

ベトナムの株式市場とその変動要因

中田 勇人

NPO 法人アジア近代化研究所研究員、明星大学経済学部准教授

要旨

本稿では、近年発展しているベトナムの株式市場について上場企業の構成や株価の推移について概観する。また、計量的手法を使って最近の株価変動が株式市場全体（マクロ）、産業、個別企業といったリスク要因にどの程度、影響を受けているかを推定し、ベトナムの株価変動の特徴について分析する。

1. はじめに

ベトナムでは1950年代から北部（ベトナム民主共和国）で、1976年の南北統一後は全土で社会主義経済の建設が進められた。しかし、1980年代初頭には経済の低迷が深刻化し、地方での実験的な実践を経て1980年代半ばには中央政府によるドイモイ（刷新）政策の採用へとつながった。

ドイモイ政策を採用して以降、ベトナムは紆余曲折を経ながら市場経済化を進展させ、近年は順調な成長を続けている¹。ベトナム政府は、1990年代に国営企業の整理・統合を進めると共に国営企業の株式会社化に着手した。2000年頃から国営企業の株式会社化が加速すると共に、ホーチミン市に証券取引所が開設され、本格的な株式の取引が行われるようになった。

それから約10年を経て、ベトナムの株式市場は上場企業数や時価総額といった面で飛躍的に成長したと言える。ベトナムの金融市場は現在でも四大商業銀行を中心とした間接金融に依存しているが、株式市場で積極的な資金調達を図る企業も現れている²。また、ベト

¹ ドイモイの具体的な展開についてはトラン(2010)を参照。

² その例については林(2009)を参照。

ナム経済の順調な発展に伴い、ベトナムの株式市場に対する海外投資家の注目も高まりベトナム株に投資するためのファンドも登場している。一方、ベトナムの株価は特に2006年から2008年にかけて乱高下し、不安定な印象を受ける。

本稿は、主にホーチミン証券取引所のデータを概観してベトナム株式市場の特徴について分析すると共に、個別株価の変動を決定する要因について計量的な分析を行うことを目的とする。先行文献では、特に2006年から2008年にかけての乱高下に注目して株価の変動要因について分析を行っているが、分析対象は主に株価指数に限定されている。本稿では、それに対して個別企業の株価を分析に使用して産業間の株価変動の違いに着目する。これに加え、変動要因の分析を2ヵ月毎に行うことによって、分析期間の中で変動要因が変化しているかどうか判断可能になる。

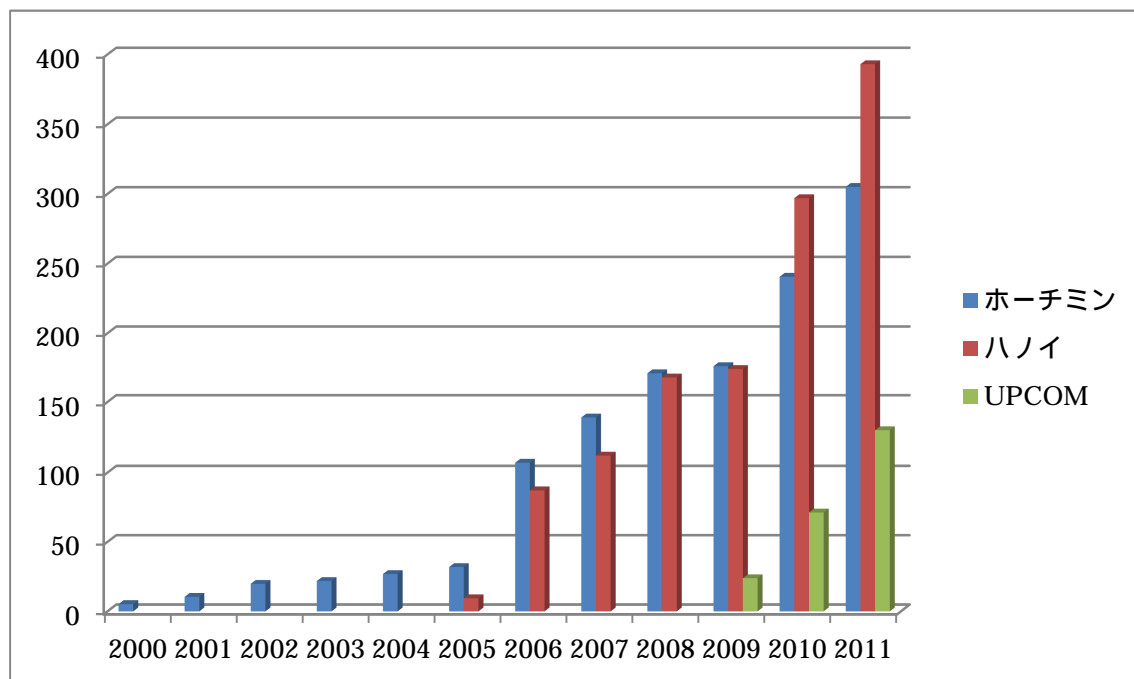
本稿の構成は以下の通りである。第2節で、ベトナムの株式市場の概要を見た後、上場企業の業種・時価総額・政府持ち株の有無などについて検討し、全体的な特徴を明らかにする。第3節で、市場開設以来の株価の変動について検討し、特に2006年から2008年にかけての乱高下に注目して先行研究についても言及する。第4節では、計量分析のモデル、分析手法、第5節では分析データについて説明する。第6節で推定結果を報告した後、解釈を試みる。第7節で結果をまとめると共に、今後の課題について述べる。

2. ベトナム株式市場の概観

ベトナムの株式市場は2000年にホーチミン市に最初の証券取引所が開設されて以来、2005年にハノイ証券取引所、2009年にUPCOM市場が開設され、3市場体制になった。ホーチミン証券取引所開設時の上場企業はわずか2社であり、その後数年間は停滞が続けたが2006年前後から順調に上場企業数が増加している(図1参照)。また、後発のハノイ証券取引所は急激に上場企業数を増加させ、2010年にはホーチミンを逆転している。一方で市場の時価総額は圧倒的にホーチミン取引所が大きく、ホーチミンが大企業中心なのに対し、ハノイが中堅企業中心の市場であることがうかがえる(図2参照)。また、UPCOM市場は上場基準が他の市場と比べて緩い新興市場としての性格を持っているが、まだまだ規模が小さいことが見て取れる。

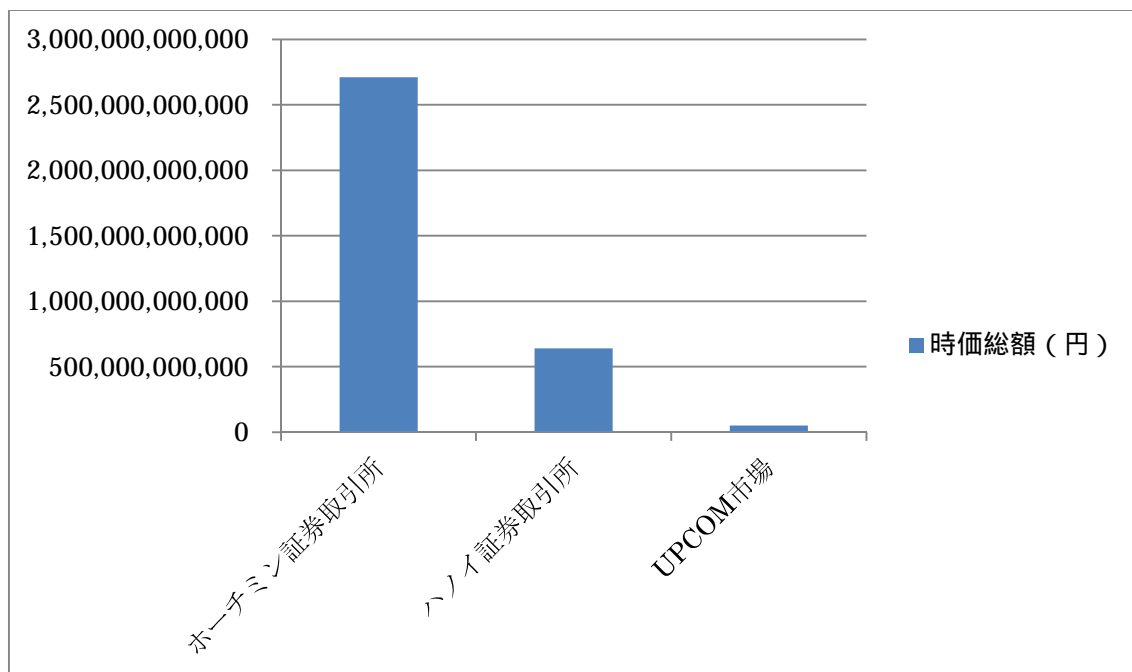
次にホーチミン市場を対象に、上場企業の特徴について考察していく。ホーチミン市場の上場業種は製造業が約4割を占め、次いで不動産業、農林水産業、運輸業などの上場数が多い(図4参照)。しかし、これを時価総額から眺めると大きく異なる特徴が見えてくる。企業数では5%に満たない金融業が時価総額では34%の最大シェアを占め、それに製造業、不動産業が続いている(図5参照)。

