、自主規制機関について未規程であり導入に向けた検討が必要。

るため、SDGs ゴール 8「持続的、包摂的で持続可能な経済成長と、万人の生産的な雇用と働きがいのある仕事の促進」及びゴール 10「各国内及び各国間の不平等を是正する」にも資するものである。

(3) 他の援助機関の対応

SSC 及び証券取引所に対する他援助機関の支援実績は以下のとおり。SSC や取引所に対する他援助機関の現在実施中の活動はない。

- ・ 国際金融公社 (IFC)・スイス政府経済局 (SECO) : 2016 年 8 月より SSC に対して、上場企業向けのコーポレートガバナンスコードの策定を支援 (2019 年 8 月に同コード初版を公表)。
- ・ IFC・SECO・英国規格協会 (BSI) : 2022 年より SSC に対して、企業による温室効果ガス報告に関するマニュアル策定を支援 (2023 年 8 月公表)。
- ・ 韓国取引所 (KRX) : KRX は 2016 年 10 月に HOSE と契約を締結し、HOSE の株式取引システム (市場監視システムを含む) の導入を支援している。2023 年中の稼働開始を予定。
- ・ ルクセンブルク証券取引所 (LuxSE) : 2016 年 1 月から 2022 年 6 月にかけて、SSC に対して、公開企業の情報開示 IT システム構築、改正証券法の起草 (2019 年改正) 等に関する支援を実施。
- ・ ドイツ国際協力公社 (GIZ) : 2019 年から 2026 年にかけてベトナム政府によるグリーン成長戦略 (タクソノミー設計等) を支援中。主要な支援先はベトナム財政省及び中央銀行。一方、2017 年、2022 年等、過去に SSC に対してもグリーンボンド発行に係るセミナー等を実施。

3. 事業概要

(1) 事業目的

本事業は、ベトナムにおいて、証券市場監督当局・取引所・市場仲介機関の 3 層での市場監視体制の構築、業界のコンプライアンス向上等に向けた能力強化を行うことにより、当局・取引所の政策実施能力強化を図り、もって国際標準に則したベトナム株式市場の効率性及び公正性、透明性の向上に寄与するもの。

(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 : ベトナム国家証券委員会 (State Securities Commission : SSC)、ベトナム証券取引所 (Vietnam Stock Exchange : VNX)、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、機関投資家、上場企業、未上場公開会社

(4) 総事業費 (日本側) : 4.2 億円 (予定)

(5) 事業実施期間 :

2024 年 4 月~2027 年 3 月を予定 (計 36 カ月)

(6) 事業実施体制：

SSC（メインカウンターパート）、VNX、HOSE、HNX

(7) 投入（インプット）

1) 日本側

① 専門家派遣（合計約 106P/M）：

- 長期：チーフアドバイザー／市場監督
- 短期：市場監視・市場仲介機関監督、上場審査能力、投資家保護啓発活動、人材研修、研修調整など

② 本邦または第三国研修：年間 10 名程度

③ 機材供与：必要に応じて実施

2) ベトナム国側

① カウンターパートの配置

② 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

JICA の金融セクターにおける主な協力実績は以下のとおり。

- 技術協力プロジェクト「証券取引所機能強化プロジェクト」（2006 年 - 2007 年）
- 円借款「経済運営・競争力強化借款」（2013 年 - 2016 年）
- 技術協力プロジェクト「国営企業改革能力強化支援プロジェクト」（2014 年 - 2017 年）⁹
- 技術協力プロジェクト「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」（2018 年 - 2022 年）¹⁰
- 課題別研修「証券取引所整備」（2015 年 - 2024 年）：当該課題別研修においても本プロジェクトの直接受益者となる SSC や取引所からも研修員受入れを行い、能力強化を支援予定。

2) 他援助機関等の援助活動

上記「2（3）他の援助機関の対応」の項を参照。SSC や取引所に対する他援助機関の現在実施中の活動はない。今後新規の活動が実施される場合には相乗効果が生まれるよう十分に情報交換・連携を行う。

(9) 環境社会配慮・横断的事項・ジェンダー分類

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：本事業は、「国際協力機構環境社会配慮ガイドライン」上、環境への望ましくない影響は最小限であると判断されるため。

⁹ 本事業との関連性については 2.（1）を参照。

¹⁰ 本事業との関連性については 2.（1）を参照。

2) 横断的事項：特になし

3) ジェンダー分類：【対象外】「(GI) ジェンダー主流化ニーズ調査・分析案件」

<分類理由>調査にて社会・ジェンダー分析がされたものの、ジェンダー平等や女性のエンパワーメントに資する具体的な取組や指標等の設定に至らなかったため。

(10) その他特記事項：特になし

4. 事業の枠組み

(1) 上位目標：ベトナム株式市場の効率性及び公正性、透明性が国際標準に則して向上する。

<指標1>海外投資家によるポートフォリオ投資（投資規模）が増大する。（ベースライン値：515.8億米ドル（2023年8月））

<指標2>海外投資家のベトナム株式市場への参加（口座数）が増加する。（ベースライン値：46,270口座（2023年9月））

(2) プロジェクト目標：ベトナム株式市場の効率化促進策、並びに、公正性及び透明性の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1>株式市場の効率性及び公正性、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。

