

# ベトナム債券ファンド 急成長を支える社債市場構造

水野兼悟

ベトナムでは債券ファンド市場が急成長している。その成長は、一つの財閥系銀行・証券会社が牽引している。投資家はほぼすべてベトナム人であり、国内での金融資産増加を象徴している。本稿では、債券ファンドの制度と市場動向、急成長の背景につき整理する。

## 法規制と関係機関

証券法に基づき、国家証券委員会 (SSC) が国内籍の証券投資ファンド<sup>注1</sup>およびファンド運用会社を監督している。

証券投資ファンドは、公募ファンドと成員ファンドに二分される。さらに、公募ファンドは、オープンエンド型とクローズドエンド型に二分される。オープンエンド型の派生として上場ファンド (ETF) が、クローズドエンド型の派生として不動産投資ファンドが規定されている。ETFはもち

ろん、不動産投資ファンドを含むクローズドエンド型にも、上場が義務付けられている。

公募ファンドの形態としては、契約型と法人型 (証券投資会社) の二種類が規定されている。しかし、後者は組成されていない。証券法では、証券投資会社は企業法に基づく株式会社として設立されるとしている。だが、税法<sup>注2</sup>では、同法人への法人所得税と投資家への受領時課税という、二重課税の

回避が担保されていない。一方、契約型は組織でないため課税客体に該当せず、よって投資家への受領時課税のみで済む<sup>注3</sup> (表1)。

## 債券ファンド定義

債券ファンドは、オープンエンド型の一分類として、総資産の8割以上を債券およびその他の確定利付証券に投資するものと規定されている。残る2割未満について

表1 公募ファンドの関連機関と法規制

関連機関	監督者	国家証券委員会 (SSC)
	委託者	ファンド運用会社
	受託者	ベトナム証券留記中心 (VSD) 預託会員銀行
	保管振替	VSDまたは同預託会員銀行
	販売者	ファンド運用会社、証券会社、商業銀行、保険会社
法規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券法 (2010年改正)</li> <li>証券法施行令 (Decrees 58/2012/ND-CP、60/2015/ND-CP)</li> <li>オープンエンド型ファンド通達 (Circulars 183/2011/TT-BTC、15/2016/TT-BTC)</li> <li>上場ファンド通達 (Circular 229/2012/TT-BTC)</li> <li>クローズドエンド型および成員ファンド通達 (Circular 224/2012/TT-BTC)</li> <li>不動産投資ファンド通達 (Circular 228/2012/TT-BTC)</li> </ul>	

注) 商業銀行が販売するにはベトナム国家銀行 (SBV) 認可が必要。また、上場ファンドを販売・取次できるのは証券会社のみ  
出所) 関連法規制

表2 オープンエンド型ファンドが投資できる資産分類

- ・商業銀行預金
- ・外貨、有価証券および流通証券を含む短期金融市場商品
- ・政府債（国債、政府保証債、地方債）
- ・上場証券、非上場公開企業市場登記株
- ・証券取引所に上場・登記申請中の証券
- ・与信機関保証債、買戻条項つき社債
- ・証券取引所で取引される金融派生商品
- ・ファンド保有証券から派生する権利

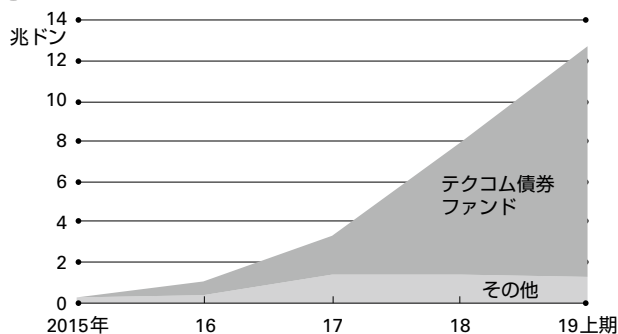
注) 流通証券法では、流通証券を有期かつ非長期の有価証券と定義し、小切手や手形を含む出所) オープンエンド型ファンド関連2通達

も、認められた資産分類でなければならない(表2)。

債券は政府債と社債に二分される。政府債政令に基づき、政府債には国債と政府保証債、地方債が含まれる。証券法では社債を負債証券と定義する一方、確定利付証券という言葉は出てこない。

債券以外の確定利付証券としては、与信機関（商業銀行など）が発行する預金証書がある。ベトナム国家銀行（SBV）通達<sup>24</sup>では、与信機関が発行できる有価証券として、社債と預金証書、手形を規定している。

