

発行番号： 34号

発行日： 2008年4月

内容： ベトナム現地企業への投資と財務デューデリジェンス

筆者： IGL (VIETNAM) CO., LTD. グェン・ディン・フク

I. はじめに

ベトナムへの直接投資額は2007 年実績で213 億米ドル、実行ベースで80 億3,000 万米ドルと過去最高記録を更新した¹。国内総生産も716 億米ドル(2007 年 統計総局速報)と毎年8%台の成長を維持しており、目覚ましい経済発展をしている。2007 年12 月4日に国際協力銀行(JBIC)が行った海外事業展開調査の結果報告において、ベトナムは今年も中期的(3年間)に有望な投資先として世界第3位であることが明らかになった。

経済成長とともにベトナム現地企業が成長し、また、ベトナムの証券取引所が急速に整備されてきたこともあって、今まで主流であった直接外国投資として自ら現地法人を設立し、事業を営む形態だけでなく、それ以外の投資形態も検討される傾向にある。

下記の表はベトナム現地大手新聞より集計した大規模企業投資案件を時間軸で並べたものである。(ベトナム現地新聞より弊社収集)

表1 2006 年以降に実施された主な地場企業への投資案件

順	内容	投資家		投資先		投資金額	実施年
		会社名	国籍	会社名	国籍		
1	Omni Saigon	VinaLand	Vietnam	Omni Saigon Hotel	Vietnam	16.5 mil USD	2006
2	Hilton	VinaLand	Vietnam	Hilton	Vietnam, Germany, Austria	43 mil USD	2006
3	SSG	Bao Viet	Vietnam	Construction and Real Estate Co., Ltd	Vietnam	14.06 mil USD	2007
4	Habubank	Deutsche Bank AG	Germany	Habubank	Vietnam	10%	2007
5	France-Vietnam Hospital	BIDV	Vietnam	Eastern Vietnam Medical Co., Ltd	Vietnam	20 mil USD	2007
6	Sojitz Anpha Petrol	Sojitz	Japan	Anpha Petrol	Vietnam	5.5%	2007
7	BIDV Anpha Petrol	BIDV	Vietnam	Anpha Petrol	Vietnam	10%	2007
8	Duc Thanh Woods	BankInvest	Denmark	Duc Thanh Woods	Vietnam	2 mil USD	2006
9	AAA Insurance	BankInvest	Denmark	AAA Insurance	Vietnam	2 mil shares	2007
10	Hals (Vietnam)	BankInvest	Denmark	Hals (Vietnam)	Vietnam	30%	2007
11	Bao Minh	AXA Insurance Group	Phap	Bao Minh	Vietnam	12.57 mil shares	2007
12	Bao Minh - CMG	Dai-Ichi	Japan	Bao Minh - CMG	Vietnam, Austria	100%	2007
13	FPT-TPG	TPG	America	FPT Group	Vietnam	36.5 mil USD	2006
14	Pacific Airline	Qantas Airline	Australia	Pacific Airline	Vietnam	30%	2007
15	Interflour	Sojitz	Japan	Interflour Vietnam	Vietnam	20%	2007
16	Hoang Quan Real Estate	Indochina Capital	HongKong	Hoang Quan Real Estate	Vietnam	20 mil USD	2007
17	Hoang Quan Real Estate Consulting	Indochina Capital	HongKong	Hoang Quan Real Estate Consulting	Vietnam	12 mil USD	2007
18	Techcombank	HSBC	HongKong - Shang Hai	Techcombank	Vietnam	17.3 mil USD	2007
19	Eximbank	Sumitomo	Japan	Eximbank	Vietnam	225 mil USD	2008
20	VSEC	RHB Investment Bank	Malaysia	VSEC	Vietnam	4.3 mil USD	2008

金額が明らかになっている案件だけを集計しても、全体でおよそ4億4,000 万ドル程度のうち、2006 年が約6,000 万ドル、2007 年が約1億3,000 万ドル、そして、2008 年は1~3月だけで2億5,000 万ドルと飛躍的に上昇していることが分かる。

