

ミャンマー国
成長企業育成情報収集・確認調査
ファイナル・レポート

平成25年7月
(2013年)

独立行政法人
国際協力機構(JICA)

株式会社大和総研

民連
JR(先)
13-076

はじめに

本成長企業育成情報収集・確認調査は、ミャンマーの経済成長の中核を担っていくべき成長企業の育成を目的とした成長企業育成ファンドを設立することを前提に、ミャンマーの金融・資本市場の現状調査および課題の抽出を行うとともに、ファンド設立のための法的枠組みの整理を行うことにより、投資関連制度の課題を明らかにするものである。同時に、同ファンドを通じた投融資による資金支援および経営改善指導などの技術支援の実施により投資先企業の育成を図るためのスキームの構築を目的とする。成長企業への投融資と技術支援による将来の上場企業の育成、ひいては証券市場の育成へとつながる本調査は、ミャンマー企業の国際競争力を高め、ミャンマーの工業化や近代化に寄与するものである。

ミャンマーの金融市場においては、資本市場が未発達であるばかりでなく間接金融も十分に機能しているとは言えず、企業の資金調達に関しては、もっぱら各企業の持つ自己資金もしくはその経営者一族の資産に頼っているのが現状となっている。

また、銀行の主な収益源は預金と融資における利鞘や国債運用が中心となっており、証券市場が存在していないことから、一般的なトレーディング益や評価益などによる収入はほとんどない。預金については原則、期間1年未満のみであり、融資では1年毎にロールオーバーを繰り返すことで、実質的に中期の融資とする取扱いが一般化している。このため、IT化の遅れもあり、金融機関も借り手も事務手続きが煩雑化している。また、金融機関は中長期の資金調達ができず、短期による調達資金を事実上中期で供給する期間のミスマッチが発生しているなど、絶えず資金繰りに関して問題を抱えているのが現状である。民間企業にとっても十分な資金を調達することが困難な状況にあり、銀行の育成や証券市場の開設準備・育成が進められているものの、すぐに機能しうる状況ではない。このような状況の下、それらに代わり、短期的に投融資を実施可能な資金供給者の存在が必要である。

投資ファンドを設立するにあたっては、ファンドのストラクチャーをどのように設定するか、法制面や税制面、実務面での考察が重要となる。本調査により、1) 政府の強力なサポートが必要であること、2) 国営企業との合弁により「特別会社」となることで内国企業と同等のステータスを獲得できた場合は、投資の実行および売却で大きなアドバンテージが得られること、3) JICAの有償資金協力の活用を検討するにあたっては、国営金融機関を経由したツー・ステップ・ローン前提としているが、ファンドによる投資と連携した融資を行うには、投融資ともに同一の金融機関が関与しているのが望ましいことから、ファンド運用経験のある民間の投資運用会社とミャンマー政府系機関、とりわけ国営金融機関との合弁により設立・運用することが最適であると考えられる。

一方で、ミャンマーにおいては、企業投資ファンドの設立・運用を直接的に管轄する法律が存在せず、法律実務も必ずしも制定法に基づいて行われていない。そのような中、現時点で確定的に問題点の無いストラクチャーを構築するのは非常に困難である。したがって、本調査により最良と判断されたストラクチャーであっても、クリアしなければならない前

提条件が複数存在することも事実である。

成長企業育成ファンドは、民間の投資資金や経営改善支援に加え、JICA の海外投融資やツー・ステップ・ローンによる資金供給、さらに、技術支援や日本センターによる支援を通じ、官民一体となってミャンマー企業の経営改善・競争力強化、ひいてはミャンマー経済の底上げを図るものである。JICA が支援を実施するにあたっては、相手国政府の積極的な関与が前提となるが、ミャンマー国内企業の育成支援により大きな効果が期待できることから、市場経済化を重要課題として位置付けるミャンマー政府の主体的な関与を得ることが可能と考えられる。加えて、同国政府の理解および協力を確実にするため、ファンドの運営会社を国営金融機関と共同で設立するなどの方策について提案し、議論を進めているところである。また、同ファンドは、JICA 海外投融資に対する基本的な考え方、「開発援助機関である JICA が『有償資金協力』として行う『開発事業』への資金供給であること、および、既存の金融機関では対応できない、開発効果の高い案件への対応であること」に適合すると判断される。

成長企業育成ファンドを JICA の支援ツールと組み合わせ、一連のパッケージとして進めていくことで、ミャンマーの資本市場育成および市場経済化に向けた支援の効果が最大化されることが期待できる。投資や経営支援の提供等による成長企業の育成、投資対象企業の上場を通じた資本市場の発展に加え、JICA によるツー・ステップ・ローンの供与によるミャンマー国内銀行の融資・審査ノウハウの蓄積など、その波及効果は金融・資本市場に広く効果をもたらすものと考えられる。

なお、本報告書においては、調査に一定の前提を置く必要があったため、成長企業育成ファンドの出資者を日本籍の投資家と仮定している。

目 次

第1章 背景・目的	1
1. ミャンマー金融市場の現状および課題	1
1-1. ミャンマーの金融市場の現状	1
1-2. ミャンマー金融市場の課題	6
第2章 成長企業育成ファンドのストラクチャーに関する考察	8
1. 法制度面の考察	8
1-1. ミャンマー投資における問題	10
1-2. ストラクチャーに関する検討	12
1-3. ファンドストラクチャー	18
1-4. 対象会社の性質別の整理	20
1-5. 関連法令の整備状況	24
1-6. まとめ	24
1-7. 補論：資金調達ビークル（オフショアファンド）に対する日本法に基づく規制	25
2. 税務面の考察	27
2-1. 前提および想定パターン	27
2-2. 主要な論点	28
2-3. その他の論点	30
3. JICAによる協力に関する検討および提案	31
3-1. 成長企業育成ファンドに対するJICAによる協力の意義	31
3-2. 成長企業育成ファンドに関する資金協力	32

図 目 次

図 1 金融部門概要図	1
図 2 貯蓄預金残高・預金・貸出金利推移	3
図 3 国債残高推移	5
図 4 ストラクチャー①	9
図 5 ストラクチャー②	9
図 6 成長企業育成ファンドと JICA 海外投融資の連携（イメージ）	36
図 7 成長企業育成ファンドとツー・ステップ・ローンの連携（イメージ）	39
図 8 成長企業育成ファンドと JICA 技術協力の連携（イメージ）	42

表 目 次

表 1 銀行リスト	2
表 2 民間企業の銀行融資へのアクセス状況	4
表 3 株主の属性の観点からのミャンマー法人の分類	10
表 4 株式の流動性の観点からのミャンマー法人の分類	10
表 5 Foreign Company の業種と最低資本金	16
表 6 各ストラクチャーのメリット・デメリット	19
表 7 対象会社の株式を取得する場合	20
表 8 新規に合併会社を設立する場合	23
表 9 関連法令の整備状況	24
表 10 ミャンマーにおける法人税率	30
表 11 再開以前の海外投融資における企業育成ファンドへの出資事例（概要）	34

略 語 一 覧

DICA	投資企業管理局	Directorate of Investment and Company Administration
GP	無限責任組合員	General Partner
JETRO	日本貿易振興機構	Japan External Trade Organization
MIC	ミャンマー投資委員会	Myanmar Investment Commission
MSEC	ミャンマー証券取引センター	Myanmar Securities Exchange Centre

