

ベトナム国営企業の 投資に関する法律上、 実務上の留意点

西村あさひ法律事務所

ベトナム事務所統括パートナー 小口 光

ハノイ事務所 カウンセル 廣澤 太郎



1. はじめに

ベトナムは、ASEAN諸国中第3位の人口9264万人（2016年時点）を擁し、政治および社会的に安定していることを背景に、日本企業の進出件数の伸びも大きい。商工会会員企業も、ハノイで658社、ホーチミンで893社、ダナンで110社（17年3月時点）に達しており、ベトナム外国投資庁によれば、2016年の日本からの投資は20億ドルを超え、件数も過去最多の549件に達している。もっとも、ベトナムでは、依然として国営企業がGDPの4割近くを占めるなど、その寡占／独占状態や非効率な経営が経済成長の障害となっているとの指摘も多く、ベトナム政府は国営企業の民営化をさらに推進する方針を打ち出している。

ベトナム政府は、2016年12月28日付首相決定58号において、国営企業の株式売却に関する計画を公表した。当該計画によれば、リストアップされた240社の各国営企業につき、2020年までに政府の出資比率を何%まで引き下げるのか、具体的に示している。103社については引き続き100%を保有する計画である一方、4社は65%以上100%未満、27社は50%以上65%未満、106社は50%未満に引き下げる計画であるとされている。

日本企業は、その技術や日本的経営ノウハウに対するベトナム政府からの信頼なども厚く、戦略的投資家として国営企業への出資を期待されているが、実際に投資を行うに際しては、ベトナム国営企業に適用される法令、固有の手続き、それを取り巻く政治環境などに対する理解が不可欠となる。本稿では、ベトナム国営企業に戦略的投資を行う場合に考慮すべき法制度や実務上の留意点を解説する。なお、ベトナム国営企業への投資に関連する法制度は近々改正が予定されているが、本稿の内容は、2017年8月末日時点で有効な法令の内容に基づいている点にご留意いただきたい。

2. 国営企業への出資に関連する 法制度の解説

(1) 国営企業の分類

投資対象となる国営企業は、法的観点から、次の2つに分類することができる。

- ① 「株式化」手続きの完了前であり、政府出資比率が100%の企業
- ② 「株式化」手続きは完了しているが、政府出資比率が依然として過半以上を占める企業

ベトナム企業法の定義では、①の類型のみが「国営企業」とされているが、外国投資家が②の類型の企業に投資を行うことも多い。下記（4）で詳述するが、投資対象の国営企業が上記の①、②のいずれに該当するかにより、法令上の取り扱いが異なるため、対象企業の正確な状況を把握することが重要である。

(2) 「株式化」手続きの概要

(1)で述べた分類の基準となる「株式化」手続きは、ベトナム国営企業に特有の概念であり、「政府100%出資の会社形態から、企業価値算定などを経て、外部の投資家への株式売却、株式会社への組織変更が行われる一連の手続」を意味している。

具体的な手続きは以下のとおりである。

- ① 株式化を行う旨の首相決定
- ② 所管官庁による「株式化委員会（Steering Committee）」の設置
- ③ 企業価値算定機関による価値評価
- ④ （戦略的投資家がいる場合には③と同時並行で）戦略的投資家と政府との交渉、戦略的投資家による売却株式価格の10%の預託金支払
- ⑤ 株式化計画の内容決定と首相による承認

- ⑥ 一般投資家向けの公開入札（法令上「IPO」と呼称される）
- ⑦ 第1回株主総会開催（定款の承認）、株式会社としての事業登録、資産の引き渡し（⑦をもって「株式化」が完了したとされる）
- ⑧（上場基準を満たしている場合）1年以内の証券取引所への上場

「株式化」手続きの開始から完了までには時間を要し、数年単位であることも多い。ベトナム政府は、株式化の過程で、国内外の戦略的投資家を招聘のうえ出資を得ることを目指すことが多いが、適切な戦略的投資家が見当たらない場合には、戦略的投資家からの出資がないまま、株式化が完了するケースもある。株式化の過程で戦略的投資家による出資が行われる場合には、「株式化計画」に戦略的投資家による出資の概要が記載されることになる。

(3)「戦略的投資家」の意義と権利義務

「戦略的投資家」とは、国営企業の株式会社化に関する政令（2011年7月18日付政令59号）において、「国営企業の株式会社化の過程において、一定程度の株式を取得する代わりに、比較的長期に当該株式を保有し、対象会社への財務的サポートや、技術支援、人材育成支援、市場開拓支援等を行う者」と定義されている。

法令上、戦略的投資家に該当することにより与えられる固有の権利はなく、企業法上の株主として認められる一般的な権利を有するのみである。したがって、戦略的投資家として、投資対象会社または政府との交渉により、投資参画の目的を達成するために必要な権利を確保する必要がある。具体的な権利の内容は後述する。

一方、戦略的投資家は、上記支援を行うためにも、比較的長期に当該株式を保有することが期待されていることから、法令上の義務として、株式会社化の完了に基づき、企業法上の事業登録書が最初に発給された日から5年間、取得した株式を譲渡することができないという、いわゆるロックアップの制約がある。