ベトナムでは外資が取得できる公開企業の株式は49%が上限という規制があるため、公開企業を子会社化するような買収は事実上不可能であるが、外国企業等が事業提携を前提に少数株主として出資する事例や、純然たる投資として出資する例はある。しかし、これらの件数はあまり多くはない。

ここで改めて、近年のベトナムにおいて、既存のベトナム企業への投資が増えている主な理由を挙げると、以下の理由が考えられる。結果的に、公開する予定のない事業会社、設立間もないベンチャー企業への投資件数が多いため、本レポートでは以下、これらの企業への投資案件を前提として説明する。

- ① 規制産業の外資への開放により、外資が投資できる事業分野が広がったこと
- ② 企業買収も含めた企業への投資が以前よりも時間がかからずに実施できること
- ③ ベトナム人の所得水準が上がり、ベトナム国内向けのビジネスが注目され、既存のベトナム企業に注目が集まったこと

また今後、ベトナムの継続的な経済発展に伴い、既存企業への出資という投資形態はますます増える傾向にあると推察される。そこで本レポートでは既存のベトナムローカル企④ 投資可能企業へのデューデリジェンス業への投資、また、これに関連する財務デューデリジェンスの現状について報告するとともに、ベトナム現地企業の特徴、企業投資ビジネスの課題や解決法について提言する。

II. ベトナムでの企業投資について

投資対象となる企業には、ホーチミン証券取引所やハノイ証券取引所で公開している上場企業、上場準備企業、公開する予定のない事業会社、設立間もないベンチャー企業等があり、その規模や状況はさまざまである。

ベトナムでは外資が取得できる公開企業の株式は49%が上限という規制があるため、公開企業を子会社化するような買収は事実上不可能であるが、外国企業等が事業提携を前提に少数株主として出資する事例や、純然たる投資として出資する例はある。しかし、これらの件数はあまり多くはない。

結果的に、公開する予定のない事業会社、設立間もないベンチャー企業への投資件数が多いため、本レポートでは以下、これらの企業への投資案件を前提として説明する。

一般的に、企業投資は下記のような流れで行われる。

- ① 投資検討企業リストの作成および情報収集
- ② 企業への個別訪問
- ③ 個別企業の投資の可能性検討および投資可能企業の選定
- ⑤ 投資条件、投資金額とデューデリジェンスの結果を吟味
- ⑥ 最終的な投資契約の締結
- ⑦ 投資後の定期的な経営会議参画、経営指導(場合によっては現地コンサルティング会社に外注可)

ベトナムの現地企業は会計監査が義務付けられていないこともあり、決算書類が存在していない、あるいは決算書類の信ぴょう性が著しく低い企業が多く、ステップ⑤以下に進めないケースも多くある。

デューデリジェンスには ①ビジネス・デューデリジェンス、②財務デューデリジェンス、および③法務デューデリジェンスからなるが、ベトナムではビジネスや法律が複雑でなく、規模も大きくないこともあってか、ほとんどの場合は、財務デューデリジェンスのみの実施で十分とされている。

なお、企業価値算定には純資産価値法 (Net Book Value) と DCF 法 (Discounted Cash Flow) 等があるが、営業的価値や将来の不確実性を加味する DCF 法よりも、現時点での個別資産の時価評価を反映した純資産価値法を基準に算定する事例が一般的である。

III. 財務デューデリジェンスにおけるベトナム企業の特徴について

これまで弊社で実施した数多くの財務デューデリジェンスや、企業買収後の各種支援の経験を踏まえ、ベトナムにおける財務デューデリジェンスの特徴について説明する。

① ベトナム企業の財務の特徴

ベトナム企業の規模が相対的に小さく、また取引が複雑でないことから、ベトナムでの財務デューデリジェンスを決算書類自体に絞れば、専門的にみて高度なものはない。

しかし、財務報告書が作成される過程が不明瞭であり、資産の実在性や負債の網羅性を確認するための手続きが容易に取れないことがある。すなわち、財務報告書自体の信ぴょう性についても問題があるケースが多い。ベトナムの証券取引所で株式公開している企業であっても、内部統制に大きな問題がある会社も多いといわれている。極端な例では、良好な内部統制を前提として作成される決算書類ではなく、内部統制そのものがまったく存在していない企業が適当に残高だけ集めて作成した財産目録のようなものと負債明細しかないこともある。