図1 上場企業数の推移



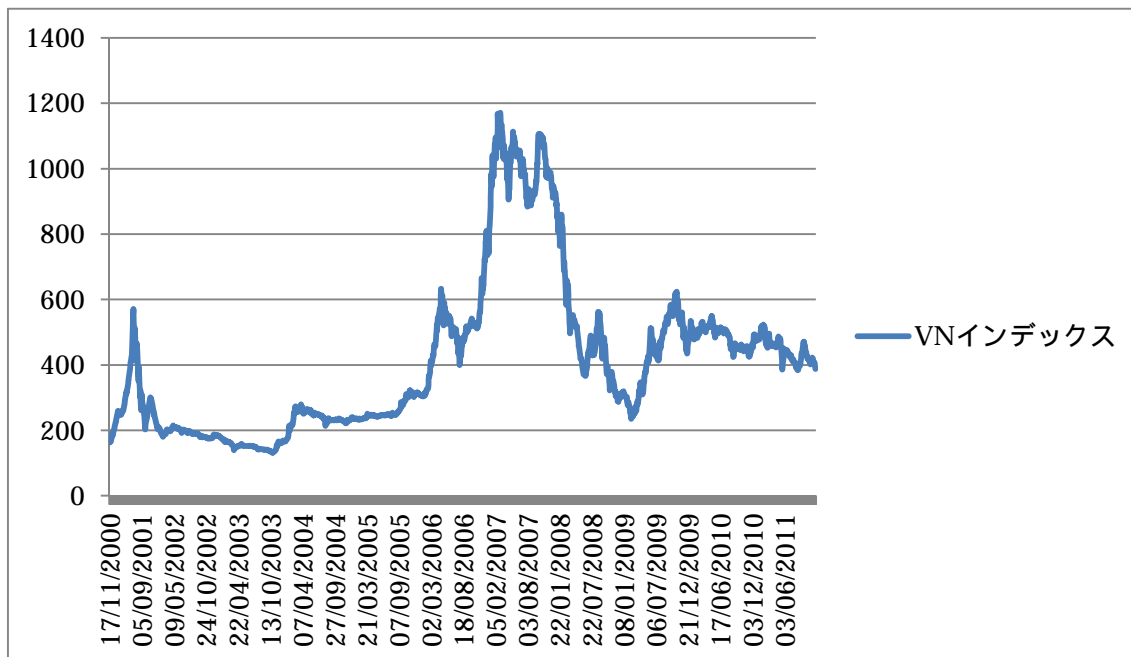
出典：ベトナム株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

図2 時価総額の比較



出典：ベトナム株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

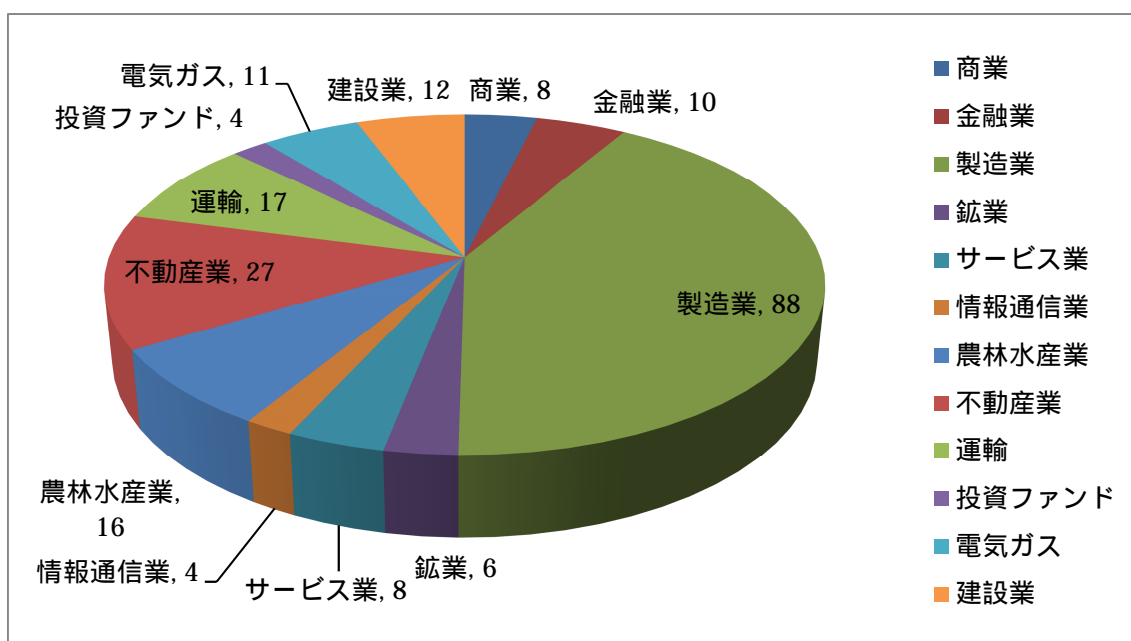
図3 VN 指数の推移



出典：VNDIRECT

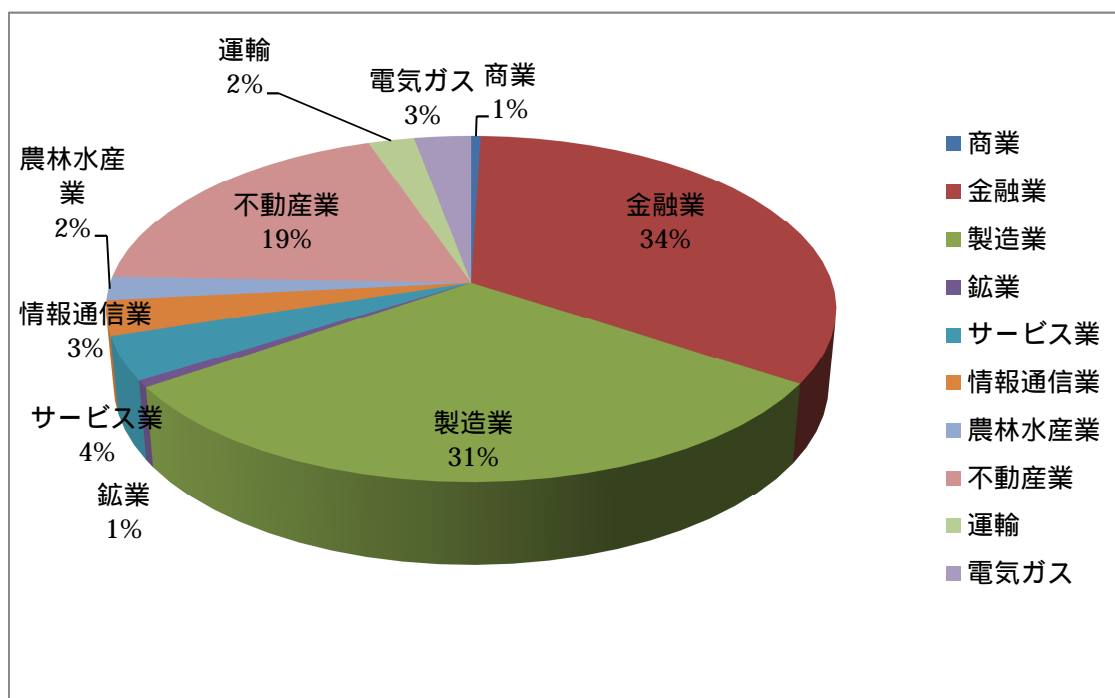
(<https://www.vndirect.com.vn/portal/online/web/home/HomePage-6868-1319267518804237b3103fa81ce3ca557c39ce757d755.shtml>) のデータより筆者作成

図4 上場企業の構成(銘柄数)