第1章 背景・目的

1. ミャンマー金融市場の現状および課題

1-1. ミャンマーの金融市場の現状

ミャンマーの金融部門の管轄官庁は財政・歳入省であり、その傘下にある中央銀行が銀行・保険・証券等金融部門の監督を行っている。

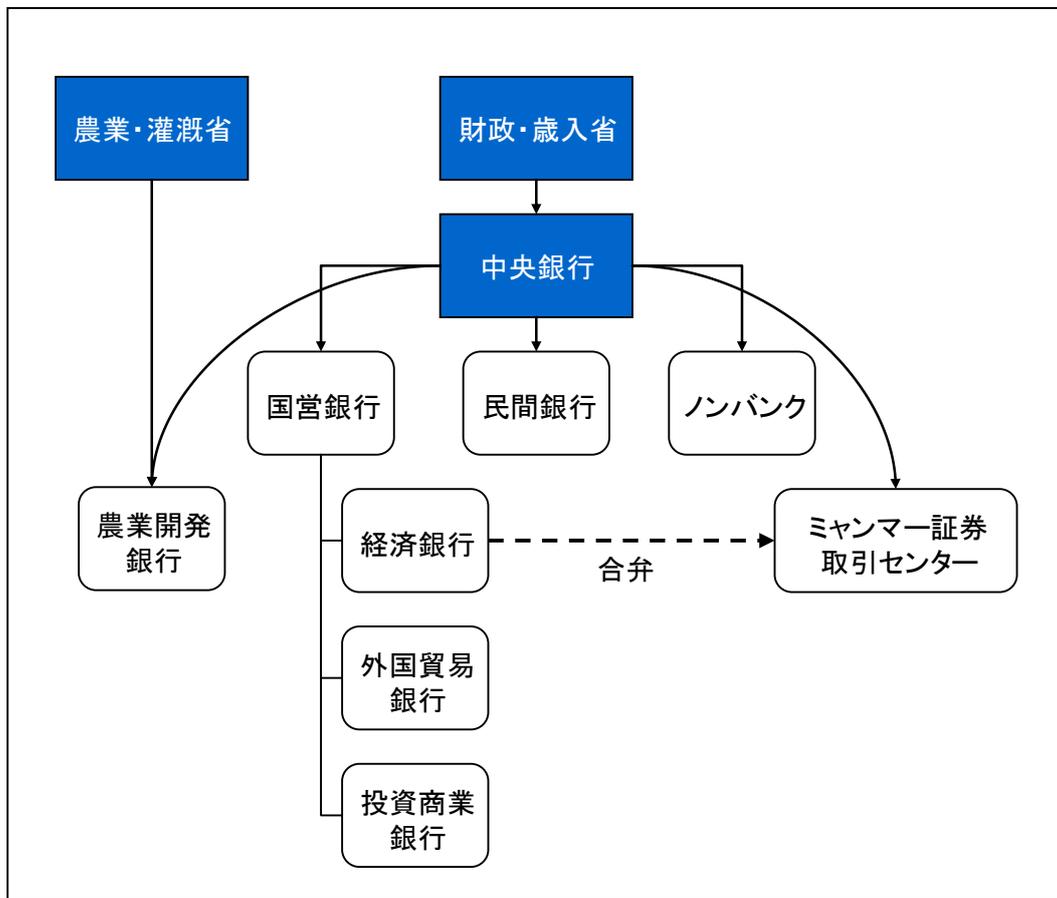


図 1 金融部門概要図

(出所)「ミャンマー移行経済の変容」, IDE-JETRO No.546”より調査団作成

(1) 金融市場

ミャンマーの金融市場で業務を行う銀行は、国営銀行 4 行、民間銀行 19 行の計 23 行である。国営銀行には、財政・歳入省が所管する 3 行の他に、農業・灌漑省が所管する農業開発銀行が存在するが、いずれも中央銀行の監督下に置かれている。民間銀行の内、9 行は政府系機関と民間との合弁銀行である。現在、外資系銀行は駐在員事務所が開設されているのみで、支店や現地法人等は設立されていないが、外資・内資の

合弁銀行の設立、100%外資銀行の設立、および外資銀行の支店設立が段階的に解禁されることが中央銀行幹部の発言として報道されている。

表 1 銀行リスト

銀行名	本店所在地	設立	
国営銀行			
1	Myanma Economic Bank	Building 26/ Myatpanthazin Street, Near the Hotel Zone, Nay Pyi Taw	1976年
2	Myanma Foreign Trade Bank	No 80/86 Mahabandoola Park Street, Yangon	1977年
3	Myanma Investment and Commercial Bank	No 170/176 Bo Aung Kyaw Street, Botadaung Township, Yangon	1978年
4	Myanma Agriculture and Development Bank	No-26/42 Pansodan Road, Yangon	1979年
□			
政府機関との合弁銀行			
1	Myanmar Citizens Bank Ltd	No-383/Mahabandoola Road,Kyuktada Township, Yangon	1992年
2	Yadanabon Bank Ltd	No-58(A) 26 Bayintnaung Street Between 84*85 Street, Aung Myay Tharzan Township, Mandalay	1992年
3	Myawaddy Bank Ltd	Plot B-1 Near Thiriyadana Super Market, Hotel Zone, Naypyitaw	1993年
4	Yangon City Bank Ltd	Coner of the Settyon Street & Banyerdala Street Mingalar Taung Nyunt Township, Yangon	1993年
5	Small and Medium Industrial Development Bank	Plot No-2, Oktayathiri Quarter, Naypyitaw	1996年
6	Treasure Bank of Myanmar	No-654/666 Merchant Road Pabedan Township, Yangon	1996年
7	Rural Development Bank	Plot-2, Compound of Thiriyadanar Super Market, Naypyitaw	1996年
8	Co-operative Bank Ltd	No-334/336 Corner of Strand Road and 23rd street, Latha Township, Yangon	1992年
9	Innwa Bank Ltd	No-554/556 Corner of Merchant Road and 35th Street Kyuktada Township, Yangon	1997年
民間銀行			
1	First Private Bank Ltd	No-619/621 Merchant Road , Pabedan Township, Yangon	1992年
2	Yoma Bank Ltd	No-1, Kungyan street Mingalar Taung Nyunt Township, Yangon	1993年
3	Myanmar Oriental Bank Ltd	No-166/168 Pansodan Road Kyauktada Township, Yangon	1993年
4	Asia Yangon Bank Ltd	No-319/321 Mahabandoola Road Botadaung Township Yangon	1994年
5	Tun Foundation Bank Ltd	No-165/167 Bo Aung Kyaw Road(Middle), Kyauktada Township Yangon	1994年
6	Kanbawza Bank Ltd	Plot No-1, Oktayathiri Quarter, Naypyitaw	1994年
7	Asia Green Development Bank Ltd	No-168, Thiri Yatanar Shopping Complex, Zabu Thiri Township, Nay Pyi Taw	2010年
8	Ayeyarwaddy Bank Ltd	Block (111, 112), Asint Myint Zay, Zabu Thiri Township, Nay Pyi Taw	2010年
9	United Amara Bank Ltd	Block (2), Asint Myint Zay, Yaza Thingaha Road, Oattara Thiri Township, Nay Pyi Taw	2010年
10	Myanma Apex Bank Ltd	Block (10), Asint Myint Zay, Yaza Thingaha Road, Oattara Thiri Township, Nay Pyi Taw	2010年