<指標2>市場監視に関してSSC及び証券取引所、証券会社間の連携が強化される。

<指標3>情報開示規定を順守する上場企業数の割合がXX%に上昇する。（ベースライン値：79.5%（2022年））

(3) 成果

成果1：株式市場における不公正取引を効率的に検知・管理するために市場監督・検査に係る能力が向上する。

成果2：コンプライアンス遵守、投資家保護・証券投資リテラシーの向上、機関投資家育成、自主規制機関の効果的な活用、等を目的として、市場仲介機関（証券会社、ファンド管理会社）の監督・育成に係る能力が向上する。

成果3：上場管理能力、及び株式公募に係る証券会社の能力強化を行う能力が向上する。

成果4：SSC、証券取引所及び市場仲介機関の間でより密に円滑なコミュニケーションが行われることにより、成果1～3に関連する市場仲介機関の能力が向上する。

(4) 主な活動

成果1：

- 市場監視に関するマニュアルの作成、運用を行う。
- インサイダー取引の未然防止のための情報共有データベースの構想策定をする。
- その他市場監督に関する優先事項に関してロードマップを策定のうえ対応を進める。

成果2：

- 証券業に関する法規制の見直し、再整備を行う。
- 有価証券投資に関する投資家のリテラシー向上に関して計画策定のうえ啓発教材の作成・公開を進める。
- 投資ファンドに関する法的枠組み、スチュワードシップコードの整備を行う。
- ベトナムにおける自主規制機関の設置可能性に関して分析を行い、必要に応じてロードマップを策定する。

成果3：

- ベトナムにおける実質上場審査基準の導入に関して分析を行い、必要に応じてロードマップを策定する。
- ブックビルディング方式での引受けによる株式公募に関して標準的なプロセスを確立する。
- 上場企業向けに情報開示に関する啓発セミナーを実施する。
- 非財務情報の開示に関する好事例の取りまとめ、ガイダンスの策定を行う。

成果4：

- 市場仲介機関による市場監視に関するガイドラインを整備する。
- ベトナム証券業協会による証券会社に対する自主規制の普及を支援する。
- ブックビルディング方式での引受けによる株式公募に関して証券会社に対してセミナー等を行う。
- SSC、証券取引所及び市場仲介機関の間の連携体制を構築し、優先事項に係る対話・コンサルテーションを行う。

5. 前提条件・外部条件

(1) 前提条件

- 詳細計画策定時点のベトナム証券市場発展戦略(2021 - 2030)案から大幅な変更なく同戦略が承認され、継続される。

(2) 外部条件

【上位目標達成のための外部条件】

- ベトナム政府が株式市場の効率性及び公正性、透明性を改善するという政策を継続する。
- ベトナム政府が海外投資家のベトナム株式市場への参入障壁を下げる政策を維持する。
- 株式市場へネガティブな影響を及ぼすような大幅な景気低迷が生じない。

【プロジェクト目標達成のための外部条件】

- プロジェクト活動に対して市場仲介機関や上場企業の十分な理解・協力が得られる。

【成果達成のための外部条件】

- カウンターパート機関の人員配置が頻繁に変更されない。異動がある場合も同ポストの空席が発生しない。

6. 過去の類似案件の教訓と本事業への適用

(1) 類似案件の評価結果

技術協力プロジェクト「モンゴル国資本市場規制・監督能力向上プロジェクト」(2014年 - 2017年)においては、組織改編や頻繁な人員異動、カウンターパート内情報共有の仕組みの不十分さがプロジェクトの円滑な運営の阻害要因となった。そのため、プロジェクト期間中は可能な限り担当者を固定しつつ異動の際には十分に引継期間を設けること、責任の所在の明確化、組織的な情報・文書管理が教訓として提起された。

また、本プロジェクトの先行事業である技術協力プロジェクト「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」(2018年 - 2022年)からは、設定された成果が長期的かつ市場全体での包括的な取組みが必要であるものであったため、結果として知見・ノウハウの共有は十分に完了したものの、設定した成果自体は継続的な取組みが必要であり、プロジェクトのタイムラインを踏まえてより現実的かつ適切な成果設定が必要であるとの教訓が得られた。

(2) 本事業への教訓

本事業においては、受益者間で情報共有が円滑にし、活動に関する責任の所在を明確にするために、成果ごとにワーキンググループを設置することを双方で合意した。

また、本事業期間を踏まえて現実的に達成可能かつ先行事業と比較してより明確な成果指標を設定した。

7. 評価結果

本事業は、ベトナム国の開発課題・開発政策並びに我が国及び JICA の協力方針・分析に合致し、証券市場の監督当局及び証券取引所の監督・監視及び市場運営・育成の能力強化を通じて株式市場の効率性・公正性・透明性の向上に資するものであり、SDGs ゴール 8「包摂的かつ持続可能な経済成長及びすべての人々の完全かつ生産的な雇用と働きがいのある人間らしい雇用（ディーセント・ワーク）を促進する」（ターゲット 8.10）、及び、ゴール 10「各国内及び各国間の不平等を是正する」（ターゲット 10.5、10.6）に貢献すると考えられることから、事業の実施を支援する必要性は高い。

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