図1 債券ファンド純資産残高



出所) 各ファンド資料

表3 債券ファンド一覧（国内籍）

運用会社（略称）	ファンド（略称）	純資産（兆ドン）	開始年
Techcom Capital	Bond Fund	11.5	2015
VietFund	Bond Fund	0.5	2013
VinaCapital	Fixed Income Fund	0.2	2013
VietinBank Capital	Bond Fund	0.1	2017
Baoviet Fund	Bond Fund	0.1	2016
Techcom Capital	Flexible Bond Fund	0.1	2018
SSI AM	Bond Fund	0.1	2017
Vietcombank Fund	Fixed Income Fund	当初募集中	2019
MB Capital	Bond Fund	解散済み	2013
計		12.7	

注) 小数点下一桁以下は四捨五入  
出所) 国家証券委員会、各ファンド資料（2019年上期末）

## 債券ファンド市場

2019年上期末時点で8つの債券ファンドが存在し、純資産残高は約12.7兆ドンである(表3)。

近年、債券ファンド市場の純資産は急成長している。ベトナム技商銀行（以下、テクコム銀行）傘下のテクコムキャピタルが運用するテクコム債券ファンドが、その成長に貢献している(図1)。同ファンドの外国人保有率は0.66%<sup>25</sup>

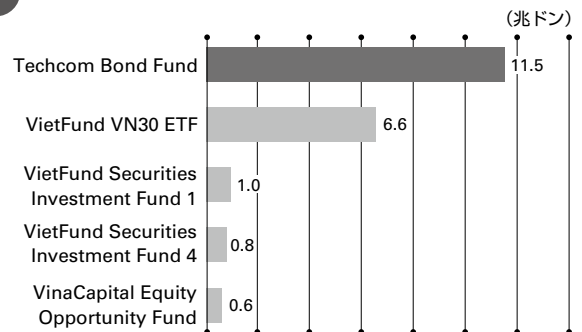
でしかなく、成長はほぼすべてベトナム人投資家により牽引されている。

同ファンドは債券ファンド純資産残高の9割強を占めており、かつ国内籍の証券投資ファンドで最大の純資産となっている(図2)。

## 上場社債市場

実際に債券ファンドが投資する確定利付証券としては、前述の

図2 証券投資ファンド純資産上位



出所) 各ファンド資料（2019年上期末）

表4 上位2債券ファンドの投資資産

	政府債	上場社債	預金証書	預金など	計
Techcom Bond Fund	0%	76.6%	13.9%	9.5%	100%
VietFund Bond Fund	0%	36.6%	52.1%	11.3%	100%

注) 上場社債には上場申請中も含む  
出所) 各ファンド資料 (2019年上期末)

通り、政府債、上場社債（含む上場申請中）、預金証書の3資産分類が挙げられる。しかし、上位2債券ファンドとも、政府債には投資していない（表4）。よって、債券ファンド市場の成長には、上場社債市場の成長が必要条件の一つである。

社債は一定の条件を満たせば、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。2019年からHNXに上場する社債もでてきたが、上場社債のほとんどはHOSEに上場している（図3）。

HOSEでの上場社債は残高、取引額ともに近年急増している。取引額の急増を牽引しているのも、

同じくテクコム銀行傘下のテクコム証券であり、取次シェアで8割強を占めている（図4）。なお、取引額には債券ファンド向けだけでなく、その他の機関投資家や個人投資家向けの取次も含まれる。

### 社債私設取引システム

テクコム証券は、上場社債および非上場社債の私設取引システム<sup>注6</sup>を提供している。上場社債には取引所集中義務があるため、同システム上で約定した取引は、取引所プラットフォームで執行される<sup>注7</sup>。一方、非上場社債の取扱銘柄はテクコム証券が保管振替<sup>注8</sup>しているものに限られ、よって同証券で

取引を執行できる。

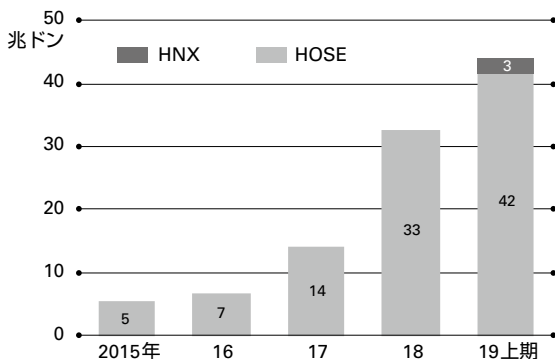
一般に、社債は一発行体に対して銘柄が多岐にわたるため、個人間では取引が成立しにくい。しかし、同証券は主要銘柄に対して売買気配値と一定額までの買戻保証<sup>注9</sup>を提供しており、同システムでの社債取引は特に個人投資家に人気を博している。

### テクコム銀行・証券

テクコム証券が個人投資家やテクコム債券ファンド向けに相当量の社債を取次できるのは、テクコム銀行が社債を多額に保有しているからである。商業銀行のうち総資産上位10行を比較すると、テクコム銀行が社債、特に非金融（与信機関以外）社債をひときわ多額に保有している。総資産に占める社債の比率も、他行より飛びぬけて高い（表5）。