(出所) ミャンマー中央銀行

また、ミャンマーの民間銀行と外資銀行との連携も進められており、日系銀行では、三井住友銀行（SMBC）が Kanbawza 銀行と技術支援に関する覚書を締結（2012年5月）。同年11月には十六銀行が Ayeyarwady 銀行と業務協力協定を締結し、さらに12月には、三菱東京UFJ銀行が CB（Co-operative）銀行と業務提携契約を締結し、為替業務等の技術支援を実施するとしている。

図 2 は、貯蓄預金残高と預金および貸出金利の推移を表している。2010 年半ばまでは国営銀行の残高が民間銀行の残高を上回っていたが、2010 年 9 月に民間銀行が逆転し、以後、その差は拡大している。2010 年 9 月時点では、国営銀行の貯蓄預金残高 1.45 兆チャットに対し、民間銀行は 1.46 兆チャットであったが、2012 年 3 月時点には、国営銀行 1.93 兆チャットに対し民間が 3.62 兆チャットとなり、国営銀行の約 2 倍に達している。

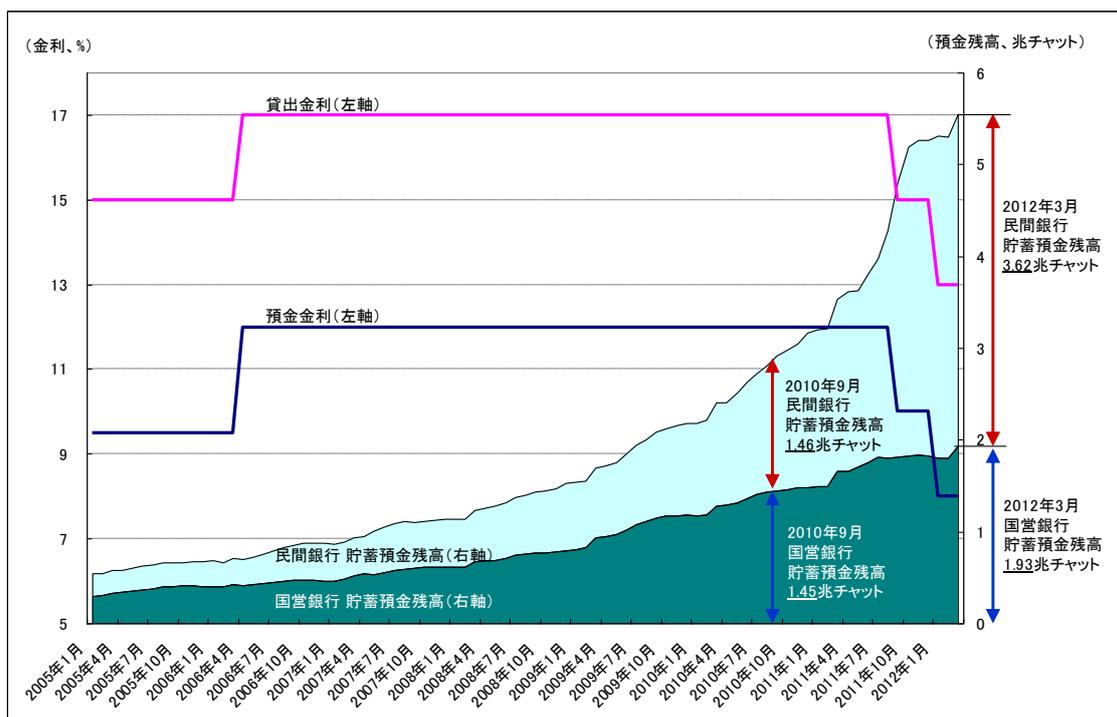


図 2 貯蓄預金残高・預金・貸出金利推移

(出所) ミャンマー中央統計局、IMF より調査団作成

資本金に対する受入預金総額の規制が段階的に緩和され、銀行が受け入れられる預金総額が増えていることに加え、民間銀行では国営銀行に比べシステム化が進められており、業務の効率化やスピードアップが図られていること、ATM 網の導入など利用者にとっての利便性が向上していることなどが、特に民間銀行での預金残高が増えている要因と推測される。

貸出については、近年、統計局によるデータの公表が行われていないが、預金残高の増加に伴い、貸出残高も増加している模様である。現地調査による民間銀行 11 行へのヒアリングでは、預貸率は 60%~70%程度である。中央銀行の規制により、融資は不動産担保が原則となっており、掛目は実務上 30%~50%程度である。融資の審査は担保不動産の評価が主体で、企業の過去の業績や将来の事業計画などをもとにする審査はほとんど行われていないようである。融資は個人名義が大部分であるものの、その資金使途は事業目的のものに限定される。これは、企業が政府による万一の企業接収を恐れ、不動産を個人名義で登記するケースが多いためと考えられる。ただし、

個人名義の場合、融資の対象となる事業を行う企業の取締役会による保証が必要とされる。また、融資は既存企業を対象とするもので、新規の企業立ち上げに伴う融資は認められていない（既存企業の新規事業に対する融資は可能）。

ミャンマー商工会議所（The Republic of the **U**nion of **M**yanmar **F**ederation of **C**hamber of **C**ommerce and **I**ndustry、UMFCCI）やミャンマーの企業経営者、金融関係者へのヒアリングでも、事業資金は自己資金または経営者間での融通で賄うことが多く、銀行を通じた資金調達はあまり機能していない様子が見えたとした。

銀行の資金調達は預金受け入れによるものであるが、預金は短期の受け入れのみで、期間1年超の定期預金等は認められていない（期間は1年まで）。貸出についても原則1年以内とされているが、ロールオーバーにより実質的に中期での貸出が行われている。担保不動産の状況や、過去の金利・元金返済に遅延がないなど優良と判断した企業に対し、3年～5年程度のロールオーバーを実施する銀行が多い。短期で調達した資金を中期で融資することとなっており、期間のミスマッチが発生している。

次に、企業の必要資金へのアクセス状況を見てみる。次表は、各国の広義流動性に対する企業向け融資残高の比率を表す。広義の資金全体の内、どの程度が企業向け融資に充てられているかの割合で、民間企業の資金アクセス状況の目安とする。ここで、広義流動性はIMFの基準によるものであり、また、企業向け融資残高については、各国のMonetary Surveyデータの中から、民間部門向け融資残高（Claims on Private Sector）を利用する。民間部門向け融資残高は、事業向けのみではなく、住宅ローンなど個人向け融資残高も含んでいる。ミャンマーについてはほぼ事業向けの融資のみであることから全額を企業向けとみなす。ただし、他の国については、商業銀行の融資残高に占める個人向け融資を除いた部分の比率等を援用し、目安とした。

表 2 民間企業の銀行融資へのアクセス状況

	ミャンマー	インドネシア	タイ	日本（参考）
事業向け貸出残高/ 広義流動性	25%	40%	82%	342%

（出所）IMF、WBより調査団作成

インドネシアが広義流動性の4割、タイが8割に相当する資金が銀行経由で民間企業に回っているのに対し、ミャンマーは25%にとどまっている。銀行を通じた資金の再配分がまだうまく機能していない様子を示している。

(2) 資本市場

ミャンマー経済銀行（**M**yanmar **E**conomic **B**ank、MEB）と日本の大和総研が1996年に設立したミャンマー証券取引センター（**M**yanmar **S**ecurities **E**xchange **C**entre、MSEC）が、唯一の外資系金融機関であり、資本市場でのプレーヤーとして活動している。MSECは店頭市場を開設し、政府・民間の合弁会社であるForest Product Joint

