

国名 ベトナム	国営企業改革実施に向けた企業金融管理能力向上プロジェクト
------------	------------------------------

## I 案件概要

事業の背景	2008年～2009年の世界経済危機により、ベトナム銀行セクターにおける不良債権は2010年代初頭に深刻なレベルに達し、その一因として国営企業の業績不振が挙げられた。2012年4月18日に公布された首相決定第450/QD-TTg号「2020年に向けたベトナム財政開発戦略」は、短期重要タスクとして、国営企業改革に係る法的枠組み及びコーポレートファイナンス・メカニズムの改善を掲げた。また、国営企業改革の重要方針として、首相決定第929/QD-TTg号「経済グループ及び総公社を重点とする2015年までの国営企業改革計画」（2012年7月17日付）を公布した。同タスク及び計画の支援のため、本技術協力プロジェクトが、ベトナム政府より日本政府に要請された <sup>1</sup> 。										
事業の目的	<p>本事業は、ベトナムにおいて、i) 財政省及び関連機関に対する、債務処理・コーポレートガバナンスに係る能力強化、及び ii) 国営企業改革のための政策や立法に係る提言を通じて、ベトナム財政省のコーポレートファイナンス管理に係る能力を強化し、もって国営企業改革の促進を目指す。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>上位目標：国営企業の健全かつ効率的な経営の達成により、国営企業改革が促進する。</li> <li>プロジェクト目標：国営企業改革に緊密に関係する国営企業の債務処理メカニズムの構築及びコーポレートガバナンスの改善を重点に、コーポレートファイナンス管理に係るベトナム財政省の能力が強化される。</li> </ol>										
実施内容	<ol style="list-style-type: none"> <li>事業サイト：ハノイ</li> <li>主な活動： <ol style="list-style-type: none"> <li>債権買取公社の「国営企業の債務の買入れ・処理を通じた株式会社化促進」という役割の強化。具体的には、同社に係る新政令のコンセプトノート及び「2016年～2020年度中期戦略」の策定、各種研修の実施。</li> <li>国家資本投資公社の「政府保有株式を管理し、売却（ダイベストメント）に備え投資先企業の価値を高める」という役割の強化。具体的には、同社の a) コーポレートガバナンス・コード（CGC）<sup>2</sup>、b) 議決権行使ガイドライン（VG）<sup>3</sup>、及び c) 主要リスク指標の作成。</li> <li>ベトナム財政省に対する「国営企業の株式会社化・改革」に係る促進能力強化。具体的には、上記 1) 及び 2) の活動に加え、a) 政策提案書の作成、b) 株式会社化に係る政令改定に係る助言。</li> </ol> </li> <li>投入実績 <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%;">日本側</td> <td style="width: 50%;">相手国側</td> </tr> <tr> <td>(1) 専門家派遣 長期5人、短期17人</td> <td>(1) カウンターパート配置 12人</td> </tr> <tr> <td>(2) 研修員受入 65人</td> <td>(2) プロジェクト事務所</td> </tr> <tr> <td>(3) プロジェクト運営費（コンサルタント費用を含む）</td> <td></td> </tr> </table> </li> </ol>			日本側	相手国側	(1) 専門家派遣 長期5人、短期17人	(1) カウンターパート配置 12人	(2) 研修員受入 65人	(2) プロジェクト事務所	(3) プロジェクト運営費（コンサルタント費用を含む）	
日本側	相手国側										
(1) 専門家派遣 長期5人、短期17人	(1) カウンターパート配置 12人										
(2) 研修員受入 65人	(2) プロジェクト事務所										
(3) プロジェクト運営費（コンサルタント費用を含む）											
事業期間	（事前評価時） 2014年3月～2017年2月 （実績） 同上	事業費	（事前評価時） 199百万円（実績） 964百万円								
相手国実施機関	ベトナム財政省（企業金融局） 関係機関：債権買取公社、国家資本投資公社。双方とも政府100%出資の国営企業であり、本事業実施時はベトナム財政省の傘下にあった。（国家資本投資公社については、2018年に国家資本管理委員会の傘下へ移行。）										
日本側協力機関	株式会社日本経済研究所、PwC あらた有限責任監査法人、株式会社経営共創基盤										

