



ベトナム社債市場 市場構造と発展に向けた課題

水野兼悟

ベトナムの社債は、発行市場のほとんどが私募債であり、かつ社債券の集中預託や付番が進んでいない。公募債・私募債とも発行・残高統計は未整備で、市場の大半を占める非上場社債には取引情報の報告制度もないため、外国人には市場動向が分かりにくい。

本稿では、市場構造を整理し、発展に向けた課題について検討する^{注1}。

法規制と監督者

ベトナムの証券法は、専ら株式上場や店頭公開を前提とした公募

証券を主対象としている。私募の定義はあるが、子細は企業法や他法令で規定するとしている。よって、施行令に該当する政令も、公募証券と私募債とに二分されている（表1）。

同様に、社債に係る監督者も、国家証券委員会（SSC）^{注2}が公募債および上場社債、財政部（MOF）^{注3}が私募債と二分されている。MOFが監督者なのは、社債市場の黎明期において発行体は国営企業が占めていた経緯による。最初の社債に関する政令^{注4}は1994年に制定された。国営企業による株式と社債の発行に係るもので、MOFを監督機関とした（SSC設立は96年）。次に、初の証券法と社債（私募債）政令^{注5}が2006年に制定され、公募証券は同法に基づきSSC、私募債は同政令に基づきMOFという監督体制になった。以降、証券法も政令も改正されているが、監督体制は不変である。

表1 社債に関する監督・関連機関と法規制

監督者	国家証券委員会（SSC）	公募債、上場社債
	財政部（MOF）	私募債
	ベトナム国家銀行（SBV）	信用機関（商業銀行）債
関連機関	ハノイ証券取引所（HNX）	社債上場、私募債の届出・報告受付
	ホーチミン証券取引所（HOSE）	社債上場
	ベトナム証券留記中心（VSD）	上場社債の保管振替
	ベトナム投資発展銀行（BIDV）	上場社債の資金決済
主な法規制	<ul style="list-style-type: none"> 証券法（2010年改正） 証券法施行令（Decrees 58/2012/ND-CP, 60/2015/ND-CP） 社債（私募）政令（Decree 163/2018/ND-CP） 社債（公募）通達（Circular 211/2012/TT-BTC） 信用機関債通達（Circulars 34/2013/TT-NHNN, 16/2016/TT-NHNN） 	

注）政府保証債は政府債の一種類として規定され、社債には非該当出所）関連法規より作成

表2 公募債と私募債の制度比較

		公募債	私募債
監督者		SSC	MOF
認可・届出		認可制	届出制
申請・届出先		SSC	HNX
SBV認可 (信用機関債のみ)	国有銀行	必要	必要
	その他	必要	不要
投資家勧誘数(発行時)		100名以上(機関投資家以外で)または不特定人数	100名未満(機関投資家以外で)
譲渡制限(流通時)		なし(ただし上場申請中は譲渡不可)	発行後1年以内の投資家数は100名未満(機関投資家以外で)、以降は同左
広告	発行時	可	不可
	流通時	可	規定なし
引受人		必要(証券会社)	不要
自己発行(引受人やアドバイザーなしでの発行)		不可(証券会社による発行を除く)	可
格付		任意	任意
上場		可	可(発行後1年以降)
保管振替	上場	VSD	VSD
	非上場	規定なし	VSDまたは同預託会員(商業銀行や証券会社)
資金決済	上場	BIDV	BIDV
	非上場	規定なし	BIDVまたは上記預託会員の指定銀行
証券資金同時受渡(DVP)	上場	可	可
	非上場	不可	不可(VSDに預託されない限り)

注) 国有銀行：ベトナム政府が株式の過半を保有する銀行
出所) 関連法規より作成

発行・流通制度

ベトナムの社債制度は、公募債が厳格な認可制、私募債が緩やかな届出制となっている。また、信用機関(主に商業銀行)の社債発行には、ベトナム国家銀行(SBV)^{注6}