Venture 社および Myanmar Citizens Bank の 2 銘柄の株式取引を行っているものの、売買高は少ない。また、MSEC では、2010 年 1 月よりミャンマー中央銀行の指定を受け、ミャンマー経済銀行とともに、国債（2 年、3 年、5 年債）の入札および引き受けを行っている。

図 3 は 2 年国債、3 年国債、5 年国債の民間部門および公的部門の保有残高の推移を表す。いずれも民間部門、特に民間銀行が大部分を保有しているのが実情である。国債のセカンダリー・マーケットは存在しておらず、償還まで保有するのが通例である。

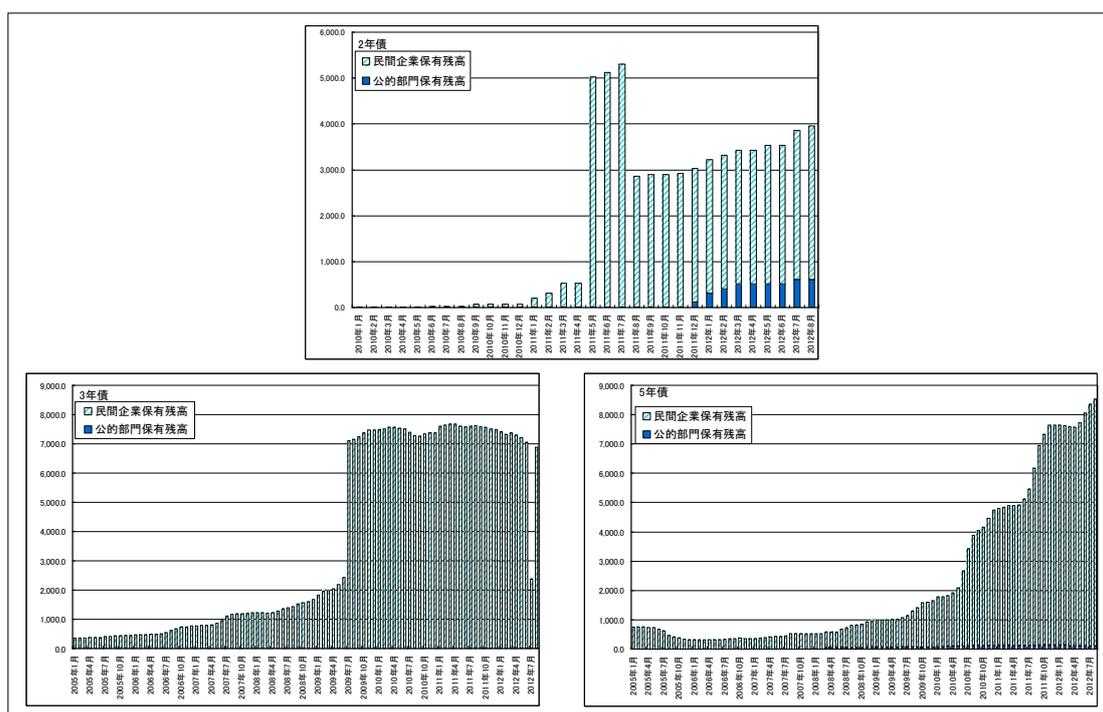


図 3 国債残高推移

(出所) ミャンマー中央統計局より調査団作成

ミャンマー政府は、2015 年の証券取引所の開設を目指し、証券取引法の制定等を進めている。取引所の設立に関しては、2012 年 5 月にミャンマー中央銀行、東京証券取引所および大和総研の 3 者が、ミャンマーの資本市場育成に関する覚書を締結した。覚書では、東京証券取引所および大和総研が以下の 5 分野において支援することを約している。

- 証券取引所制度の設計に関する助言
- 証券取引所システムの設計に関する助言
- 人材育成支援
- 証券・金融セミナーの実施
- 証券取引所運営支援

2015 年の証券取引所の設立へ向け、関連法制の整備はもちろん、取引所の組織・業務スコープ、取引所の会員となる証券会社の形態（組織・体制や資本金の額、ライセンス供与の条件など）、不正な取引等を監視する監視機関、上場基準、上場候補企業の発掘と育成、投資家の育成、等々、必要な準備は多岐にわたる。取引所システムや、取引所と証券会社を結ぶ取引システム、さらには証券会社内のフロント、ミドル、バックシステムなど、IT システムの開発も不可欠である。また、人材についても、証券取引所はもちろん、監視機関や証券会社の職員など、ミャンマー国内には業務経験者はほとんど存在しておらず、育成にも時間を要する。

1-2. ミャンマー金融市場の課題

金融市場の現状で見てきたとおり、ミャンマーでは銀行による企業向け融資が十分に機能していない。銀行の金利は、中央銀行が預金の下限金利（2013 年 5 月現在 8%）と貸出の上限金利（同 13%）を設定している。各銀行は独自に金利を設定することが可能であるが、現状、金利はそれぞれ下限と上限に張り付いている状況で、銀行間の金利の違いは見られない。今後、銀行の育成を図るにあたっては、金利の自由化と、それによる銀行間の競争強化が不可欠である。また、現状、貸出は原則として不動産を担保として行われており、貸出審査は担保不動産の評価が主体である。貸出（候補）先からの財務諸表の提出は受けているが、事業計画に基づく審査はほとんど行われていないことが、ヒアリングからうかがわれた。今後、銀行の規制緩和を進め、銀行間の競争と貸出の拡大を図るにあたっては、銀行の審査能力の強化が必須と考えられる。さらに、銀行間の短期的資金過不足を調整するインターバンク市場の創設など、ミャンマーにおける銀行の育成にあたっては、クリアすべき事項が多数存在する。これらの課題は、一朝一夕に対応が可能なものではなく、十分に機能させるためには時間を要する。

証券市場については、現在、設立準備が進められている段階にあり、企業向け資金の供給は全く不十分である。

一方、ミャンマーでは、製造業の育成により、GDP に占める製造業の比率の上昇（相対的な農業部門の比率低下）、雇用の拡大、1 人当たり GDP の増大が、テイン・セイン大統領により表明されている。この目標を達成するためには、金融部門の果たすべき役割は大きい。企業に効率よく資金を還流させていくためには、広く一般から預金を集め、企業に融資する間接金融と、証券市場を通じて投資家の資金を企業に結び付ける直接金融がバランスよく発達し、お互いに補完しつつ資金を供給することが理想的といえる。しかしながら、前述のとおり、ミャンマーの現状では、銀行の育成および証券市場の開設・育成は、すぐに機能しうる状況ではない。したがって、それらに代わり、短期的に投融資を実施可能な資金供給者の存在が必要である。

成長企業育成ファンドは、株式公開の意向を有する企業を投資対象とし、そのような企業を上場候補企業として発掘・育成し、企業の上場を支援する機能を果たすこととなる。そ

のため、証券取引法制定の動きを含め、ミャンマー政府と東京証券取引所、大和総研が取り組む証券取引所の開設・育成と密接に連携するものであり、資本市場育成の初期段階にあるミャンマーにおいて、その存在意義は大きい。

ミャンマーではまさに設立の準備段階にある証券市場であるが、近隣諸国の事例を見ると、証券取引所の開設後のスムーズな運営のためには、上場企業の確保が重要である。現在、ミャンマー企業には、Myanmar Companies Act 1913（ミャンマー会社法 1913、以下「会社法」）上、株式の譲渡制限や株主数に上限のある Private Company と、いずれも制限がない一方で情報開示の義務を有する Public Company の 2 形態が存在するが、株式を上場可能なのは Public Company である。