なお、戦略的投資家不在のまま株式化手続きが完了した会社（上記（1）の②の類型）に投資する場合、上記政令上の「戦略的投資家」に該当しないため、これらの規定の適用はなく、法令上ロックアップの義務も負わないといった違いが生じる。

(4) 国営企業への出資に関して適用される法規制

ベトナム国営企業への出資に適用される法令のうち、実務上重要なものとして、公開入札の適用と、政府保有株式の譲渡価格に関する規制がある。規制の概要と実務の留意点は次のとおりである。

(a) 公開入札の要否

株式化プロセス完了前 （上記（1）の①の類型）	株式化プロセス完了後 （上記（1）の②の類型）	
	非上場	上場
戦略的投資家への売却は、原則として相対取引の方法による →現行法では、公開入札は必須ではない	公開入札が法令上必要	公開入札は法令上必要ではなく任意であり、証券市場のルールに従って取引が行われる →法令上は相対取引も可能だが、政府の意向で公開入札が行われることも多い

手続きの透明性・公開性を重視した一般投資家を含めて行われる公開入札では、十分な時間をかけて投資家がデューデリジェンスを行ったうえで、契約条件について丁寧に交渉するプロセスが想定されておらず、そのような限られた情報の中で、単純に高額の入札をした投資家が落札することにもなりかねない。国営企業の戦略的投資家としてふさわしい技術やノウハウを有しており、国営企業と戦略的な協業を行うことで、長期的にみれば、より大きなシナジーを生み出せる投資家が必ずしも落札できないという事態となれば、ベトナム政府は、ベトナム国営企業が、その経営効率の改善や企業価値の向上という観点から最適な選択をする途を、自ら閉ざしてしまっているともいい得る。投資家の立場からは、公開入札が法令上強制適用される場合を除き、相対取引によって対象会社の価値を見極め、シナジーを発揮するために必要な条件を織り込んだうえで、公正な価値評価手続きを経て、株式を取得することができるよう、政府株主、対象会社、関係機関の理解を得ることが望ましい。

(b) 株式売却価格規制

株式化プロセス完了前 (上記(1)の①の類型)	株式化プロセス完了後 (上記(1)の②の類型)	
	非上場	上場
株式価値評価機関が選任され、(一般投資家向けに行われる)公開入札の開始価格が決定される →戦略的投資家が相対取引で株式を取得する場合、公開入札の開始価格または最低落札価格を下回ってはならない	株式価値評価機関が選任され、公開入札開始価格が決定される 公開入札が不成立になった場合には、相対取引での取得が認められる →戦略的投資家が相対取引で株式を取得する場合、公開入札の開始価格を下回ってはならないと解される	(i) 譲渡時点での「株式の簿価(注:直近の財務諸表における株主資本(owner's equity)／発行済株式総数)」を下回ってはならない (ii) 証券取引所の取引価格帯の範囲内(注:たとえばホーチミン証券取引所の場合は直近の取引価格の上下7%)でなければならない →(ii)の規制に関し、証券取引所の取引価格帯の上限を上回るプレミアムを支払うかたちでの株式取得を企図する場合には、国家証券管理委員会の個別承認を得ることにより、証券取引所外で、取引価格帯の制限を受けずに株式を取得することが可能

株式価値評価機関による公開入札開始価格は、株式の簿価を上回る価格で設定されることが通常であり、現行の法令下では、上記のいずれのケースにおいても、政府保有株式が簿価を下回る価格で売却される可能性はほぼないといえる。このため、投資家候補による株式価値評価が簿価以下で、売主と投資家候補の株式評価額に乖離が生じているケースにおいて、その乖離を合理的に説明できない場合には、投資の途がほぼ閉ざされてしまうとの実態もあり、価格規制に関しては、市場価値を反映させることができる柔軟かつ公正な制度への法令改正が望まれるところである。

3. 国営企業への出資を進めるに際しての留意点

法令上の各種論点に加え、出資を実際に進めるに際してもさまざまなハードルが立ちはだかることが多い。国営企業への戦略的投資に関する実務上の留意点の主要なポイントは以下のとおりである。

(1) ストラクチャリング

戦略的投資を検討する対象企業が大型国営企業である場合、グループ内に多くの子会社、関連会社を抱えていることが多い。歴史的経緯からノンコア事業にも手を広げ、不動産投資事業を典型例として、グループ全体の採算性を悪化させている事例も散見される。再建型事案では、戦略的投資家として、不採算部門を整理または優良事業のみを切り出して投資を行うことを検討したいところであるが、柔軟なストラクチャリングに関する交渉は、非常に難しい。

不採算事業を営む子会社が備忘価格で売却または破たん処理に進む場合には、当該国営企業の関係者が、刑法犯である国家資産を毀損した罪に問われるなどの可能性もあり、関係者が消極的にならざるを得ない事情もある。また、公的債務の圧縮はベトナム政府の喫緊の課題であるため、政府関係機関の金銭的負担を伴う約束を得ることも非常にハードルが高い。