の認可が必要な場合がある(表2)。

公募債は公募証券の一つとして規定され、株式公開に準じた発行体要件^{注7}や手続きを要する。普通社債であっても、SSCから発行認可を取得するのに数カ月(公開会社^{注8}の場合)から約1年(非公

開会社の場合)を要する。

私募債は届出で済み、100名未満にまで勧誘・販売^{注9}でき、この人数制限に機関投資家^{注10}は計数されない。しかも、2019年1月まで有効だった前政令^{注11}では発行直後から、同年2月から発効した新政令でも発行後1年経過すれば、100名以上に売出・譲渡できる。かつ、最低資本金や黒字要件もないなど、発行体要件^{注12}も緩い。

上場制度

公募債でも私募債でも、社債上場要件^{注13}を満たせば、ホーチミン証券取引所(HOSE)またはハノイ証券取引所(HNX)に上場できる。実際に、上場社債のうち多くは、元は私募債として発行されたものである。上場投資信託(ETF)を含むオープンエンド型の投資信託は、証券のうちでは上場証券と政府債にのみ投資できる。この投資規定^{注14}が発行体にとって社債を上場させる数少ない動機である。

ただし、証券取引所から社債上場認可を取得するには、数カ月(上場会社か店頭公開会社^{注15}の場合)から約1年(それ以外の場合)を要する。そして、社債上場要件の一つである100名以上の投資家数を遵守するため、上場申請中は譲渡制限がかかる。

表3 社債の発行額・残高および取引額（含む推計・不明）

		2014	2015	2016	2017	2018	注	
発行額	公募債						1	
	私募債	23	43	130	115	224	2	
残高	公募債						3	
	私募債	98	143	237	310	474	4	
	上場社債	HNX	0	0	0	0	0	5
		HOSE	4	5	7	14	33	5
取引額	上場社債	HNX	0	0	0	0	0	
		HOSE	3	5	10	17	37	
	非上場社債						6	

注1) SSCは数値を非公表
 注2) MOFが債券市場協会との会合などで口頭で述べた実数
 注3) 残高の報告制度がなく不明
 注4) MOFが同様に述べた対GDP比から筆者推計
 推計式：GDP（統計総局）×対GDP比（MOFによる概数）
 注5) 上場社債残高は公募債と私募債の残高計の内数、ただし発行時に公募債だったか私募債だったかは不明
 注6) 取引情報の報告制度がなく不明
 出所) MOF、HNX、HOSE

よって、社債を上場させている発行体は、HOSEで14社、HNXで1社と少ない^{注16}。うち1社を除き、すべて上場会社か店頭公開会社である。

市場規模

市場規模としては、私募債が圧倒的に多く公募債は僅少というのが、市場関係者の一致した見方である。しかし、発行市場も流通市場も全容は不透明である（表3）。要因は、①統計としての公表制度の不備、②報告制度の不備、に二分できる。

公募債は、認可制かつ発行結果の報告制度があるので年次発行額

（および認可額）は分かるはずだが、SSCは公表していない（上記①）。一方、公募証券は株式を前提に上場または店頭公開されることを想定しているためか、公募債残高に関する報告制度は存在しない（同②）。

私募債は、届出制かつ発行結果の報告制度があるので年次発行額（および届出額）は分かるが、MOFはベトナム債券市場協会（VBMA）との会合などで実数を口述するのみである（同①）。残高の年次報告制度もあるため、概数^{注17}ながら残高も分かるが、MOFは同様に対GDP比を口述するのみである（同①）。

上場証券には、流通の取引所集

中義務がある。上場社債の取引は、場外（OTC）で約定、取引所プラットフォームで執行され、統計として公表される。一方、非上場社債には取引情報の報告制度がない（同②）。

債券情報Webサイト

現行の社債（私募債）政令では、私募債の届出・報告先は2019年2月よりMOFから証券取引所に変更とされ、遅れて同年3月にHNXが指定^{注18}された。

発行体からの定期的な報告内容には、残高だけでなく年次・半期の財務諸表が加わった。重要な会社情報の適時開示・報告も必要になった^{注19}。また、社債券の保管者（VSDまたは同預託会員）も半期ごとに保管状況をHNXに報告する。