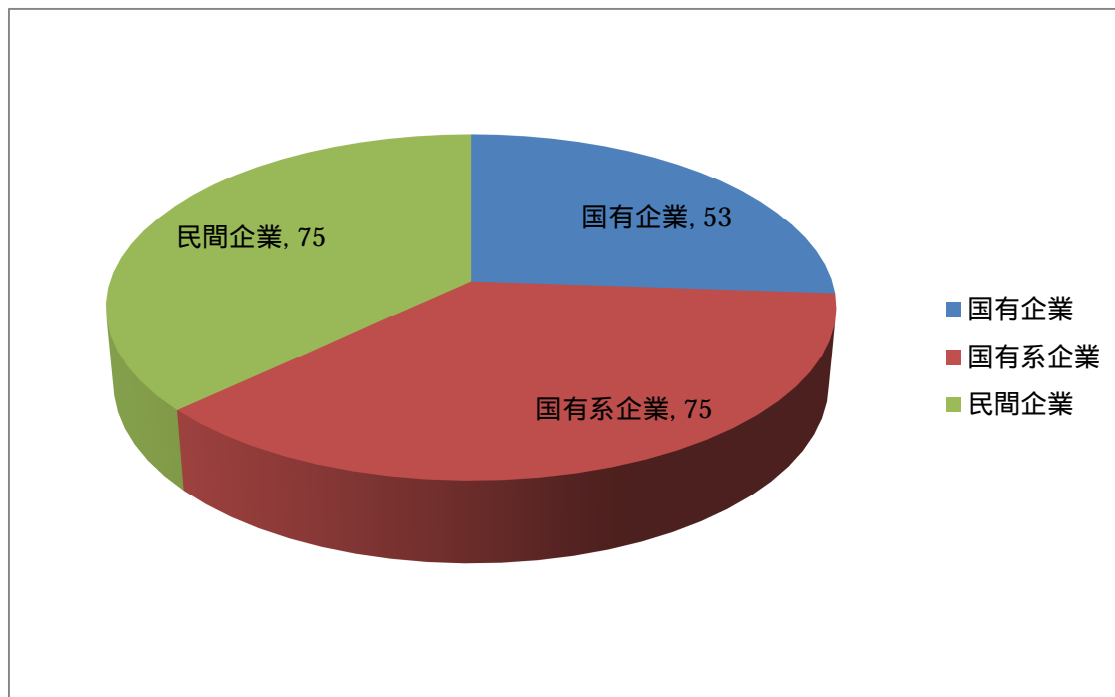
出典：ベトナム株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

図5 業種別の時価総額規模(%)



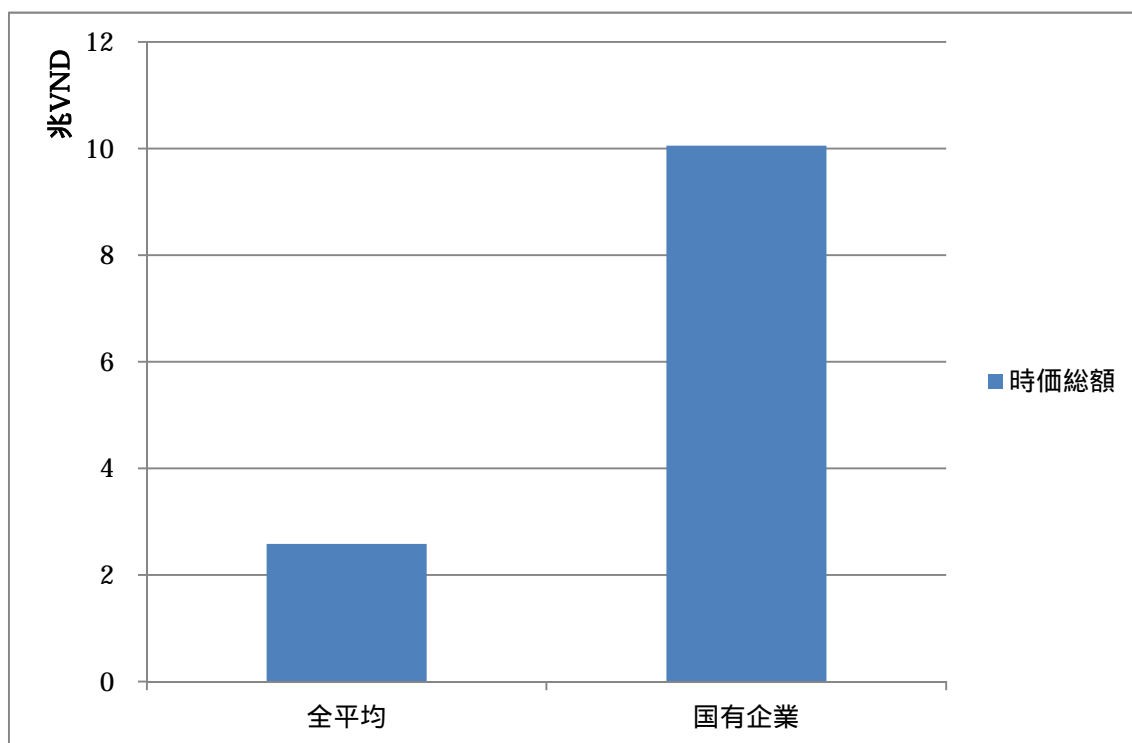
出典：ベト株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

図6 市場に占める国有企業のシェア (銘柄数)



出典：ベト株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

図7 時価総額における国有企業と全平均の比較



出典：ベトナム株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

表1 時価総額ランキング

順位	企業名	時価総額	業種	属性
1位	ベトナムバンク	52兆8948億 VND	銀行業	国有
2位	ベトナム乳業株式会社(ピナミルク)	31兆9636億 VND	食料品	国有系
3位	ベトナムバンク	30兆2705億 VND	銀行業	国有
4位	バオベトグループ	24兆9840億 VND	保険業	国有
5位	マサングループ株式会社	24兆2964億 VND	食料品	民間
6位	ピンコム株式会社	23兆7573億 VND	不動産業	民間

7位	ホアン・アイン・ザー・ライ株式会社	23兆6527億 VND	不動産業	民間
8位	エクシムバンク	16兆9988億 VND	銀行業	民間
9位	サイゴン商信株式商業銀行(サコムバンク)	14兆707億 VND	銀行業	民間
10位	ペトロベトナムファイナンス	13兆7500億 VND	その他金融	国有

出典：ベト株ドットコム(2011)のデータより筆者作成

一方、市場経済への移行国であるベトナムでは中国と同様、上場企業の株式の多くを政府が保有している。中でも、政府の持ち株比率が50%以上の企業が国有企業と呼ばれる。これに対して、政府の持ち株があるが、その比率が50%未満の企業は国有系企業などと呼ばれる。株主構成のデータから上場企業をタイプ別に分類すると、上場企業の過半数が国有企業、または国有系企業で占められていることがわかる(図6参照)。また、国有企業と全上場企業の時価総額の平均値を比較すると国有企業の規模は全平均の5倍近いことがわかる(図7参照)。つまり、市場における国有企業の存在は、企業数で見たときよりもさらに大きいことがわかる。

さらに、具体的に業種や企業属性別の影響を見るために2010年6月時点での時価総額ランキング10位までの企業を表1にまとめた。トップ10社のうち6社は銀行中心の金融業、不動産業と食品がそれぞれ2社となる。さらに、金融業の4社は国有企業になる。これら上位企業10社の時価総額は全体の約50%になる。

上場企業のデータをまとめると次のようになる。ホーチミン市場では比較的少数の金融、不動産業が時価総額では過半数のシェアを有している。また、過半数の企業が政府の影響下にあり、特に政府の関与が強い国有企業が大きな規模を有している。しかし、これは少数の国有銀行が全体の規模を引き上げている可能性が強い。

3. ベトナム株価の推移と変動

この節では、VN指数を使ってホーチミン市場の株価の動きについて考察する。VN指数(VN-Index)はホーチミン取引所全体の動きを表す株価指数で、上場されている全銘柄の時価総額を加重平均して計算される(2000年7月28日を100とする)。

図3はVN指数の市場開設以来の推移を示している。VN指数は市場開設以来、安定した動きを示してきたが2005年頃から急騰し、2007年には1100ポイント(2000年の11倍)

に達した。しかし、2008年にかけて急落を始め、近年はピークの半値程度で推移している。

図1と比較して明らかなのは、上場企業数が急増した時期と株価指数の急騰が一致していることである。先行研究(ド・マン・ホーン(2007)、トラン(2010))はこの時期の株価の急騰要因について WTO加盟に伴う成長の見通し、外国人に対する規制の実質的緩和、公開前の株式の過小評価、といった理由を挙げている。

このうち、については国有企業の上場がこの時期、急激に増加し図1に見られるように上場企業数の増加につながった。このIPO(新規公開)において公開時の株価が過小評価されることで、公開後の株価の急激な上昇が生じたのである。しかし、VN指数がピークに達した後の2007年5月に行われた国有企業 Bao Viet 保険のIPOでは、オークションで公開株が売れ残るといった事態が発生し、その後のIPOのスケジュールに影響を与えたとされている³。