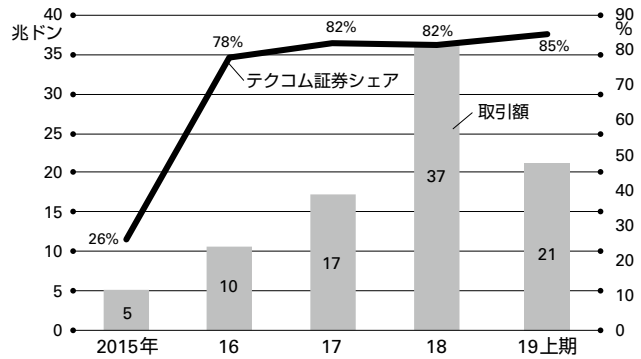
テクコム銀行による非金融社債の寡占的な保有は、社債発行市

図3 上場社債残高



出所) HOSE、HNX

図4 HOSE上場社債の取引額と取次シェア



出所) HOSE

表5 総資産上位10行による社債保有残高

単位：兆ドン

銀行	略号	社債			総資産	社債／ 総資産
		非金融	金融	計		
ベトナム農業農村発展銀行	AGB	1	23	24	1,282	1.9%
ベトナム投資発展銀行	BID	24	9	33	1,278	2.5%
ベトナム工商銀行	CTG	22	24	46	1,155	4.0%
ベトナム外商銀行	VCB	8	37	44	1,071	4.1%
サイゴン商業銀行	SCB	0	0	0	509	0.0%
サイゴン商信銀行	STB	0	0	0	402	0.0%
軍隊銀行	MBB	8	21	29	352	8.3%
岫州商業銀行	ACB	0	1	1	329	0.2%
サイゴンハノイ銀行	SHB	15	9	24	323	7.3%
テクコム銀行	TCB	58	9	68	319	21.2%

注) 非金融は与信機関以外の社債、金融は他与信機関の社債  
出所) 各行単体財務諸表 (2018年末)

場の特徴に起因する。社債の発行上位2企業集団は、ビン財閥とマサン財閥である。両財閥による発行残高はそれぞれ数十兆ドンになると見込まれ、他発行体の数兆ドンとは一桁違う<sup>注10</sup>。個人投資家に特に人気ある社債銘柄も、両財閥によるものである。

テクコム銀行・証券はマサン財閥傘下であり、マサン財閥の社債発行をほぼ一元的に取扱っている<sup>注11</sup>。しかし、大口与信規制のため、中堅銀行であるテクコム銀行が保有できるマサン財閥の社債残高には限りがある<sup>注12</sup>。よって、テクコム銀行としては、テクコム証券・キャピタルを通じて社債、特にマサン財閥の社債を第三者の投資家に販売・転売する積極的な動機があると考えられる<sup>注13</sup>。

### 今後の展望と課題

財政部 (MOF) によると、社債残高<sup>注14</sup>はおおよそ550兆ドンである (2019年上期末)。上場社債 (約44兆ドン) や債券ファンド (約13兆ドン) の残高はまだ小さく、今後とも増加が見込まれる。

一方、現状では運用の緩い適合性原則の強化が必要である。また、企業年金や確定拠出年金にかかる制度改善が必要である。自発的退職ファンド政令<sup>注15</sup>は、税制優遇が僅少な上に、ファンド資産の過半を政府債と条件付けており、制度として活用されていない<sup>注16</sup>。ベトナムでも高齢化が見込まれており、この分野での制度改善が、債券ファンド市場の長期的な発展につながるだろう。

注

- 1 日本でいう投資信託に近いが、ベトナムでは信託法がないため、本稿ではファンドと称する
- 2 法人所得税法と個人所得税法
- 3 いわゆるパススルー課税。ただし、不動産投資ファンドについては契約型でも税総局が異なる見解を示している
- 4 Circulars 34/2013/TT-NHNN、16/2016/TT-NHNN
- 5 2019年上期末時点
- 6 私設取引システムに関する規制はない
- 7 いわゆるプットスルー取引
- 8 非上場社債に対してベトナム証券留記中心 (VSD) への集中保管義務はない
- 9 いわゆるマーケットメイク
- 10 非上場社債の発行・残高統計が不備な上に、両財閥とも非上場を含むホールディングス体制となっており、全容を正確に把握するのは困難
- 11 すべて私募債であり、引受ではない
- 12 会計上は取引目的、満期保有、売却可に三分
- 13 ビン財閥は銀行・証券会社を有さない
- 14 正確には私募債の残高。公募債は僅少。私募債でも上場可
- 15 Decree 88/2016/ND-CP
- 16 保険法通達 (Circulars 115/2013/TT-BTC、130/2015/TT-BTC) に基づき生命保険会社が提供する自発的退職ファンドは存在する

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