## II 評価結果

### 【評価の制約】

- 新型コロナウイルス感染症流行のため、実施機関訪問による面談は実施できなかった。よって質問票の回答及び関係者へのメールや電話インタビューで得られた情報を分析し、評価判断を行った。

### 【留意点】

- プロジェクト目標の指標は、「財政省職員及び債権買取公社/国家資本投資公社スタッフの（中略）能力につき、自己評価及び専門家評価を行う。」と設定されている。同様の評価は再度の実施が困難であるため、本事後評価では、i) 上位目標の指標の達成状況、または、ii) これら3機関の職員に対して強化された能力保持の程度、という観点から事業効果の継続状況を確認した。
- 上位目標の指標3は、「2017年度～2020年度にかけて、国家資本投資公社により策定されたコーポレートガバナンス・コード（CGC）が適用される投資先企業の数が増加する。」と設定されているが、本指標の「補完情報」として、「議決権行使ガイドライン（VG）の適用」もあわせて確認した。これは、本事業下で、CGCとVGの二つが、国営企業のコーポレートガバナンス向上の主要ツールとして開発されたためである。また、国家資本投資公社のCGCは、投資先企業が適用する「義務」はないのに対し、VGについては同公社が投資先企業に配置する「国家資本代表」を通じて適用する立場にある。

<sup>1</sup> 日本政府は世界銀行との協調融資プログラム（「経済運営・競争力強化借款」）を2013年より三次に亘り実施しており、第一次借款の付帯事業として、本事業を含む二つの技術協力プロジェクトが実施された（本事業及び「国家銀行改革支援プロジェクト（2014年～2017年）」）。両事業には、同一のチーフアドバイザー（日本人専門家チームの総括）が配置された。