1988 年の経済開放政策の開始および 1990 年の The Private Industrial Enterprises Law の制定に伴い民間企業の設立が可能となった際、広く資金調達を行うことが可能な Public Company も設立が許されることとなり、経済改革を背景に、Private Company との比較では絶対数は少ないものの、Public Company が設立された。しかし、広く資金を集めたうえで破たんした Public Company の金融会社の事例もあり、政府は Public Company の設立に消極的な姿勢を取るようになった。その後、2015 年のミャンマー証券取引所の設立へ向けた動きが具体的に進行するにおよび、取引所への上場候補として、Public Company の増加が政府にとっても重要な課題とみなされるに至っている。現在、政府のプロモーションも背景として、商品取引所の設立など業界の事業環境改善を図るために同業種の企業が集まって設立された企業や、インフラ関連企業など、大規模な資金ニーズを有する企業を中心に Public Company が設立されている。このように、その社数は増加傾向にはあるものの、2013 年 2 月現在、Public Company は 50 社程度に留まっている。情報を開示することにより納税負担や事務処理コストが増大することを嫌う傾向が強く、Private Company から Public Company への改組を躊躇する経営者が多く見られるのも事実である。

Public Company を増加させ、さらには上場企業数を拡大していくためには、株式上場のメリットの理解を広く浸透させる必要があるとともに、税制面での措置も必要となろう。ミャンマーでは多重帳簿の作成は一般的に行われていると言われ、Private Company では然るべき納税額が払われていないと言われている。その真偽はともかくとして、Public Company への改組・株式上場による負担を軽減し、上場のインセンティブを確保するためには、上場企業への減税措置なども検討する必要があると考えられる。

ASEAN 経済共同体が 2015 年末に実現すると、ASEAN 域内のヒト・モノ・カネの動きが原則自由化される。したがって、ミャンマー企業も、ミャンマー国内にいながら、ASEAN 域内での熾烈な競争に直面することとなる。未成熟な状態でこのような競争に参加した場合、ミャンマー企業およびビジネス界へのインパクトは非常に大きいと考えられる。こうしたインパクトを極力抑えるためにも、ASEAN 経済共同体実現までの間に、ミャンマー企業の育成を図ることが急務である。その際、投資に加え、経営改善に向けた支援の提供を一体的に実施し、企業の成長戦略に沿った統一的な成長を支援することが必要である。

第2章 成長企業育成ファンドのストラクチャーに関する考察

1. 法制度面の考察

ミャンマーでは、法律実務が必ずしも制定法の規定に基づいて実施されているとは限らず、また、近時改正された外国投資法を始めとして市場開放の動きに合わせた法律の改廃も頻繁に行われている。

そこで、成長企業育成ファンドのストラクチャー(以下「本件ファンドストラクチャー」)に関する法務面での調査は、ミャンマーに所在する複数の法律事務所に対して、書面による質問等を行うことによって実施した(以下「本件書面質問」)。さらに、かかる調査の一環として、当該現地法律事務所らとミャンマーにおける面談を実施して、本件書面質問では明らかにならなかった事項の確認等を行うとともに、併せて、成長企業育成ファンドおよび投資運用会社の設立・運用に関する法令を管轄する **Directorate of Investment and Company Administration**(以下「DICA」)およびミャンマー中央銀行ともミャンマーにおいて面談を行うなどの方法で実施した。

海外で設立されたパートナーシップまたは法人が調達した資金をミャンマー法人に出資し、当該ミャンマー法人が投資対象となるミャンマー法人の株式を取得するというファンドストラクチャーに関しては、**Special Company** (第2章1-2.(1)「株式取得ビークル」で述べる)と **Foreign Company** (1-1.(1)(a)「Private Company についての制限」で述べる)のいずれを投資ビークルとして利用するかにより、主として次の二つのストラクチャーのうちいずれかを用いることが考えられた。

- ① 投資運用会社をミャンマー政府機関等との合弁会社として設立し、成長企業育成ファンドをその子会社とする(図4 ストラクチャー①参照)。海外で設立されたパートナーシップまたは法人が資金を調達し、当該成長企業育成ファンドに出資する。
- ② ミャンマー政府機関等との合弁事業を行わず、成長企業育成ファンドおよび投資運用会社を設立する(図5 ストラクチャー②参照)。海外で設立されたパートナーシップまたは法人が資金を調達し、当該成長企業育成ファンドに出資する。