林(2009)はこの時期の株価について、「ベトナム上場企業の株価はほとんど全銘柄で同じ動きをする傾向がある」と指摘している。また、この理由として「ベトナムのマーケットが小規模であることや未熟な投資家が多いことなどから、株価が個別企業の状態や将来の企業価値を評価していることが少ないということが考えられる」としている。

表1で見たように、ホーチミン市場では国有企業を中心とした上位企業が時価総額の過半数を占める。VN指数は上述の通り時価総額の加重平均によって計算されるため、市場全体の動きを表す指数ではあるが大企業の動きに左右される可能性が強いことに注意する必要がある。

4. 計量分析のモデル

前節で述べたように市場全体の指数は主要企業の加重平均で構成されているので少数、かつ特定業種の大企業によって左右されている可能性が強い。では、個々の企業の株価・収益率はどのように決定されているのであろうか。また、林(2009)で指摘されたような個々の企業の経営状態、産業の状況などは近年でも株価に反映されていないのか。

これらの点を明らかにするために本稿では、ベトナム企業の株式収益率がどのような要因で決定されているのか、統計的な手法で分解する。これによって、収益率の変動を個別企業の要因、産業別の要因、マクロ的な(市場全体の)要因の3種類に分解する。また、市場全体の指数ではなくホーチミン市場の企業別株価データを利用する。この節では、この分析の背後にある理論的なモデルと計量手法について簡単に説明する。

本稿で使用するモデルは Eiling and Gerard(2007)や中田(2011)のモデルを分析目的に合わせて改訂したものである。A産業に属する企業*i*の*t*期における収益率について次の様な

³ 石田(2009)を参照。

2-factor モデルを考える。

$$\tilde{r}_{it} = \beta_{at} \tilde{M}_t + \gamma_{at} \tilde{S}_t + \tilde{\varepsilon}_{it}$$

この式の中で、M がマクロ・ファクター(リスク)、S が産業ファクター(リスク)、 $\tilde{\varepsilon}_{it}$ が企業固有のファクター(リスク)を表す。また、ファクター・エクスポージャーの β_{at} 、 γ_{at} は産業内の各企業では同一と仮定する。マクロ・ファクターは市場全体の動き (VN 指数)、産業ファクターは産業別ポートフォリオ (a 産業に属する企業に等配分されたポートフォリオ) で代表させる。

上記のようなモデルを考えると a 産業に属する企業のリターンの総変動は以下の様に分解することができる。

$$\sigma_{at}^2 = \beta_{at}^2 \sigma_{Mt}^2 + \gamma_{at}^2 \sigma_{St}^2 + \sigma_{\varepsilon it}^2$$

このうち、 $\beta_{at}^2 \sigma_{Mt}^2$ が総変動のうちマクロリスクに起因する変動、 $\gamma_{at}^2 \sigma_{St}^2$ が産業リスクに起因する変動、 $\sigma_{\varepsilon it}^2$ が残余の企業固有の要因による変動である。

Eiling and Gerard(2007)の手法を応用すると、実際にこの分散分解を行うことができる⁴。この手法の特徴は個別企業の収益率データを使うため、時系列とクロスセクションのデータを両方利用することである。このことで、従来の手法よりも高い頻度で推定を行うことが可能になる。そのため、途中で構造変化が起こった場合でも識別が容易になる。

具体的には産業毎に企業の株価収益率の平均総変動、並びに産業別ポートフォリオの収益総変動を計算する。この産業別ポートフォリオと各企業の収益率の差が企業の固有リスクとなる。また、VN 指数と産業別ポートフォリオの収益率を回帰することでマクロリスクを推定する。産業別ポートフォリオの収益率のうち、マクロリスクで説明できない部分が産業リスクとなる。また、この分析では日次データを用いるがこの場合、系列相関が問題になるのでそれぞれの計算で修正 (Newey-West 修正) を行う。

5 . 分析データ

この節では、計量分析で使用するデータについて説明する。分析ではホーチミン証券取引所の個別銘柄の日次収益データを使用する。分析期間は 2010 年 4 月 5 日 ~ 2011 年 10 月 25 日である。データはベトナム株式の情報サイト⁵からダウンロードした終値から日次の

⁴ 分析手法の詳細は Eiling and Gerard(2007)や中田(2011)を参照。

⁵具体的には VNDIRECT の Web サイトを利用した

収益率を計算して使用した。

分析対象となる業種は、分析の仮定からある程度の企業数が必要なため基本的に所属企業が5社以上の15業種を選択した⁶。具体的には医薬品、海運業、建設業、建設資材、鉱業、ゴム製品、サービス業、食料品、水産業、倉庫・運輸港湾関連、鉄鋼、電気（電力）、電気機器、不動産業である。また、時価総額で格段にシェアが大きい銀行業は上場数が少ないが参考のため追加した。

6. 推定結果と解釈

この節では、ここまで説明した計量分析の推定結果について報告する。今回の分析では、産業別に2ヵ月毎の推定を行ったので、各産業で合計9個、全体で144個の結果が得られた。推定では、マクロリスク（VN指数）、産業リスク、固有（個別企業）リスクに基づく3種類の変動に関する推定結果が得られたが、量が膨大なため各リスクの比率を表すグラフを各産業について作成した。

具体的には、図8から図23が各産業の変動要因をまとめたグラフになる。グラフを概観するとおおよそ次の様な傾向が見て取れる。まず、株式収益率の占めるマクロリスクの比率は医薬品の約10%から鉄鋼の約50%まで大幅な格差が存在する。固有リスクの比率も鉄鋼の約41%から医薬品の76%まで大幅な格差が存在する。産業リスクの比率は3%から23%にわたるが、10%以上の業種は6業種にとどまる。リスク間の比率は極端に変動せず、安定している。

つまり、少なくとも産業別に見ると株価の変動要因は一樣ではなく固有の特徴が存在していることになる。ただ、その中で産業固有のリスクは必ずしも大きくなく大半はマクロリスク、もしくは個別企業リスクのどちらかから生じていることが分かる。また、各ファクターの比率は時期によって異なるものの、どの産業でも一方的に変化する傾向は見られず、分析期間では各ファクターの比率に構造的な変化が生じているとは認められない。

この結果を評価するために日本の株式市場で同様の分析を行った中田（2011）と比較を試みる。中田（2011）では東京証券取引所1部上場企業について産業別の固有リスク（25業種、1999~2009年）を計算した。その結果、株価変動に占める固有リスクの比率は証券業の42%から小売業の92%まで分布した。固有リスク比率の全産業平均で見ると東京市場が80.1%なのに対して、ホーチミン市場では58.3%となった。平均的に産業リスクが株価変動に占める比率が低いことを考えると、ベトナムの株価は日本よりもマクロリスクに大きく左右されていることが分かる。

<https://www.vndirect.com.vn/portal/online/web/home/HomePage-6868-1319267518804237b3103fa81ce3ca557c39ce757d755.shtml>

⁶ 業種分類はベトナム株ドットコム(2010)を参考にした。

図8 収益率の変動分解 (医薬品)

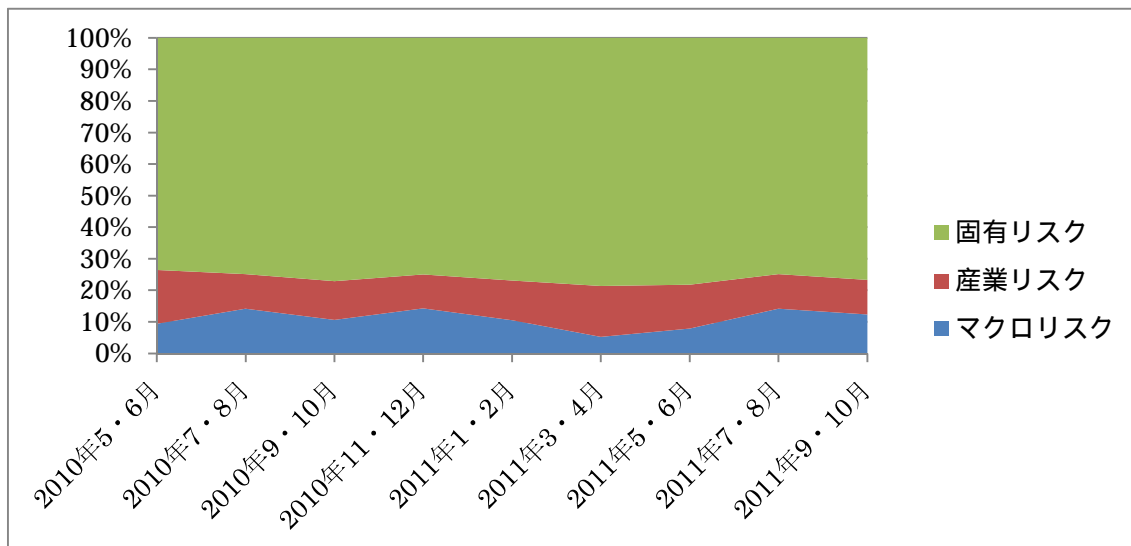


図9 収益率の変動分解 (海運業)