(2) 交渉当事者と交渉ルート、関係機関の関わり

政府機関保有株式が売却される場合、売主は政府株主ではあるが、ストラクチャリングや主要条件の交渉、契約交渉は、政府株主の授権代表者として国営企業に派遣されている者または国営企業の幹部を通して行われることも多い。

上記(1)で述べたような、ストラクチャリングや再建型案件における再建計画および政府関係機関によるサポートなど、投資の前提条件として要求すべき事項は、かなり早い段階から、できる限りシンプルかつ明確に、関係機関との調整を進めることが非常に重要となる。

(3) 法務デューデリジェンス

国営企業の場合、適時に適切な内容の資料を入手することが、新興国の民間企業と比べても、より困難であることが多い。関係者の理解および経験が十分でないことも一因だが、複数のセグメントに多くの子会

社・関連会社を保有している場合などには、案件進捗に関する厳密な情報管理をしながら、広く子会社、関連会社の協力を得ることに困難を伴う場合もある。したがって、対象範囲および進め方について対象会社と綿密に協議し、デューデリジェンスを段階的に実行するなどの工夫も必要である。また、国営企業に特有の事象として、国家機密に該当するため一定の情報を開示できないとされる場合もある。国家機密は法令上定められる概念であるが、広範な内容を含むため、国営企業の財務情報や、国営企業の運営に重大な影響がある政府機関の間の通信などについて、情報の開示が進まないことも多い。

(4) 契約交渉、契約条項

戦略的投資家による国営企業への投資は、政府の方針により国営企業の株式が段階的に放出される傾向があり、また外資規制が残っている分野もあることから、マイノリティ出資であるケースが多い。その場合、戦略的投資実行後も、政府株主が大株主として残ることになるが、投資家としての権利を守るために政府株主と合意することが望まれる事項は多くある。

具体的には、①戦略的投資家としての地位を確保するための事項、②会社の運営（ガバナンス）に関する事項、③戦略的投資家としての責務に関連する事項、④出口戦略に関する事項などが考えられるので、以下順に述べる。

まず、①戦略的投資家としての地位を確保するための契約条項としては、(a) 出資比率の維持（希釈化防止条項）、(b) 競業他社などへの株式発行および／または株式譲渡にかかる制限や他の戦略的投資家参入の排除、(c) 一定の協業事業にかかる取り決め（当該協業事業に関する独占／優先交渉権などの確保）、(d) 政府株主＝監督官庁からの特別な許認可などの確保、(e) 再建型の投資である場合には、投資対象会社の再建に必要な政府支援策、といった内容を、事後の政策変更の影響を可能な限り排除するかたちで確保することがポイントとなる。

次に、②会社の運営（ガバナンス）に関する契約条項としては、(a) 取締役などの指名権、(b) 一定の重要事項への拒否権（定款上の決議要件が企業法のデフォルトルールと異なることも多く、その場合には定款変更も必要となる場合があるが、一般に、定款変更への抵抗は大きい）、(c) 経営上重要な会議体への参加権（たとえば、取締役会のほかに、経営会議など

が設置されており、当該会議体が実質審議の場である場合には、この参加権が重要となる）、などが考えられる。

さらに、③戦略的投資家としての責務に関連する契約条項としては、投資対象会社は、戦略的投資家に対して、出向や研修受け入れその他の形態による有形無形のノウハウ提供へ高い期待を有している場合も多いことから、投資実行後に、その提供範囲と対価、人材派遣の時期および人数、コスト負担などについて、過剰な要求がなされることを防ぐため、範囲と対価およびその決定手続などをあらかじめ明確に定めておくことが重要となる。

最後に、④出口戦略に関する事項としては、民間案件でも通常問題となる、経営上の重要事項に関して政府株主と戦略的投資家の間で意見の相違が生じてデッドロックに陥った場合や、売主（政府株主）または投資対象会社による重大な契約違反の場合に加えて、一定事項について政府による政策変更がなされた場合などについても、政府株主または政府株主が指定する者に対して戦略的投資家が保有株式を譲渡し、マーケットを退出するなどの権利を確保することも考えられる。政府株主自身が買い戻す義務を負うことは、政府株主としての性質および政府の株式売却計画との関係で難しい場合が多い一方、外資規制が残っている事業分野においては自由にほかの外国投資家に売却する途も閉ざされており、そのような場合に「政府株主が指定する者」に対して戦略的投資家が保有株式を譲渡する途を確保するなどの工夫が必要となる。

4. 総括

以上の通り、ベトナムにおける国営企業への戦略的投資には、手続き、価格、交渉プロセスなど乗り越えるべき課題もあるが、政府間ルートも含めた複数チャネルからの情報収集を行い、忍耐強く現地に関係機関と交渉を重ね、1つひとつ着地点を見出していくほかない。日本企業の戦略的投資家としての強みが、ベトナム政府および企業に適切に評価され、ベトナムにおいて大きなシナジーを生み出し、ベトナムの健全な発展にも資するような、投資実行のお手伝いできれば幸いである。

*本稿は2017年7月27日開催のJOIセミナーを一部記事化しまとめたものです（共催：西村あさひ法律事務所、後援：JBIC）。