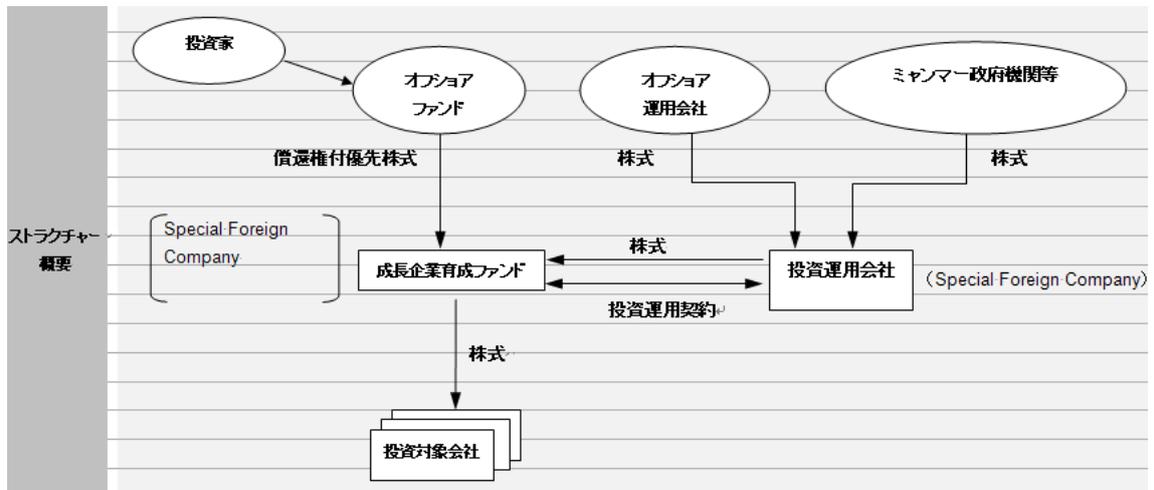


図 4 ストラクチャー①

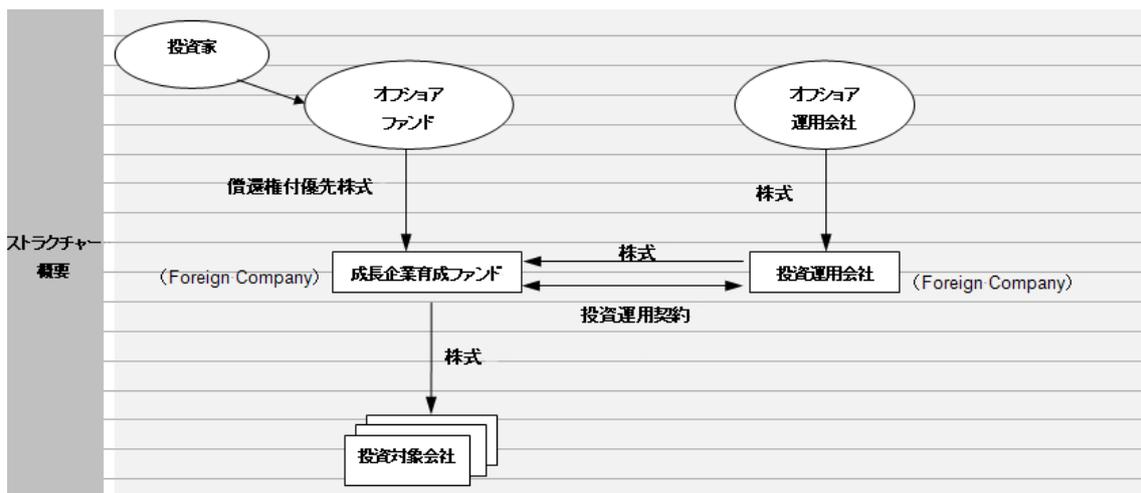


図 5 ストラクチャー②

しかし、以下に述べるような問題があるため、①または②のストラクチャーによる場合には、ミャンマー政府機関等との合弁会社を **Special Foreign Company** (第 2 章 1-2. (1)「株式取得ビークル」で述べる)とする扱いを改めさせることが必要になると考えられる。かかる取り扱いが改められなかった場合、いずれのストラクチャーによる場合であっても、**Foreign Company** による **Myanmar Company** (1-1. (1) (a)「**Private Company** についての制限」で述べる)の株式取得を実質的に制限する現状の実務を根本的に改めさせる必要があると考えられる。

1-1. ミャンマー投資における問題

現状想定している成長企業育成ファンドの出資者は日本の機関投資家であり、ファンドの投資対象となるミャンマー企業からみれば、外国投資家ということになる。そのため、本件ファンドストラクチャーを検討する際には、そもそも外国投資家およびその出資を受けた会社がミャンマー企業の株式を取得することができるかという点から検討する必要がある。

表 3 株主の属性の観点からのミャンマー法人の分類

Myanmar Company	全株式資本を常時ミャンマー国民によって保有および支配されている会社 (会社法 2 条(I)項(2A)号)
Foreign Company	Myanmar Company および Special Company Act 1950 に基づき設立された Special Company を除く会社 (会社法 2 条(I)項(2B)号) (注 2)
Special Company	Special Company Act 1950 に基づき設立された会社 (同法 7 条(1)項) (注 1) (注 2)

(注 1) 法令に明文の規定はないものの、現地法律事務所によれば、ミャンマー政府機関等との合弁会社は **Special Company** として設立される。

(注 2) 法令に明文の根拠規定はないものの、DICA によれば、外国投資家とミャンマー政府機関等との合弁による **Special Company** は **Special Foreign Company** と扱われているようである。

表 4 株式の流動性の観点からのミャンマー法人の分類

Private Company	その定款により、(a)株式を譲渡する権利を制限し、かつ、(b)株主の数を当該会社によって雇用される者を除き 50 名までに制限し、かつ、(c)公衆への株式若しくは社債の引受けの勧誘を禁止している会社(会社法 2 条(I)号 13 号)
Public Company	Private Company ではない会社(会社法 2 条(I)項(13A)号) (注)

(注) 現地法律事務所 B は、**Public Company** には少なくとも 7 人以上の株主が必要であると指摘している。

(1) 事実上の株式譲渡制限

ミャンマー会社法上、外国投資家または **Foreign Company** によるミャンマー法人の

株式の取得(投資対象会社による新株の発行を含む)に制限は設けられていない¹。しかし、ミャンマー会社法で定義される、「Private Company」と「Public Company」の区別に応じて、以下に述べるような、株式の譲渡を事実上制限する実務が行われている。

(a) Private Company についての制限

ミャンマー会社法上、ミャンマーの会社は、「Myanmar Company」と「Foreign Company」に分類される。ミャンマー会社法 2 条では、「Myanmar Company」は、「全株式資本を常時ミャンマー国民によって保有および支配されている会社」をいうと定義され(会社法 2 条(I)項(2A)号)、「Foreign Company」は、「Myanmar Company および Special Company Act 1950 に基づき設立された Special Company を除く会社」をいうと定義されている(会社法 2 条(I)項(2B)号)。

上述のようにミャンマー会社法上は外国投資家または Foreign Company によるミャンマー法人株式の取得を制限する規定はないが、現地法律事務所 A によって、実務上は、投資対象会社が会社法に基づいて設立された Myanmar Company である場合²、Company Registration Office(以下「会社登記局」)が、当該 Myanmar Company の株主であるミャンマー国民と外国投資家または Foreign Company との間の株式譲渡(投資対象会社による新株の発行を含む)の登録を認めないことが指摘されている。他方で、現地法律事務所 B の回答によれば、外国投資家および Foreign Company は、実務上、Public Company の株式を買うことはできないが、Private Company の株式を買うことはできると指摘されている。この点、DICA および会社登記局との面談における回答では、投資対象会社が Myanmar Company から Foreign Company へ法的地位の変更を行えば、外国投資家または Foreign Company が Myanmar Company の株式を購入することは妨げられないとのことであった。しかしながら、現地法律事務所 A の回答によれば、Myanmar Company から Foreign Company への地位変更の手続きは法律上定められておらず、実際にかかる地位変更が行われた例も把握していないとのことである。

上記法律事務所 A の回答と法律事務所 B の回答の食い違いは、投資対象会社の Myanmar Company から Foreign Company への法的地位の変更の可否も踏まえた全体的な実務上の取り扱いを前提にした回答であるのか、当該法的地位の変更の可否を捨象して、理論上、外国投資家または Foreign Company が(Myanmar Company かつ Private Company である)投資対象会社の株式を取得することができるかを問題にした回答であるのか、という回答の前提の違いに起因するのではないかと推測される。しかし、いずれにしても、成長企業育成ファンドが Myanmar Company である投資

¹ DICA、現地法律事務所 A および現地法律事務所 B 共にこの点の見解は一致している。

² 下記 第 2 章 1-2. (3) (a) で述べるように、ミャンマーの会社の設立方法としては、会社法に基づき設立する方法と外国投資法に基づき設立する方法がある。

対象会社の株式を取得するには、ミャンマー政府が Myanmar Company から Foreign Company への地位変更の手続きを法定し、外国投資家および Foreign Company が Myanmar Company の株式を取得することが可能となる実務を形成させることが必要になるであろうと考えられる³。

(b) Public Company についての制限

ミャンマー会社法上は、外国投資家または Foreign Company が Public Company の株式を取得すること、または Public Company を設立することを制限する規定は見当たらない。しかし、現地法律事務所 B は、実務上、外国投資家および Foreign Company は Public Company を設立することまたは Public Company の株式を取得することができないと指摘している。

したがって、成長企業育成ファンドが Public Company である投資対象会社の株式を取得するには、ミャンマー政府に現状の実務上の制限を改めさせる必要があると考えられる。

(2) 業規制

現行のミャンマー金融機関法には成長企業育成ファンドおよび投資運用会社の行う業務を直接規制する規定は見当たらない⁴。しかし、ミャンマー中央銀行との面談による回答では、現在改正が進行しているミャンマー金融機関法および現在立法が予定されているミャンマー証券取引法では、成長企業育成ファンドおよび投資運用会社の行う業務が規制される可能性があり、立法動向に留意する必要がある。今後、法律改正・立法動向を注視し、業規制が盛り込まれる場合には関係官庁との交渉が必要である。

1-2. ストラクチャーに関する検討

(1) 株式取得ビークル

上記 第2章 1. 1-1 (1)「事実上の株式譲渡制限」で指摘したように、ミャンマーにおいては、実務上、外国投資家または Foreign Company による Myanmar Company 株式の取得が制限されているため、ミャンマー法人株式を取得する主体(以下「株式取