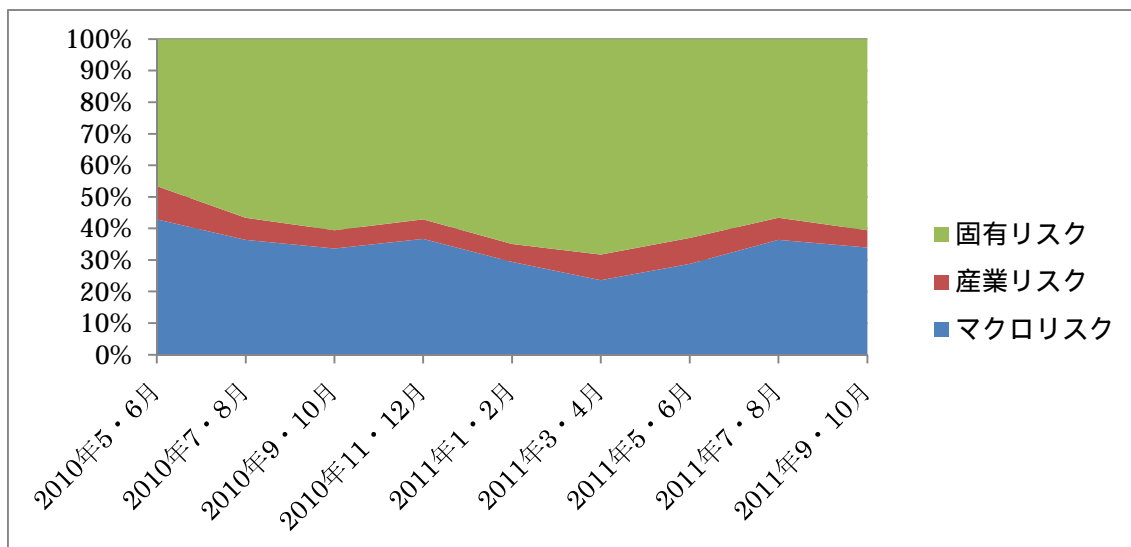


図10 収益率の変動分解 (建設業)

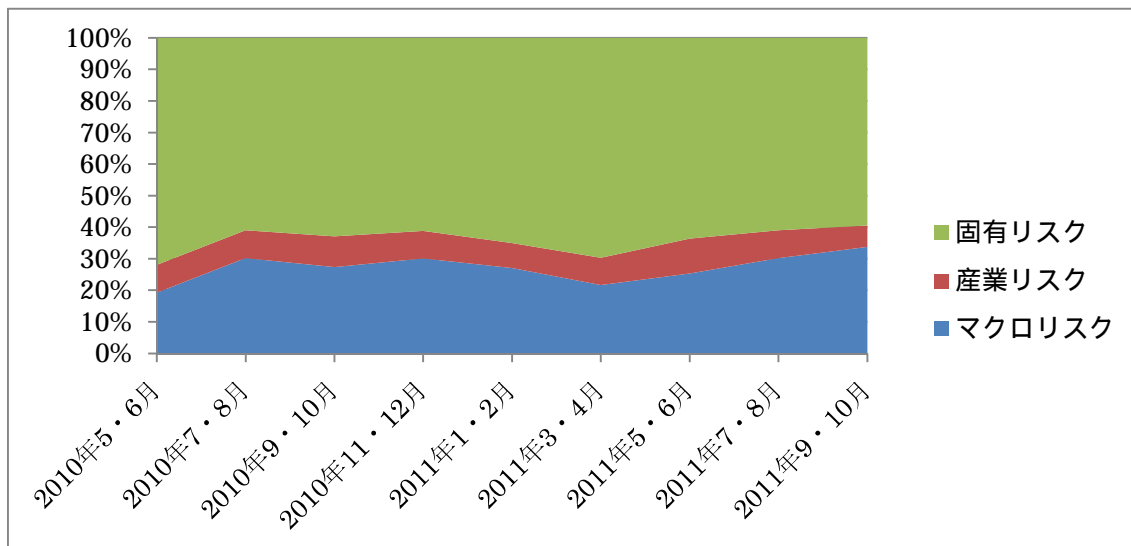


図11 収益率の変動分解 (建設資材)

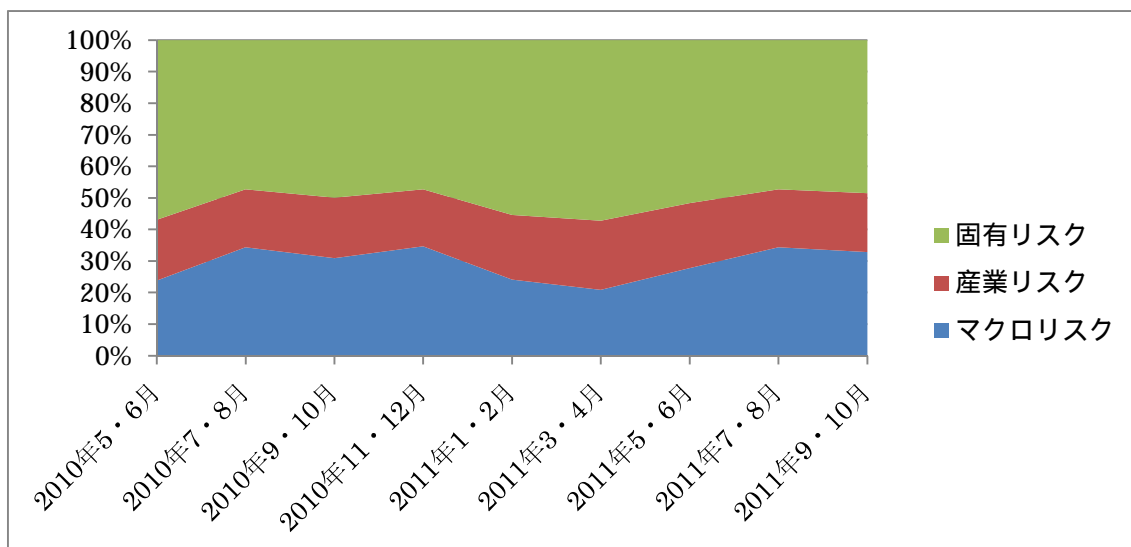


図 12 収益率の変動分解 (鉱業)

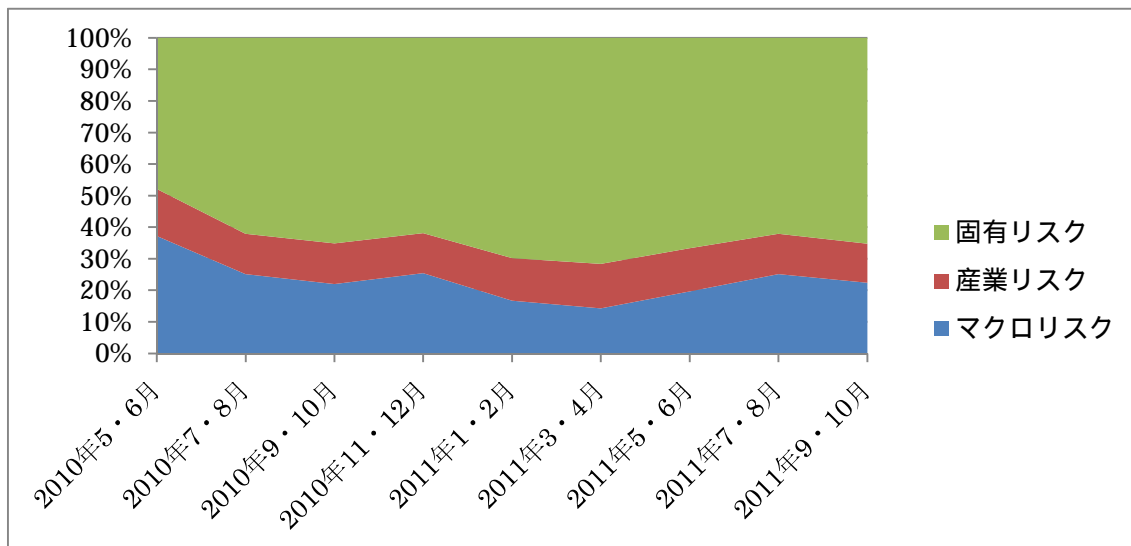


図 13 収益率の変動分解 (ゴム製品)