<sup>2</sup> 企業が効果的なコーポレートガバナンスを実現するための一連の原則（「株主の権利・平等性の確保」を含む）。

<sup>3</sup> 投資先企業の株主総会で通常発生する課題に対する、国家資本投資公社の議決権行使における一般的な考え方や対処法。

<p>1 妥当性</p> <p><b>【事前評価時のベトナム政府の開発政策との整合性】</b>  本事業は、2011年11月に発行された「社会経済開発計画（2011年～2015年）」に合致していた。同計画は、長期的な成長維持のために、国営企業改革を含む「経済構造改革」に高い優先度を示している。</p> <p><b>【事前評価時のベトナムにおける開発ニーズとの整合性】</b>  「事業の背景」で述べた通り、首相決定第450/QD-TTg号（2012年4月公布）において、「国営企業改革に係る法的枠組み及びコーポレートファイナンス・メカニズムの改善」が短期重要タスクとして掲げられた。</p> <p><b>【事前評価時における日本の援助方針との整合性】</b>  本事業は、我が国の「対ベトナム社会主義共和国 国別援助方針（2012年）」に合致していた。同方針は、「成長と競争力強化」を重点分野の一つとしており、同分野における「市場経済制度の改善」「財政・金融改革」に本事業は位置づけられる。</p> <p><b>【評価判断】</b>  以上より、本事業の妥当性は高い。</p>
<p>2 有効性・インパクト</p> <p><b>【プロジェクト目標の事業完了時における達成状況】</b>  プロジェクト目標は、事業完了時に達成された。事業完了時の評価結果によれば、ベトナム財政省（以下、「財政省」という。）、債権買取公社、国家資本投資公社の各機関において、コーポレートファイナンス管理に係る能力が概ね強化された（指標1及び2）。債務処理や事業再編に係る多岐の研修が債権買取公社/財政省に対して実施され、債権買取公社の「2016年～2020年度中期戦略」が策定された。国家資本投資公社に対しては、関連分野の研修に加え、コーポレートガバナンス・コード（CGC）と議決権行使ガイドライン（VG）が、投資先企業のコーポレートガバナンス向上のツールとして開発された。また、本事業では債権買取公社の強化に係る新政令のコンセプトノートの作成、国営企業の株式会社化に係る政令改定に係る助言を行った。さらに、2016年に、日本人専門家チームによる「国営企業改革及び銀行セクター改革に関する JICA 政策提案書（以下、「政策提案書」という。）」が作成され、ベトナム国首相に提出された。提言の幾つか（例：各国営企業による株式売却に係るロードマップ作成）は首相決定第58/QD-TTg号（2017年2月15日施行）に組み込まれた。</p> <p><b>【プロジェクト目標の事後評価時における継続状況】</b>  事業の効果は、事後評価時まで継続している。次項で示す通り、上位目標は達成され、本事業は顕著に貢献している。その達成状況から、財政省の立法能力、債権買取公社による債権買入れ/処理能力は、いずれも強化されている。また、国家資本投資公社については、本事業で作成された CGC と VG の一般原則に沿って、投資先企業 148 社のコーポレートガバナンスに対して、一貫性のある対処ができるようになった。さらに、ベトナム政府/財政省は、「企業法（計画投資省所管、2020年公布）」や「証券法（国家証券委員会/財政省所管、2021年施行）」を通じて、コーポレートガバナンスを促進している。</p> <p><b>【上位目標の事後評価時における達成状況】</b>  上位目標は達成された。注目すべきは、本事業による政策提案書や立法に係る助言が、事業完了後に公布された政令に取り込まれたことである。例えば、政令第129/2020/ND-CP号は、債権買取公社による国営企業の債務の売買・処理の新たなメカニズム（例：デット・エクイティ・スワップの導入、融資や信用保証等の企業債務整理に係る同公社の権限強化）を規定しており、これは本事業作成のコンセプトノートを反映したものである。さらに、政策提案書の提言の幾つかは、国営企業の株式会社化に係る政令第126/2017/ND-CP号に反映された。同政令は、国家資本の損失を回避しつつも、投資家の参入を促進する規定を盛り込んでおり、これに基づき、ベトナム財政省通達第21/2019/TT-BTC号（2019年11月4日付）が発行された。同通達により、国営企業による新規公開株の発行価格に、投資家の需要を反映し易い「ブックビルディング方式」が導入されている（指標1）。また、債権買取公社は、2017年～2020年、債権買入れ及び債権処理を継続的に増進している（指標2）。他方、国家資本投資公社によると、コーポレートガバナンス・コード（CGC）と議決権行使ガイドライン（VG）は、投資先企業の148社全てで適用されているが、より正確には、CGCは「導入（可能な範囲での利用・参照）」、VGは「国家資本代表が配置されている企業での使用」と言うべきであろう。投資先企業によるCGCの適用は、「任意」であり「義務」ではない（大株主の意向や企業の状況による）。なお、VGは最近の関連法規変更により幾つかの項目が適用不可となっている（指標3）。</p> <p>なお、政策提案書のうち、他の提言が採用されたことも特筆に値する。例として、i)情報公開促進を含むコーポレートガバナンス強化（上述の二つの法律の制定）、ii)国家資本管理委員会の設立による国家資本の「保有」と「管理」の分離（政令第131/2018/ND-CP号。同委員会は後に国家資本投資公社を所管）、iii)国家資本投資公社の投資先企業10社（Vinamilk社等）の株式売却促進、が挙げられる。このように、投資家/株式の買い手にとって、より良い投資環境を整備すべく、政府保有株式売却に係る好ましい策が可能な限り講じられてきた。但し、更に好ましい投資環境の整備が望まれるところである。</p> <p><b>【事後評価時に確認されたその他のインパクト】</b>  本事業は、もう一つの技術協力プロジェクト（「国家銀行改革支援プロジェクト」）とともに、円借款「第一次経済運営・競争力強化借款」の附帯事業として実施され、その結果、これらの事業・借款による相乗効果が認められた。JICAは、技術的助言及び借款プログラムという二つのアプローチを通じて、ベトナム政府及び財政省に対し、より効果的に政策提言を行うことができた。さらに、本事業で得られた経験<sup>5</sup>及び教訓は、後続事業「ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善に向けた能力向上プロジェクト（2019年～2023年）」の運営に顕著に活かされている。なお、本事業による負のインパクトは確認されていない。</p> <p><b>【評価判断】</b>  以上より、本事業の有効性・インパクトは高い。</p>