② 被出資企業の経営管理者および経営の特徴

経営者の多くは会計や税務、内部統制手続等を理解していない。多数の従業員を雇用し、社会的にも知名度の高い会社を経営しているにもかかわらず、個人商店のような感覚で事業を営んでいることもある。ベトナムの経理担当はまだまだ税務会計の考えで記帳している人も多く、その人の助言を得て、二重帳簿が常習化している事例も多い。そして、管理会計的な発想が啓蒙されておらず、月次決算書および各種管理用データが整備されていない。

会社の財産と個人の財産を明確に区別せずに、個人的な消費を会社の費用にしている事例が多く、投資を受けた資金で社長用高級乗用車や社長室を設けたりするというように、投資してもらった段階で事業が成功したと考えるようなニュアンスも見受けられる場合がある。

日系投資家だけではなく、欧米系ベンチャーキャピタルからもアプローチされることを目的として、注目されることだけで企業価値が高いと思こんでいる経営者もいる。経営者が若く野心的で、複数の会社を経営しているが、十分に経営管理できず、人任せになっている事例もある。

非常にお粗末なケースだと、売り上げの隠ぺいと付加価値税の脱税を目的に、本来発行しなければならない公用領収書(レッドインボイス)を発行せず、売り上げを社長個人口座に入金させることがある。さらに、設立されてから一度も決算書を作ることなく、税務申告書のみで済ませる事例もある。通常、このような企業の買収案は日本の公開企業では取締役会で可決されず、買収は当然成立しない。

以上が、財務デューデリジェンスから得られる特徴であるが、個別・具体的な財務項目の精査の前に実施する、簡易な企業診断のための質問表の一部抜粋を下記に示す。

[質問表 一部抜粋]

【経営に関する項目】

- 1 ビジョンをしっかりと持っているか？具体的な方針や計画があるか？
- 2 ビジョン、計画などが全社員に浸透しているか？
- 3 事業計画をもっているか？
- 4 具体的な要員計画をもっているか？
- 5 具体的な資金計画をもっているか？
- 6 事業運営の進捗管理会議が定期的に行われているか？

【コーポレートガバナンスに関する項目】

- 1 会社の所有と経営が十分に分離しているか？
- 2 取締役会規則、経理規定、労働規則が整備され、十分に運用されているか？
- 3 経営管理は社長自身がイニシアチブをもって、携わっているか？
- 4 利益相反取引が防止されているか？
- 5 権限に関するルールが明確に決められ、運用されているか？
- 6 重要な営業資産や営業の一部が勝手に譲渡される可能性が防止されているか？
- 7 株主(出資者)に定期的に営業の状況や財務報告を実施しているか？

【内部統制に関する項目】

- 1 コンプライアンスを重視する組織風土を醸成しているか？
- 2 業務に関して、各種マニュアルおよびチェックリストが整備されているか？
- 3 賞罰ルールが整備され、徹底的に運用されているか？
- 4 承認ルートが明確に決められ、承認エビデンスが適切に保管されているか？
- 5 IT 統制ルールがある、あるいは今後整備する計画があるか？
- 6 スタッフの稼働状況が十分コントロールされ、可視化されているか？
- 7 業務が特定の個人に依拠せず、適切に分散化されているか？
- 8 それぞれの統制に対して、定期的に見直されているか？
- 9 ダブルチェックが会社文化になっているか？
- 10 入出金管理が適切に行われているか？
- 11 決済はほとんど銀行決済で行われ、現金決済の比重が比較的大きくないか？
- 12 出金口座と入金口座を明確に分け、運用されているか？
- 13 支払いに関する承認ルールが明確であり、よく運用されているか？
- 14 金庫があり、適切な権限を持っている人間が運用しているか？
- 15 未使用領収書に関して、定期的な確認が実施されているか？