これら報告に基づき、HNXは債券情報Webサイトを構築する。私募債の社債券ごとの発行条件や発行額・残高、証券預託先などに加えて、発行体ごとの会社情報などが公開される。社債上場要件は不適用なので上場とは扱われないが、私募債市場の可視性は高まる^{注20}。

課題と制度改正

証券法改正（案）^{注21}は、2019年内に国会で審議・採択され、20年から施行見込みである。それを

受け、公募債・私募債とも政令は改正される。この機会に取り組むべき主な課題としては、次の2点が挙げられる。どちらも、政府の債券市場ロードマップ2020^{注22}に含まれている。

第1に、私募債制度の改革、特にプロ私募市場の創設である。機関投資家を計数せず100名未満への販売、かつ発行後1年以降は人数・譲渡制限なしという現行制度は、私募制度の趣旨に比して緩すぎると考えられる。証券法改正(案)への意見公募では、私募債はプロ投資家^{注23}だけに発行・流通されるべきか、議論が分かれている。国会での審議結果を待つしかない^{注24}。もし非プロ投資家にも勧誘できる私募を残すのであれば、投資家数をごく少人数に制限し、その人数にプロ投資家を含め、かつその制限は最終償還日まで適用されるべきであろう。

第2に、私募債を含む非上場社債のベトナム証券留記中心(VSD)への集中預託である。これは政令で規定できる。保管振替を一元化できれば、発行額や残高、取引額の報告義務は不要である(VSDで分かる)。加えて資金決済を一元化できれば、証券資金同時受渡

(DVP)も可能になる。これらは、国外の機関投資家がベトナムの非上場社債に投資する土壌を形成するだろう。

さらに以降には、格付制度の促進^{注25}、商業銀行による社債引受の解禁^{注26}、監督者のSSCへの一本化^{注27}などが重要になるだろう。

注

- 1 ベトナム国内の普通社債を主対象とし、新株発行予約権付社債やグリーンボンド、外債は割愛
- 2 2004年からMOFの外局
- 3 銀行・金融機関局
- 4 Decree 120/1994/ND-CP
- 5 Decree 52/2006/ND-CP
- 6 中央銀行かつ銀行監督者
- 7 資本金100億ドン以上、過去1年間の営業黒字、累積損失なし、取締役会決議など
- 8 上場会社、株式公募実施会社、株主100名以上(機関投資家以外)で資本金100億ドン以上の会社
- 9 証券法上は勧誘、社債(私募)政令上は販売・取引
- 10 商業銀行、金融機関、リース会社、保険会社、証券会社
- 11 Decree 90/2011/ND-CP
- 12 法人登記から1年以上、過去3年間に社債不履行なし、機関決定など
- 13 資本金1200億ドン以上、過去2年間の営業黒字、1年以上の延滞債

- 務なし、100名以上の投資家など
- 14 Circulars 183/2011/TT-BTC, 229/2012/TT-BTC
 - 15 HNXの未上場公開会社市場(UP-CoM)
 - 16 2019年4月11日時点、ただし上場は社債ごと
 - 17 発行から1年ごとの報告なので、各年末残高は概数になる
 - 18 Notice 284/2019/TB-BTC
 - 19 発行体の多数を占めるHOSE上場会社にとっては、報告先が増えることになる。ただ、SSCとHOSE、HNXの三者で共用する情報開示システム(IDS)をSSCが構築中であり、近年に解決される見込みである
 - 20 取引情報の報告制度はない
 - 21 2018年10月に意見募集のため公開
 - 22 Decision 1191/2017/QD-TTg
 - 23 前述の機関投資家に、適格な上場会社や富裕層が追加
 - 24 改正案では、公募債には上場義務が課せられる
 - 25 MOFに認定された国内格付会社は1社あるが未実働。VBMA会員有志で別途に設立検討中
 - 26 信用機関法の改正が必要
 - 27 MOFもその意向を公言

水野兼悟(みずのけんご)

野村総合研究所(NRI)グローバルインフラコンサルティング部上席コンサルタント