<sup>4</sup> 国営企業にとっては「債務」を意味する。

<sup>5</sup> ベトナムにおける国営企業改革には特有の難しさがあつた。例えば、同国の歴史的背景を鑑みると、市場経済発展以前、国営企業は支配的な地位にあつたが故に、国営企業は、社会経済的な役割を果たすと同時に、その管理には様々な利害関係者が関与する。

プロジェクト目標及び上位目標の達成度

目標	指標	実績	出所
プロジェクト目標： 国営企業改革に緊密に 関係する国営企業の 債務処理メカニズム の構築及びコーポ レートガバナンスの 改善を重点に、コー ポレートファイナ ンス管理に係る財務 省の能力が強化され る。	(指標 1) 財政省職員及び債権買 取公社スタッフが、国 営企業の債務処理を促 進する能力につき、自 己評価及び専門家評価 を行う。	達成状況（継続状況）：達成（継続） （事業完了時） - 評価結果によれば、財政省職員及び債権買取公社スタッフによる、 国営企業の債務処理促進能力は、概ね強化された。 （事後評価時） - 上位目標（指標 1、2）を参照。	出所： 終了時評価報告書、 その他 JICA 資料、 財務省・債権買取公 社に対する質問票・ インタビュー
	(指標 2) 財政省職員及び国家資 本投資公社スタッ フが、国営企業のコー ポレートガバナンスを改 善する能力につき、自 己評価及び専門家評価 を行う。	達成状況（継続状況）：達成（継続） （事業完了時） - 評価結果によれば、財政省職員及び国家資本投資公社スタッフによ る、国営企業のコーポレートガバナンス改善能力は、概ね強化され た。 （事後評価時） - 財政省は、新法を通じて、コーポレートガバナンスを促進している。 - 国家資本投資公社は、本事業で開発された CGC と VG に基づき、投 資先企業のコーポレートガバナンスに対して、一貫性のある対処が できるようになった。	出所： 終了時評価報告書、 その他 JICA 資料、 財務省・国家資本投 資公社に対する質問 票・インタビュー
上位目標： 国営企業の健全かつ 効率的な経営の達成 により、国営企業改 革が促進する。	(指標 1) 財政省が立案した関連 省庁向けの法規制及び 勧告が公式に承認、施 行される。	(事後評価時) 達成 - 政令第 129/2020/ND-CP 号が 2020 年に公布され、債権買取公社の強 化が規定された。 - 政令第 126/2017/ND-CP 号（政令第 140/2020/ND-CP 号にて一部改 定）が 2017 年に公布され、国営企業の株式会社化が促進されてい る。	出所： 財務省・債権買取公 社に対する質問票・ インタビュー
	(指標 2) 2017 年～2020 年にか けて、債権買取公社に よる債権*買入れと債 権処理が継続的に増加 する。  *国営企業にとっては 「債務」。	(事後評価時) 達成  債権買取公社による債権買入れ・処理の累計値 (単位：10 億 ドン)	出所： 債権買取公社の財務 諸表
	(指標 3) 2017 年度～2020 年度 にかけて、国家資本投 資公社により策定され たコーポレートガバ ナンス・コード (CGC) 及び議決権行使ガイ ドライン (VG) <sup>(注)</sup> が適用 される投資先企業の数 が増加する。	(事後評価時) 一部達成 - コーポレートガバナンス・コード (CGC) は、国家資本投資公社の 投資先企業 (148 社) の全てにより導入されたが、各社による活用 レベルが適切であるかの判断は難しい。 - 議決権行使ガイドライン (VG) は、国家資本投資公社の投資先企 業に配置された「国家資本代表」によって引き続き使用されてい るが、一部更新の必要がある。	出所： 国家資本投資公社に 対する質問票・イン タビュー