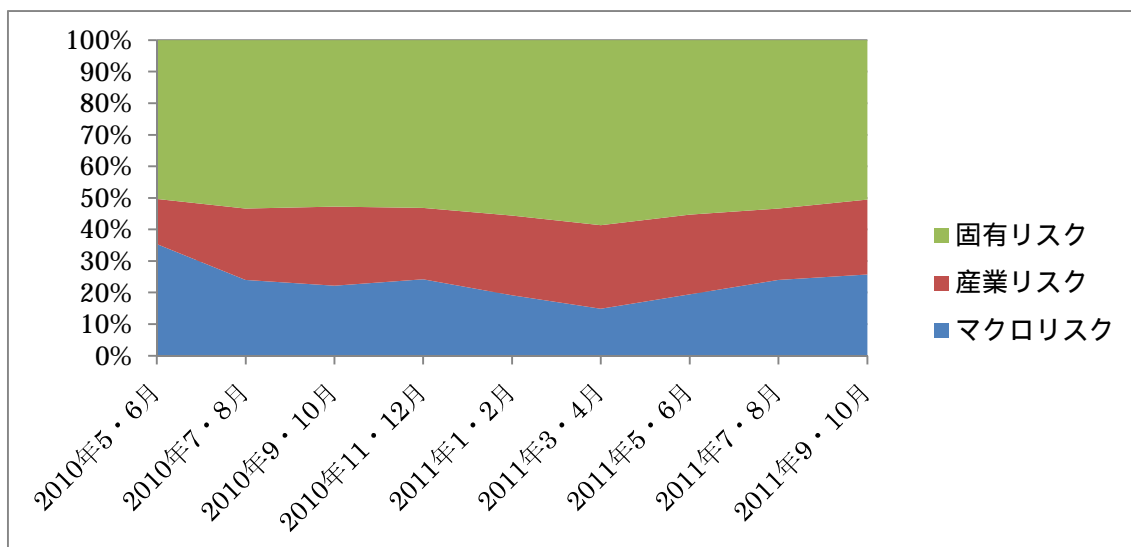


図 14 収益率の変動分解 (サービス業)

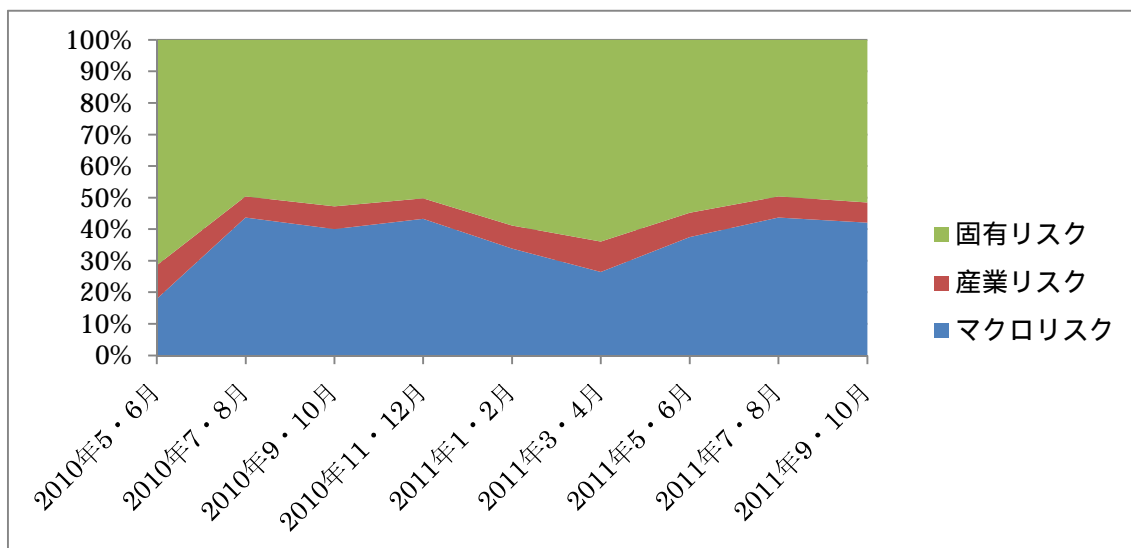


図 15 収益率の変動分解 (食料品)

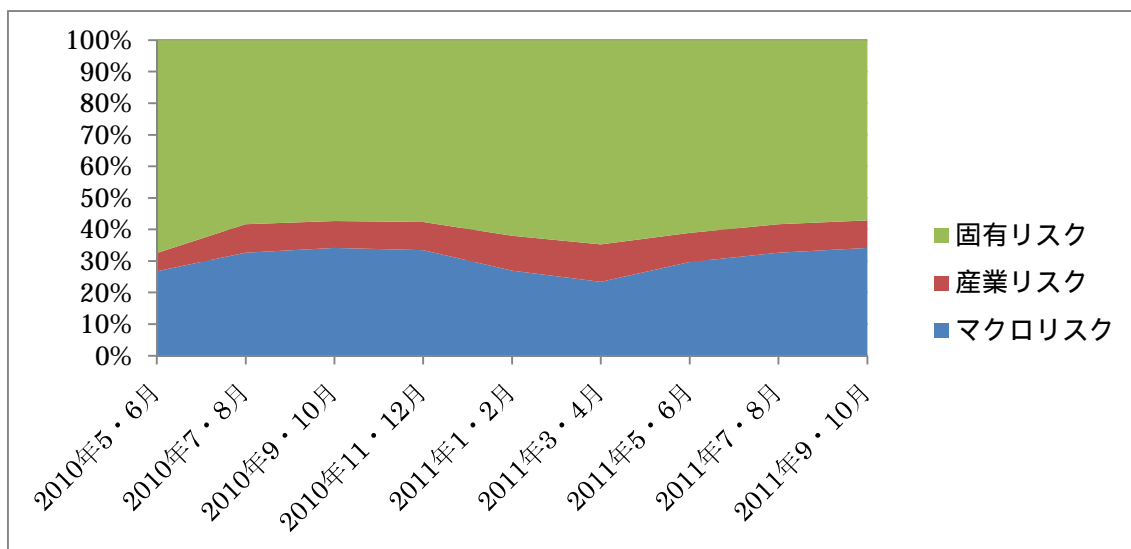


図 16 収益率の変動分解 (水産業)

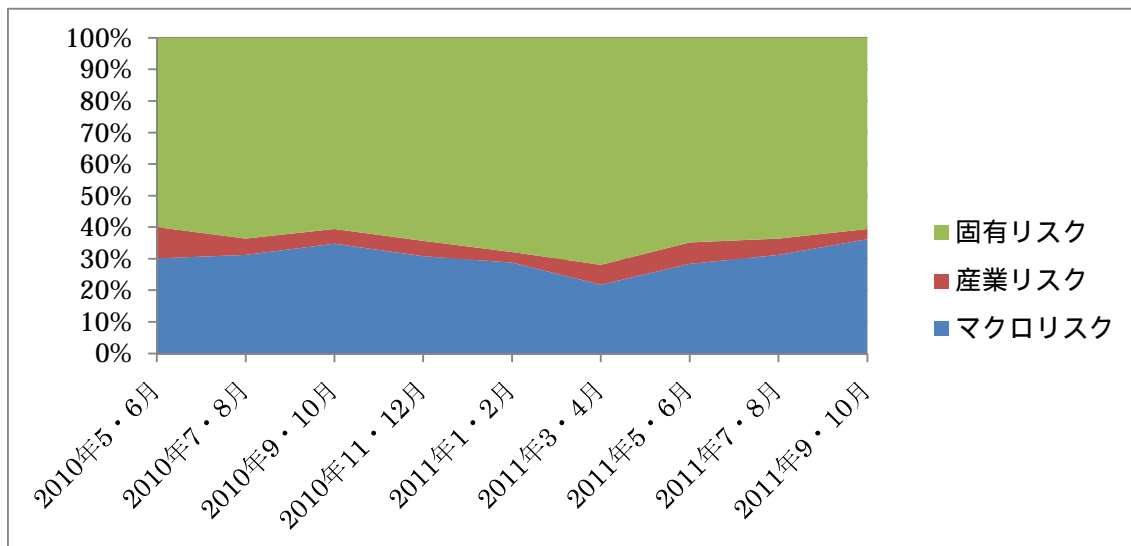


図 17 収益率の変動分解 (倉庫・運輸関連)