³ 現地法律事務所 A の回答によれば、外国投資家および Foreign Company による Myanmar Company の株式取得が事実上制限されている現状の実務に照らして、本件ファンドストラクチャーの目的を実現できる可能性のある代替手法は、成長企業育成ファンドが直接投資対象会社の株式を取得することに代えて、①成長企業育成ファンドが受皿会社として Foreign Company を(外国投資法上または会社法上)設立し、②投資対象会社の資産を当該受皿会社に譲渡する、という手法であるとのことである。ただし、かかる代替手法を実行するには、資産譲渡に付随する各々の案件での事情に照らした個別の法的論点を検討することが不可欠であることに留意が必要である。

⁴ ただし、成長企業育成ファンドが投資対象会社への貸付けを行う場合、現行のミャンマー金融機関法でも貸金業者(finance company)としての規制を受け、ミャンマー中央銀行の事前の許可を取得することが求められる(金融機関法 12 条)。

得ビークル」)⁵として、かかる実務上の制限を受けない形態を利用できないかが問題となる。図5のストラクチャー①は、株式取得ビークルの全議決権を Special Company に保有させることで、Foreign Company による Myanmar Company 株式の実務上の取得制限を回避することを企図したものである。

ミャンマー法上、ミャンマー会社法に基づき設立される「Myanmar Company」と「Foreign Company」のほかに、Special Company Act に基づき設立される「Special Company」が存在する。現地法律事務所 A および現地法律事務所 B の回答によれば、Special Company Act には明文の規定はないものの、ミャンマー政府機関等との合弁会社は Special Company として設立されるとのことである。

ミャンマー会社法上、Special Company はその定義上は Foreign Company ではない(会社法 2 条(I)項(2B)号)。そのため、株式取得ビークルをミャンマー政府機関等との合弁による Special Company の子会社として設立した場合には、第 2 章 1. 「1-1 ミャンマー投資における問題」に記載した外国投資家・Foreign Company によるミャンマー法人株式の取得に関する実務上の制限を受けないのではないかと理論上は考えられる。

しかしながら、現地法律事務所 A の回答によれば、現在の実務上、Special Company は、ある一つの事業のためだけに設立され、通常、他の会社の株式を保有することを許されていないとのことであった。そのため、外国投資家および Foreign Company が Myanmar Company の株式取得を制限されるのとは別の理由で当該ビークルによるミャンマー法人株式取得が認められない可能性があるとも考えられる。この点、DICA との面談における回答では、Special Company の定款および合弁契約上の事業目的に「投資」が含まれている限り、Special Company は他の会社の株式を保有することができるとのことであった。

もともと、DICA との面談における回答では、Foreign Company とミャンマー政府機関等との合弁会社は Special Foreign Company(法令に明文の根拠規定はない)として扱われ、Special Foreign Company の子会社もまた Special Foreign Company として扱われるとのことであった。したがって、かかる扱いを前提とすると、株式取得ビークルをミャンマー政府機関等との合弁による Special Company の子会社として設立したとしても、株式取得ビークルを Foreign Company として設立した場合と同様に、上記 第 2 章 1. 1-1 (1)「事実上の株式譲渡制限」で述べた、Myanmar Company 株式取得の実務上の制限を受けるものと考えられる。

以上により、上記 第 2 章 1-1 (1)「事実上の株式譲渡制限」で述べた実務上の株式譲渡制限を前提としても成長企業育成ファンドによるミャンマー法人への投資を実

⁵ ストラクチャーの図では「成長企業育成ファンド」がこれに該当する。

現するためには、外国投資家と政府機関等との合弁会社およびその子会社を **Special Foreign Company** とする現状の取り扱いをミャンマー政府に改めさせる必要があると考えられる。

(2) 資金調達ビークル

ミャンマー政府が上記で述べたミャンマー政府機関等と外国投資家の合弁会社の取り扱いを改め、ミャンマー法人株式を取得するビークルとして、ミャンマー法に基づき設立された **Special Company** を利用する場合であっても、投資家からの資金を集める主体(以下「資金調達ビークル」)⁶としては、海外で設立されたパートナーシップまたは法人を利用すべきと思料される。なぜなら、各投資家がミャンマー法人に直接投資する場合、各投資家がそれぞれ外国投資法および/または外国為替管理法上の手続きを行わなければならない、各投資家と成長企業育成ファンドとの間での資金のフローが煩雑になるおそれがあるからである⁷。

(3) その他の調査事項

本件ファンドストラクチャーに関するその他の付随する法務面での調査事項に関する調査結果の概要は、以下のとおりである。

(a) Foreign Company 設立手続きおよび期間

Foreign Company の設立方法としては、①外国投資法の下で **Myanmar Foreign Investment Committee** (以下「MIC」)の投資許可を得て設立する方法⁸と②会社法下のサービス会社(**services company**)として設立する方法が考えられる。

上記①の設立手続きの概要は以下のとおりである⁹。

- 発起人または投資家が **MIC** に対して提案書を提出する。
- **MIC** が提案書の初期的な検討を行い、その後政府が事業を実施するための許可(当該会社が営もうとする業種に応じて必要とされる条件が記載される)を

⁶ ストラクチャーの図では「オフショアファンド」がこれに該当する

⁷ さらに、成長企業育成ファンド自体をミャンマー政府機関等との合弁による **Special Company** とする場合には、各投資家自身を合弁契約の当事者にする必要が生じ得る等、多数の投資家から資金を調達するスキームとして適さないのではないかと考えられる。

⁸ 外国投資法の下位命令である **Notification No.1/2013** は、①外国投資家による投資が禁止される業務、②ミャンマー国民との合弁でのみ認められる業務、および③特定の条件の下でのみ認められる業務を列挙している。成長企業育成ファンドおよび投資運用会社の業務自体は、これらのリストに含まれておらず、100%外国資本で行うことも認められると考えられるが、投資対象会社の業務が上記の禁止業務または制限業務に該当する場合、当該投資対象会社への出資が認められない、または制限を受けられる可能性がある。

⁹ 新外国投資法 20 条 (b) では、MIC は提案書の提出を受けてから 90 日以内に当該提案を許可するか拒絶するかを決することとされている。しかし、下記第 2 章 1-5 に記載したように、新外国投資法下での施行規則が施行されて間もないため、新法下での実務上の運用については、新法下での実務の進展を待って判断する必要がある。

発行する。

- 会社設立時における、会社の登録機関に対する国家計画・経済開発省からの設立許可書(Permit)の取得申請を行う。
- 会社の設立登記(registration)を行う。

なお、新外国投資法下では、MIC に対する提案書の提出と国家計画・経済開発省への設立許可書の取得申請は同時に行う必要があり、MIC の許可、国家計画・開発省の設立許可書、会社の設立登記は同時に発行される。ただし、申請者が要求した場合には、国家計画・経済開発省は、仮の設立許可書および仮登記を発行することができる。

上記②の設立手続の概要は以下のとおりである。

- 会社設立時における、会社の登録機関に対する国家計画・経済開発省からの設立許可書(Permit)の取得申請を行う。
- 会社の設立登記(registration)を行う。

なお、現地法律事務所 B の回答によれば、会社法 27A 条に基づく設立許可書と設立登記の取得後に本件ファンドおよび本件投資運用会社の業務について、Business License の申請が必要となるとのことである。