(注) 上位目標の指標 3：議決権行使ガイドライン (VG) の適用を、「補完情報」として追加した。

3 効率性

本事業では、事業期間は計画通りの3年間であったが、事業費は、199百万円から964百万円（計画比：484%<sup>6</sup>）と計画値を大幅に上回った。本事業の支援対象である国営企業改革は、ベトナム側にとって重要度が高いテーマである一方、JICAにおいて先例がなく、複雑かつ範囲も広く、そのため実態を把握しながら、状況に応じた効果的な支援を行うための処方箋を都度検討しながら支援を展開していかざるを得なかった。具体的には、案件形成時、活用範囲及びそれに付随する投入を確定させることが困難であったことから、実施確度の高い活動をまずは出発点とし、日本の有識者から構成される国内諮問委員会をJICA内に設置の上、有識者からの提言を踏まえつつ、早期段階から目に見える成果を出していくことを意識しながら、必要な活動・投入を追加していった。その結果として上記2. に記述の通り、高い有効性・インパクトが得られたが、事業費が当初計画値を大幅に上回ったことをもって、本事業の効率性は中程度である。

4 持続性

【政策面】

上述した政令の他に、ここ最近になって、国営企業改革推進に係る多くの法規が公布されている。なお、現在財政省では、

<sup>6</sup> 厳密には、本事業のみの事業費計画比は 484%ではない。これは、債権買取公社に対するコンサルタント費用（408 百万円）は、もう一つの技術協力プロジェクト「国家銀行改革支援プロジェクト（2014 年～2017 年）」の活動も対象としていたからである。しかしながら、本事業の総事業費実績（964 百万円）から同コンサルタント費用全額（408 百万円）を差し引いたとしても、当初事業費の 199 百万円を大幅に上回る。よって、本事業において、事業費の実績値が計画値を大幅に上回るとは明確である。

国家資本の株式化・売却の仕組みを改善すべく、「国家資本の管理及び使用に関する法律（第69/2014/QH13号）」の見直しを行っている。

#### 【制度・体制面】

国家資本投資公社は、2018年に財政省傘下から国家資本管理委員会の傘下に移行したが、この組織変更は同公社の機能に負の影響を及ぼすものではない。財政省（企業金融局）、債権買取公社、国家資本投資公社のいずれも、本事業の効果推進に、十分なスタッフを擁している。

#### 【技術面】

本事業による政策提案書や立法に係る助言は、事業完了後に公布された政令に反映され、財政省職員は、同プロセスにおいて重要な役割を果たした。また、債権買取公社は、本事業で取得した知識を基に、独自の「債務の売買・決済に係るハンドブック」を2017年に作成・発行した。国家資本投資公社は、本事業で作成されたコーポレートガバナンス・コード（CGC）及び議決権行使ガイドライン（VG）を、投資先企業の管理に係る重要参照資料として用いており、これに係る社内研修も実施している。さらに、国家資本投資公社のために開発された「主要リスク指標」は、同公社の投資や財務管理面での活用度が増加している。

#### 【財務面】

財政省（企業金融局）、債権買取公社、国家資本投資公社のいずれも、本事業の効果推進に十分な資金を有している。財政省は国家予算が配分される一方、債権買取公社及び国家資本投資公社は、国営企業として独自の予算がある。

#### 【評価判断】

以上より、本事業は、政策面、制度・体制面、技術面、財務面、いずれも問題なく、本事業によって発現した効果の持続性は高い。

### 5 総合評価

本事業は、プロジェクト目標（コーポレートファイナンス管理に係る財政省の能力強化）を達成した。事業の効果は継続し、上位目標（国営企業改革の促進）も達成している。さらに、本事業は、その革新的な内容により、ベトナムの国営企業改革に立法を含む多くのインパクトをもたらし、後続事業（同国株式市場の発展を支援中）の円滑な実施にも寄与している。持続性については、政策面、制度・体制面、技術面、財務面のいずれにおいても、大きな問題はみられなかった。効率性については、事業期間は計画通りであったが、事業費は計画値を大幅に上回った。