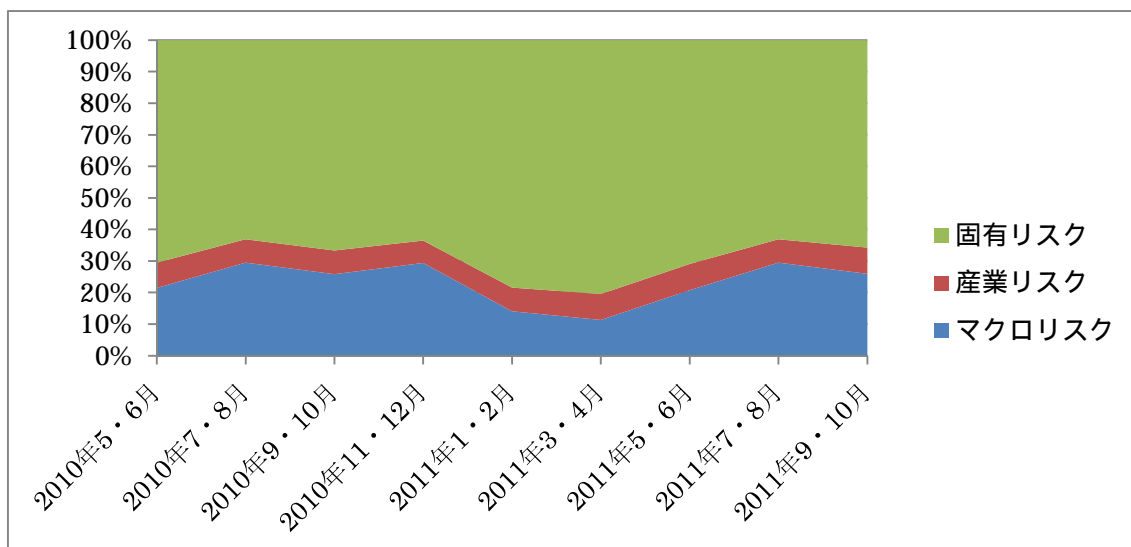


図 18 収益率の変動分解 (通信機器関連)

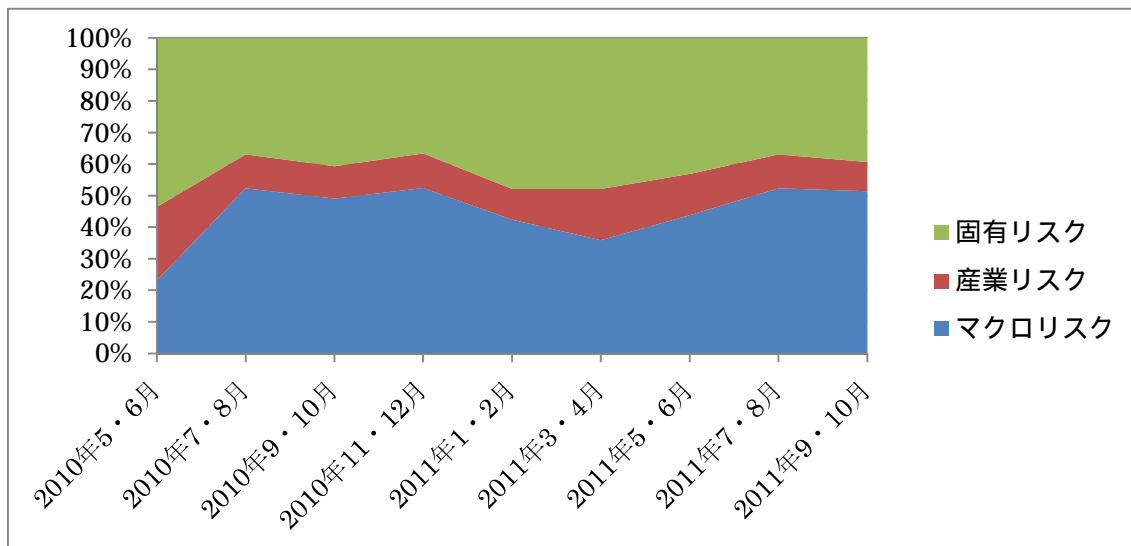


図 19 収益率の変動分解 (鉄鋼業)

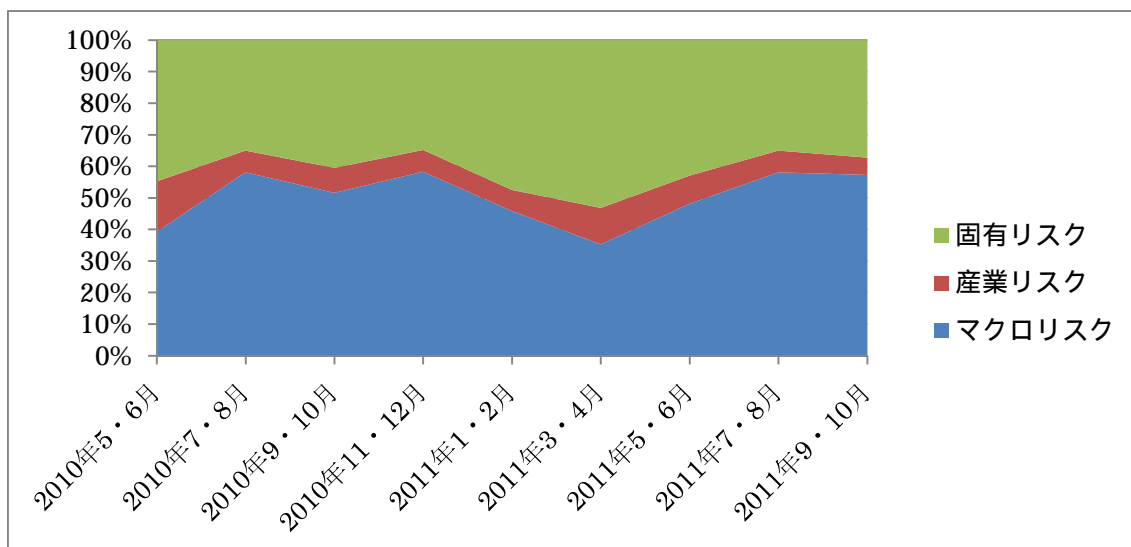


図 20 収益率の変動分解 (電気)

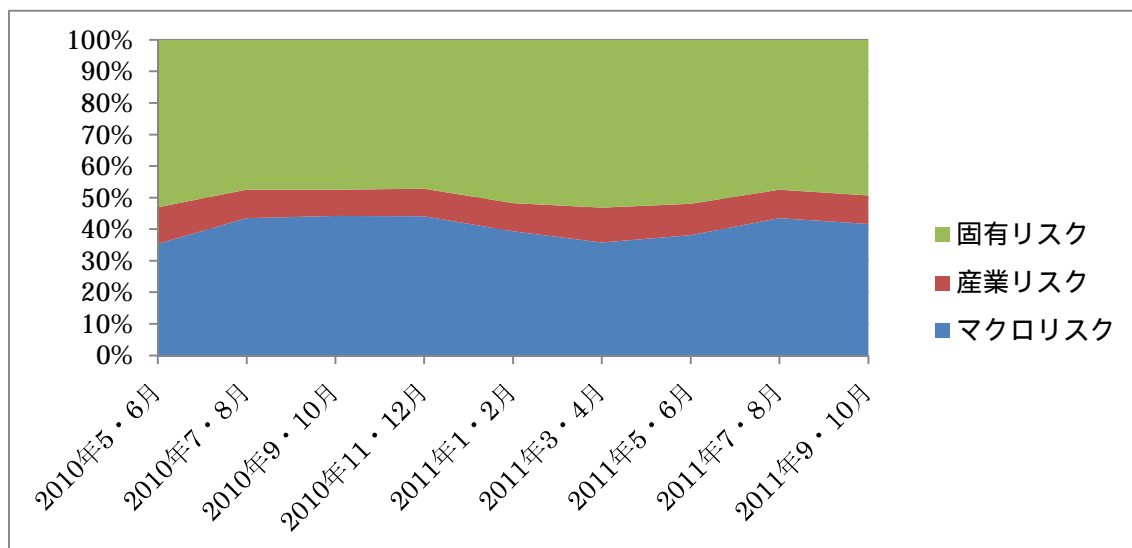


図 21 収益率の変動分解 (電気機器)

