

## ベトナム債券市場 社債市場の停滞と格付け慣行

水野兼悟

ベトナムの社債市場は、不祥事と規制強化の影響で停滞している一方、24年から格付け慣行の広がりが期待される。

### 市場制度

ベトナムの債券市場は、政府債と社債に二分できる（表1）。

政府債には国債や政府保証債、地方債が含まれる。いずれもハノイ証券取引所（HNX）で入札され、取引執行<sup>注1</sup>される。証券保管・振替はベトナム証券留記精算総公司（VSDC）、資金決済はベトナム国家銀行（SBV）で行われる。

社債は募集方式により公募と私募に分けられる。

公募債の監督者は国家証券委員会（SSC）である。公募債にはHNXへの上場とVSDCへの証券預託が義務付けられている。しかし、HNXへの上場申請には、株式の新規上場（IPO）と同様な株主総

会での決議が求められるため、実際に上場されている公募債はない。ややこしいことに、上場されてはいないものの、VSDCとベトナム投資発展銀行（BIDV）に接続されたHNXプラットフォーム上で、公募債は取引執行できる。

私募債の監督者は、財政省（MOF）である。23年9月より既発債も含めて私募債には、HNXへの登録とVSDCへの証券預託が

義務付けられた。資金決済にはベトナム外資銀行（VCB）が選定された。公募債と同様に、HNXプラットフォーム上で取引執行する。HNXへの登録は、上場ではないため情報開示などの要件は緩い。私募債への投資家は、機関投資家や一定以上の資産・所得を持つ個人などを含む専業投資家に限られている。

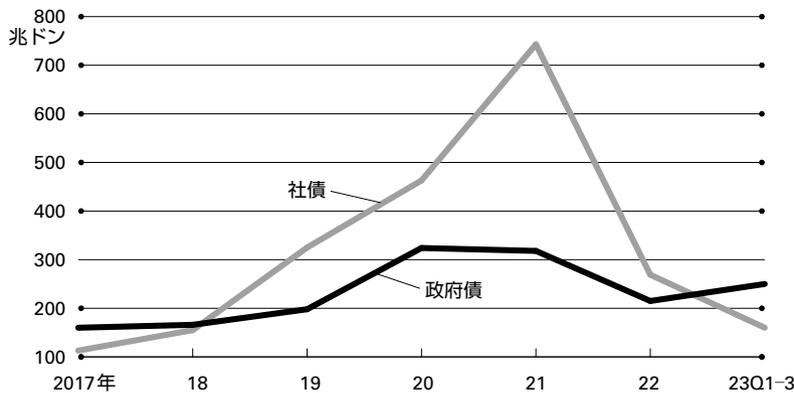
政府債に加えて社債でもHNX

表1 債券市場制度（23年9月以降）

	政府債	社債	
		公募債	私募債
監督者	MOF	SSC	MOF
認可・届出		認可	届出
投資家	機関投資家	不特定	専業投資家
上場・登録	上場	上場	登録
取引執行	HNX	HNX	HNX
保管・振替	VSDC	VSDC	VSDC
資金決済	SBV	BIDV	VCB
決済期間	T + 1	T + 2	T + 0

出所）政令95/2018、政令155/2020、政令65/2022、政令08/2023

図1 債券発行額



出所) HNX、VBMA

表2 信用格付機関

略称	承認	外国出資者
Saigon Ratings	17年7月	
FiinRatings	20年3月	日経グループ
VIS Rating	23年9月	ムーディーズ

注) 日経グループは親会社FiinGroupへの出資  
出所) 各社ウェブサイト

への上場・登録とVSDCへの集中  
保管、HNXプラットフォーム上  
での取引執行が進んだ結果、取引  
所集中義務が成立している。

### 社債市場

社債発行額は19年から21年にかけて政府債を上回り、社債市場は活況を呈していた(図1)。社債発行額の約94%は、監督者からの発行認可が不要な私募債である(図2)。

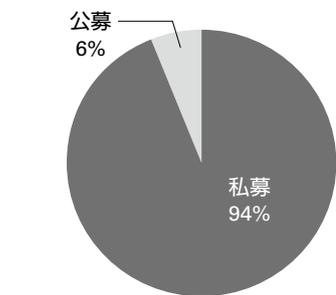
22年4月から私募債発行体による虚偽情報など不祥事が複数発覚した。投資家は疑心暗鬼に陥り、私募債の発行額と流動性が急落し

た。借換債の発行も難しい発行体もあり、デフォルト率は23年9月で約16%である<sup>注2</sup>。

政府は22年9月に私募債政令を改正し、VSDCへの預託義務や専業投資家の要件厳格化など規制強化を図った。また、社債権者集会で65%以上の同意をもって社債の条件変更を認め、債務不履行を抑制するよう図った。

同時に、規制強化の一環として、各私募債の資金用途を監査法人が半期ごとに監査することを義務付けた。ベトナム債券市場協会(VBMA)や大手監査法人は、この監査の現実性や有効性に疑問を呈してきた。しかし、23年5月の

図2 社債募集方式

注) 20年1月～23年9月の発行額  
出所) HNX、VBMA

さらなる政令改正でもこの監査義務は撤廃されず、市場低迷の一因となっている。

一方、24年1月から私募債でも一定条件を超える発行体には格付けの取得が義務付けられる。公募債でも同条件で求められていた格付けを、社債市場のほとんどを占める私募債にも適用するものである。これまで、格付けを取得した社債または発行体は僅少であった。

MOFは信用格付機関を30年までに最多で5つ承認する方針である<sup>注3</sup>。23年9月までに3つ承認されており、ムーディーズや日経グループも参画している(表2)。24年から格付け慣行の広まりが期待される。

注

- 1 約定は場外(OTC)、社債でも同じ
- 2 VIS Rating資料、金額基準
- 3 首相決定507/2015

水野兼悟(みずのけんご)  
野村総合研究所タイ顧問