以上より、総合的に判断すると、本事業の評価は非常に高いといえる。

## III 提言・教訓

実施機関への提言：

- 国家資本投資公社に対し、本事業で開発された議決権行使ガイドライン（VG）及びコーポレートガバナンス・コード（CGC）を、更に活用することを提言したい。特に、VGについては、関連法規変更により幾つかの項目が現状に則さなくなったため、当初の狙い通り、投資先企業への全項目適用ができていない。国家資本投資公社が、独自の予算・資源を活用し、現状や現法規に即してVG及びCGCを更新することを提案したい。
- 財政省の要請に沿って、債権買取公社が「事業戦略（2021年～2030年+2035年までのビジョン）」を近日中に策定し、同省の承認を得ることを提言したい。本事業下で、債権買取公社の「2016年～2020年度中期戦略」が策定されたものの、2020年の同公社に係る新政令（第129/2020/ND-CP号）公布により、同公社の戦略も改定が必要である。
- 財政省に対し、「国営企業改革及び銀行セクター改革に関するJICA政策提案書」を再考することを提言したい。同政策提案書は、本事業の日本人専門家チームより2016年にベトナム国首相に提出され、上述の通り、幾つかの提言は関連法規に反映された。同書は、投資家（特に海外）の期待を盛り込んでいるため、提言の更なる検討（例えば、株式公開から上場までの更なる期間短縮、証券会社の引受・仲介機能強化、浮動株比率の増加）は、特に後続事業にとって有意義と考えられる。より良い投資・ビジネス環境促進のために、今後、国営企業改革の状況やベトナム（株式）市場の発展度合いに応じ、政策提案書の段階的な採択の検討が望まれる。

JICAへの教訓：

- 本事業は、案件形成当時JICAにおいて先例がなかった国営企業改革という難易度の高い課題に対する支援であったことから、実施段階で事業の的確な枠組みやアプローチの設定に時間を要した。例えば、プロジェクト目標の当初の指標の一つは、「法規制の承認と施行」であったが、事業開始より2年を経て、より到達可能な指標に変更された。本事業の教訓として、法規制の制定・公布といった、一つの実施機関単独ではコントロール不能な成果を追求する代わりに、政策提案や実用的な支援（マニュアル、ガイドラインの作成や能力強化）に力を入れることが挙げられる。同教訓は、後続事業「ベトナム株式市場の公正性及び透明性改善に向けた能力向上プロジェクト（2019年～2023年）」に活かされ、より現実性かつ実現性の高い事業の枠組みの設定につながった。
- 本事業は、国内諮問委員会等を通じて有識者からの提言を積極的に活動計画に取り入れること等により、プロジェクト目標及び上位目標を達成できた一方、事業費が計画値を大幅に上回った。教訓として、例えば、債権買取公社の強化に関して、JICA専門家の活動を主とし、その中でコンサルティング会社及びその再委託先による投入に関しては範囲をより特定した上で支援を実施するといった工夫の余地があったと思われる。なお、事業費の計画値と実績値の大幅な乖離を防ぐ方策として、既にJICAでは「段階的計画策定」を導入している。これは事業費、成果指標、活動・投入計画等にかかる暫定計画（基本計画）のみを決定した段階で協力を開始し、協力開始後から一定期間の間にベースライン調査やパイロット的な活動を通じて精緻かつ具体性のある計画（詳細計画）を策定した後、本格活動に移行する計画策定方式である。とりわけ予見不能な事象が多いプロジェクトについては、本方式の活用も検討し、本格活動への移行前に事業費、成果指標、活動・投入計画等を詳細に検討する期間を設けることで、本格活動開始後の大幅な予算増額を回避することができる。



財政省による  
コーポレートガバナンスと投資管理に係る  
集中研修



債権買取公社が発行した  
「債務の売買・決済に係るハンドブック  
(2017年)」の説明会



国家資本投資公社による  
コーポレートガバナンス・コード/議決権行使  
ガイドラインの普及セミナー (2017年3月)