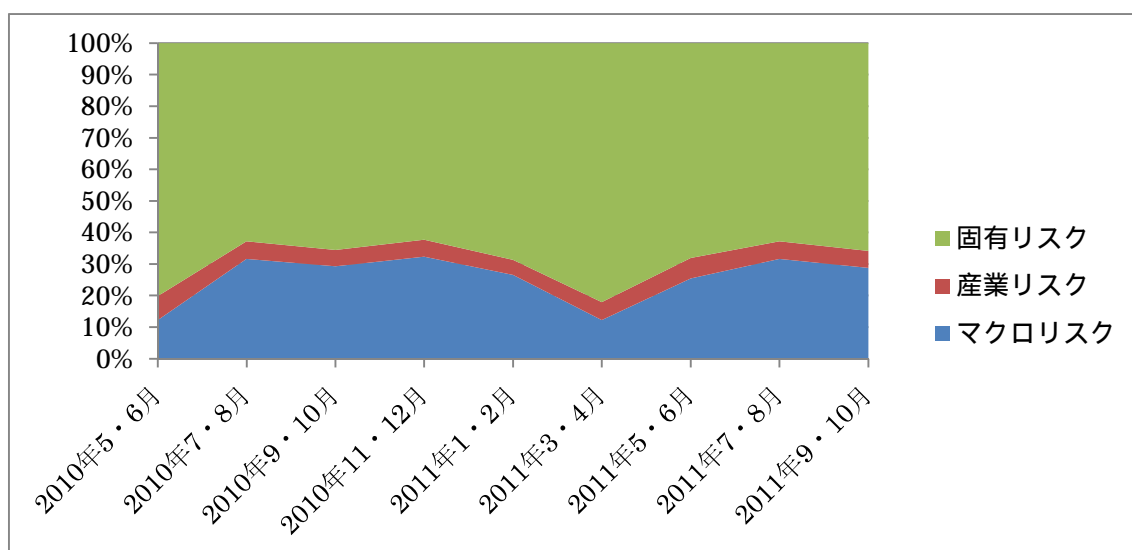


図 22 収益率の変動分解 (不動産)

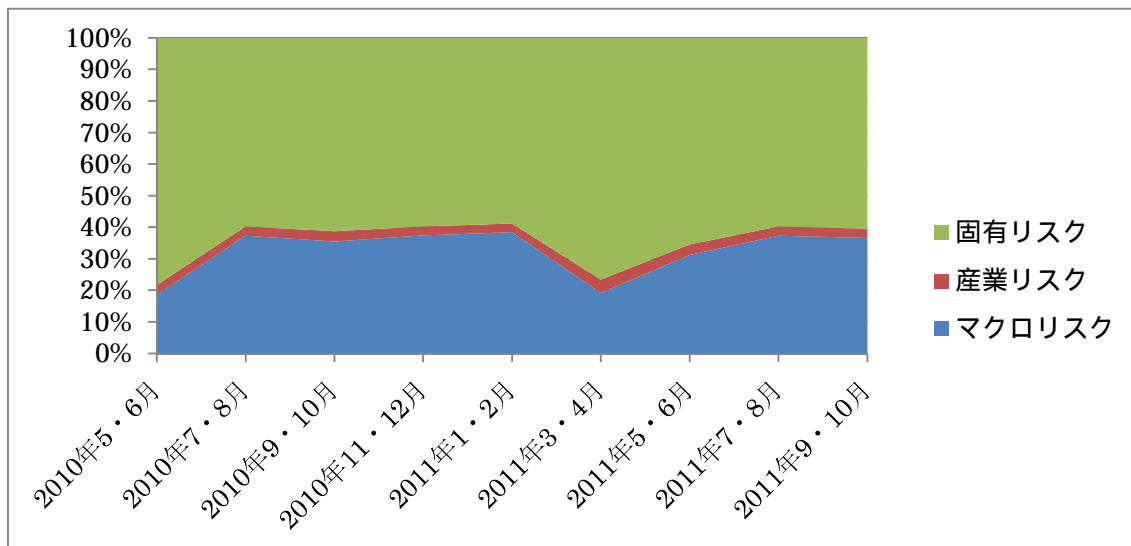
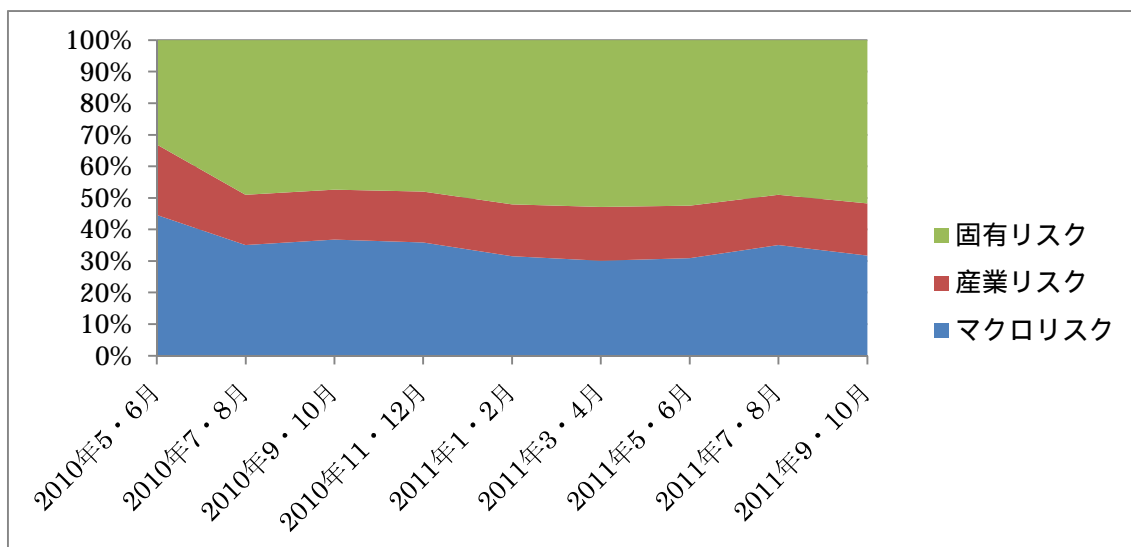


図 23 銀行



7. まとめ

本稿では、近年発展しているベトナムの株式市場について上場企業や株価の推移について概観すると共に、計量的手法を使って株価が企業、産業、マクロ経済といった要因にどの程度、影響を受けているかを分析した。

上場企業の業種や属性を分析した結果明らかになったのは、上場企業数が近年目覚ましく増加した一方、過半数の企業が程度の差はあれ政府の影響下にあるということである。特に企業数に比べ、時価総額のシェアが高い金融業には大きな国有金融機関が複数存在し、株式市場における国有企業の存在感を大きくしている。先行研究はドイモイ政策が全体的に漸進的に進められてきたことを指摘しているが⁷、国有企業の株式会社化が進んだ現在においても政府が依然として主要企業をコントロールしていることがデータから明らかになった。

計量的な分析の結果、明らかになったのはベトナムの株価変動において企業固有リスクのリスクが影響する比率が日本と比べて低く、マクロリスクに左右されやすいことである。これは林(2009)の分析が現在でも妥当することを間接的に示していると言えよう。また、この傾向は分析期間を通して安定的に見られた。

しかし、一方で推定結果からは産業別の異質性が強く見て取れた。例えば、医薬品のような業種と鉄鋼業のような業種では株価の変動要因に明らかに違いが表れている。これらの格差が生じている要因については、各業種の個別事情をさらに探る必要がある。

また、上述したようにベトナム株式市場の大きな特徴は国有企業のプレゼンスの大きさである。この国有企業が占める比率は業種によって大きく異なる。例えば水産業の場合、ホーチミン市場に上場されている国有企業がほとんど存在しないのに対し、ゴム産業では全ての上場企業が国有企業である。両者では共に輸出産業だが産業リスクの比率に大きな差が見られる。これらの違いは国有企業であるかどうかの有無が影響を及ぼしているのかといった分析は今後の課題としたい。

⁷ トラン(2010)を参照。

参考文献

- 石田暁恵 (2009) 「WTO 加盟後のベトナムの国有企業グループ」 坂田編 (2009), 第1章
坂田正三編 (2009) 『変容するベトナムの経済主体』 IDE-JETRO アジア経済研究所
ド・マン・ホーン (2007) 「ベトナムの株式市場」 『産研通信』 No.69, pp.11-14
トラン・ヴァン・トウ (2010) 『ベトナム経済発展論』 勁草書房
林裕子 (2009) 「ベトナム上場企業の経営戦略」 坂田編 (2009), 第3章
ベトナム株ドットコム (2010) 『ベトナム株企業情報 2010年度版』 パンローリング
中田勇人 (2011) 「産業別株式ポートフォリオの国際統合度」 2011年度日本金融学会秋季大会報告論文
Eiling, Esther and Bruno Gerard (2007) “Dispersion, Equity Returns Correlations and Market Integration,” Working Paper, Toronto University