IV. 今後の課題

新興国の一角としてグローバルに注目され、多くの資本がベトナムに流れてくる中で、その資本を如何に最大限に活かすか？というマクロ的な政策の問題も当然ある。

ベトナムの経済は今後も確実に発展していくことが予想されるので、それに伴い、ベトナム現地企業に対する投資ビジネスが拡大すると考える。そこで今後の課題として以下にまとめたい。

① 外国資本規制

現在のベトナム法律には問題があると指摘されている。外国企業が独資で進出できる事業でも、企業買収時に最大限まで買収できない事例がある。

当局が古い首相決定36/2003/QD-TTg を引用し、企業の法定資本の30%までしか譲渡できないと解釈し、投資を必要とする側と投資したい側の双方にとって、大きな妨げになっている事例もある。このような場合は、ベトナム人名義を借りて、不足分を取得することも考えられるが、ベトナムに進出し、自らの名前で事業を展開することを考えている外資企業からすると本末転倒である。一方で、今年半ばから年末にかけて、上場株取得限度が50%以上に解禁されるだろうという業界筋の見解からして、上記の30%制限も年内に解決される可能性もある。

② ベトナム企業経営者のコンプライアンス

ベトナム現地企業の希薄なコンプライアンス意識は大きな問題である。ベトナム全体として、コンプライアンスの意識が啓蒙されていないことが一因かもしれない。2007年にWTOに加盟し、徐々に国内市場を外資に開放していく過程において、法律およびその運用も改善される方向にある。こうした流れの中で、コンプライアンスの意識を持ち企業経営をすればトータルコストが安いことに気付いていけば、急速にコンプライアンス意識が変わるだろうと期待される。

実際、国際競争で勝ち残るためにベトナム現地企業が外国資本を獲得すると同時に、外国人役員を採用する事例が増えている。さらに、それがベトナムのメディアにも多く取り上げられ、経済界の啓蒙になっているので、波及効果でいずれはベトナムも国際ルールでのビジネスが一般的となる。

③ 投資後の経営参画ないしは経営

ベトナム現地企業に投資した後、その企業に対する経営指導等をどう行うかは判断が分かれるところである。被投資企業の企業文化が成熟し、調達した資金で必要な人材を確保できれば、投資側が資金だけ投入すればよい。しかし、市場経済の歴史が浅いベトナムではそう簡単に経営者クラスの人材を集められない。このため、投資企業が何らかの形で支援しなければならず、例えば、経営会議への参加、役員派遣、コンサルティングチームを送り込んで、特定のプロジェクトと一緒に取り組むような体制が考えられる。すべてにおいて日本から日本人役員やコンサルタントをベトナムに送り込めば非常にコストがかかる。また、現地の事情の精通していない人材が送り込まれるリスクもある。特に、現地企業の内部統制の構築に関しては、ベトナム現地にあるコンサルティングファームと提携して人材を案件ベースで提供してもらう方が効率的な場合もある。

最後に、このレポートを通じて、ベトナム現地企業の現状の一部について言及したことで、ベトナム

企業に対しネガティブな印象を与える内容が含まれているかもしれない。ただ、ベトナム企業のコンプライアンスの意識や経営管理スキルは日々改善されているのも事実である。今後のベトナム経済の成長という観点から、ベトナム現地企業への出資や事業提携はベトナムでビジネスを展開する際に、検討されるべき一つの有力な手段であることをご理解いただければ幸いである。

【編注】

本誌2008年2月号(第32号)21頁に、

Ⅲ 1. 会計

投資証明書が発行された月の翌月の25日までに、企業は法人税仮申告給与予算登録・固定資産償却方法の登録・会計年度登録・外貨による記帳の登録および帳簿システム等の最初の諸登記手続きを実施しなければならない。

とありますが、上記の根拠法であった2003年12月22日付け財務省通達(128/2003/TT-BTC)はその後、通達60/2007/TT-BTCにより内容が更新されております。同通達によると、設立当初の諸登記手続きでは、法人税の仮申告手続きおよび給与予算登録手続きがなくなりました。また、固定資産償却方法あるいは簿記方法等の登記手続きの締め切りは以前と変わらず「会社設立後なるべく早く」となっておりますのでご注意ください。

↑投資計画省投資促進局ウェブサイトより (<http://fia.mpi.gov.vn>)