

ベトナム社債制度 私募債不祥事と規制

水野兼悟

ベトナムでは証券不祥事が相次いで発覚している。私募債にかかる不祥事は、規制の抜け穴を再認識させた。

証券不祥事

ベトナムでは22年3月以降、新興財閥による証券不祥事が相次いで摘発され、創業者会長や親族、子会社や証券会社の関係者などが逮捕されている（表1）。証券監督者である国家証券委員会（SSC）

の市場監督局からも、国家秘密漏洩の容疑で同年4月に逮捕者が出た^{注1}。

ベトナム共産党の中央監察委員会は、15年以降のSSCによる証券行政は規制、市場監督、答責性などが不適切であり、よって不祥事を招いていると結論づけた。そして、同期間における歴代幹部の処分を22年5月に発表した。このうち、特に重責として、SSC会長とホーチミン証券取引所（HOSE）社長が解任された。

社債市場と規制

ベトナムの社債市場は、残高が4年で約5倍増と急成長してきた（図1）。残高の対GDP比は、既にインドネシアやフィリピンを超えている（図2）。私募債が圧倒的に多いのが特徴である（図3）。

20年まで公募債と私募債の監督者は、それぞれ明示的にSSCと財政省（MOF）であった。19年から私募債の発行届出先がMOFからハノイ証券取引所（HNX）に変更されたが、監督者はMOFのままであった。

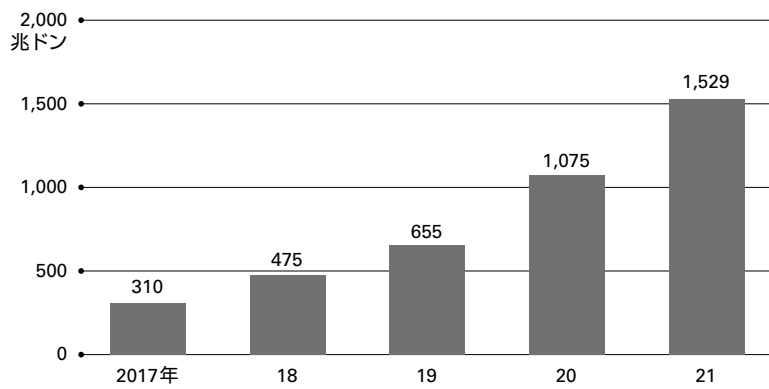
21年に施行された改正証券法では、SSCが公募債に加えて公開会社の私募債も監督する一方、非公開会社の私募債は企業法などに基づくとした^{注2}。対して、同時に施行された私募債政令^{注3}では、発行体を公開・非公開では区別せず、私募債はSSCが証券取引所や証券

表1 証券不祥事

	新興財閥	主な事業	証券	容疑
22年3月	FLCグループ	不動産、航空、建材	株式	相場操縦、情報隠蔽
22年4月	THMグループ	不動産	私募債	虚偽情報、情報隠蔽
	ルイス・ホールディングス	食糧卸	株式	相場操縦

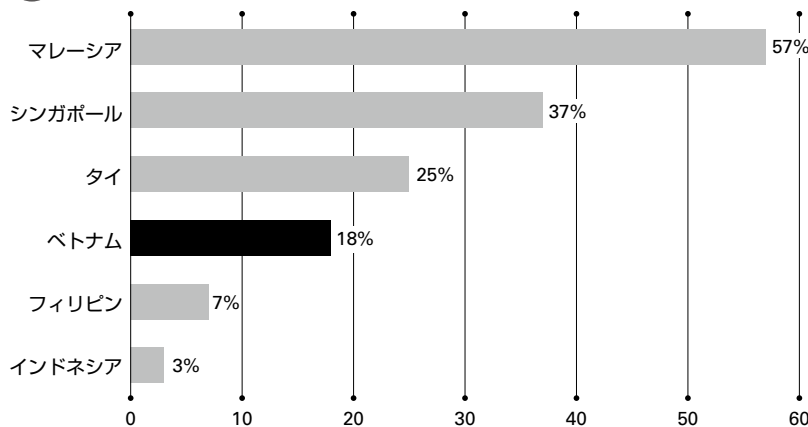
出所) Vietnam Investment Review、VnExpressなど報道

図1 社債残高



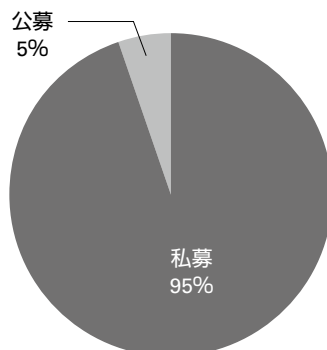
出所) MOF

図2 社債残高の対GDP比 (21年末)



出所) ADB, "AsianBondsOnline"

図3 社債の発行方式



注) 21年1月～22年4月の発行額

出所) Vietnam Bond Market Association

会社を通じて監督するとした^{注4}。

結果的に、非公開会社による私募債について、証券法と私募債政令で齟齬が生じた^{注5}。また、証券取引所や証券業協会、債券協会は、法的にも慣例的にも自主規制機関として位置づけられていない。よって、監督体制も曖昧になった。

タン・ホアン・ミン (THM) グループは、子会社3社の私募債10.3兆ドン (約570億円) を、21

年7月から22年3月に社会的メディア (SNS) などを通じて不法に販売したとされる。SSCは22年4月に同私募債を無効と発表した^{注6}。SSCの対応が遅れた一因は、THMグループと同3社が非公開会社なためと考えられる。

現在、MOFは私募債政令の改正を進めている。MOF副大臣がSSC会長職も当面は兼務する。しかし、根本的な市場や規制の再構築には、証券法の再改正が必要だろう。事実、SSCは22年5月になって、証券市場の規制や監督について、法的な枠組みからの再検討を表明した。

注

- 1 一連の証券不祥事との関係は不明
- 2 つまりSSCの所管外
- 3 Decree 153/2020/ND-CP
- 4 MOFは政策や制度設計を担当
- 5 法律が優先すべきだが
- 6 措置内容は無効というより流通禁止

水野兼悟 (みずのけんご)

野村総合研究所 (NRI) サステナビリティ事業コンサルティング部プリンシパル