ただし、現地法律事務所 B の回答および DICA との面談による回答では、実務上、会社を設立するには、(a) Trading、(b) Services、(c) Industry and manufacturing、(d) Hotel Business、(e) Tourism、(f) Gemstones Enterprise、(g) Construction、および (h) Banking のいずれかの事業カテゴリーへの登録が必要とされているとのことであるが¹⁰、DICA との面談における回答では、本件ファンドおよび本件投資運用会社の業務が上記(b) Services に含まれるかは現在ミャンマーに当該業務が存在しないため確答できないとのことであり、②の方法による設立が実務上認められない余地もある。

(b) 取締役の員数および資格

ミャンマー会社法上、取締役の員数に関しては、Public Company では 3 名以上の取締役を置くことが求められており(会社法 83A 条(1)項)、他方で Private Company では法令上特段の制限は設けられていない。しかし、現地法律事務所 A および現地法律事務所 B の回答によれば、会社登記局が通常 2 名以上の取締役を登録することを要求するとのことである。また、取締役会の設置は会社法上義務ではないが、現地法律事務所 A および現地法律事務所 B の回答によれば、会社登記局が通常その設置を要求するとのことである。

ミャンマー会社法上、取締役の資格に関しては、定款で定められている場合を除き、

¹⁰ DICA は Announcement No. 1/2013 により、2013 年 2 月 22 日以降は、会社登記の目的上 8 つの事業カテゴリーからの選択ではなく、定款に記載の事業目的をそのまま登記する旨の発表を行っているが、現地法律事務所 A の回答によれば、実務上は未だ会社登記上 8 つの事業カテゴリーのいずれかへの合致が求められているとのことである。

当該会社の株式を保有していることは必要とされない(会社法 85 条(1)項)¹¹。また、現地法律事務所 A の回答によれば、取締役には国籍や居住地の要件もないとのことである。

(c) 優先株式その他株式関連

ミャンマー会社法では、会社の定款(articles of association)で定めることにより償還権付優先株式(redeemable preference shares)を発行することが認められている(会社法 105B 条)。当該優先株式を無議決権株式とすることも可能である。この点、現地法律事務所 A の回答によれば、償還権付優先株式の発行額および発行可能数に法律上の制限は存在しないとのことである。ただし、ミャンマー会社法上、償還権付優先株式の償還が許されるのは、会社に利益があり、かつ、当該償還対象株式の払込金額が全額払い込まれている場合に限られる(会社法 105B 条)。

なお、ミャンマーの会社が発行する株式には額面金額(par value)が存在するが、株式の premium issue(発行価額が額面金額を超える発行)を禁止する規定は会社法にはない。しかし、現地法律事務所 A の回答によれば、会社登記局が実務上 premium issue を認めないため、新株の発行価額は額面金額である必要があるとのことである。

現地法律事務所 A および現地法律事務所 B の回答によれば、新株予約権については会社法上規定がなく、現状、これを発行する実務もないとのことである。

(d) 資本金その他資本関連

ミャンマー会社法上、会社の最低資本金に関する規制は課せられていない。しかしながら、DICA のウェブサイトによれば、Foreign Company にはその業種により、次の最低資本金が課されるとのことである。

表 5 Foreign Company の業種と最低資本金

業種	最低資本金
Industrial, Hotel and Construction company	USD 150,000
Services, Travels and Tours company, Bank Representative office and Insurance Representative office	USD 50,000

また、現地法律事務所 A の回答によれば、最低資本金の額は、設立時に全額の払込みを行うことを要するとのことである。上記最低資本金規制の範囲内で、設立時払込資本の額は、株式の額面金額の 5%以上かつ最低資本金の額を超える範囲で取締役が自由に決定できる(会社法 101 条(2)項・(3)項)。設立時に払い込まれなかった資

¹¹ なお、現地法律事務所 A および現地法律事務所 B の回答によれば、設立発起人(Promoter)も当該会社の株式を保有していることは必要とされないとのことである。

本金の額について、株主は会社から払込みを要求されるまでの間は払込義務を負わない(ただし、自発的に払込みを行うことは妨げられない)(会社法 49 条(2)項)。ただし、現地法律事務所 A の回答によれば、外国投資法に基づき設立された会社については、MIC が別段の要求をすることがあり得るとのことである。

なお、現地法律事務所 A の回答によれば、株式の全額払込みの有無は、株主名簿、株券、および会社登記局に提出される Form VI に記載されるとのことである。

ミャンマー会社法は、増資の際に既存株主に新株をプロラタで引き受けるか否かをオファーすることを求めている(会社法 105C 条)。既存株主が当該オファーを拒絶した場合には、他の既存株主または第三者に当該新株を引き受ける権利をオファーすることが認められている(同条)。ただし、現地法律事務所 A の回答によれば、外国投資法に基づいて設立された会社の場合には、増資を行う前に MIC の承認を得ることが必要とのことである。

ミャンマー会社法上、自己株式の取得は減資を伴う場合に限り認められている(会社法 54A 条(1)項)。ただし、現地法律事務所 A の回答によれば、外国投資法に基づき設立された会社の場合、減資および自己株式の取得を行うには MIC および会社登記局の承認が必要であり、会社法に基づき設立された会社の場合には会社登記局の承認が必要とのことである。なお、現地法律事務所 B は、会社登記局は減資を望ましくないことと考えており、実務上、減資は認められないと指摘している。

(e) 社債

ミャンマー会社法上は、社債(debentures)に関する規定が存在するものの(会社法 126 条以下)、現地法律事務所 A および現地法律事務所 B によれば、現時点では、社債発行の実務がミャンマーには存在しないとのことである。なお、転換社債等のエクイティ・リンク債の規定は、ミャンマー会社法には存在しない。

(f) 配当

ミャンマー会社法上は、株主総会の決議により、該当年度の会社の利益から配当を行うことが認められているが、配当額は取締役の推薦した範囲を超えてはならないものとされている(会社法 17 条(2)項により会社の定款に含まれると見なされる Table A の 95 条および 97 条)。また、外国投資法は、租税債務控除後の純利益(net profit)を海外に送金する権利を外国投資家に認めている(外国投資法 39 条(c)項)。

現地法律事務所 A の回答および現地法律事務所 B の回答によれば、外国投資法に基づいて設立された会社の場合、配当には MIC の承認が必要になるとのことである。MIC の承認があれば、取締役の推薦した範囲内で株主総会の決議により配当の実施が可能となる。

1-3. ファンドストラクチャー

本章の冒頭に記載した各ストラクチャーのメリット・デメリットは以下の表のとおりであるが、第2章1-2.(1)「株式取得ビークル」で述べたように、外国投資家とミャンマー政府機関等との合弁会社が実務上 **Special Foreign Company** として扱われることを前提とすると、両者の間には、法務の観点からは有意な差はないのではないかと考えられる。

表 6 各ストラクチャーのメリット・デメリット

ストラクチャー	メリット	デメリット
<p>① 投資運用会社をミャンマー政府機関等との合弁会社 (Special Company)として設立し、成長企業育成ファンドをその子会社とする。海外で設立されたパートナーシップまたは法人が資金を調達し、当該成長企業育成ファンドに出資する。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● Special Company は、理論上は Foreign Company ではないため、成長企業育成ファンドが会社法の定義上 Myanmar Company に該当し、Myanmar Company の株式を譲り受ける際に、実務上、会社登記局に登録を拒否されるリスクが相対的に低くなる可能性が理論上は存在する。しかし、DICA との面談による回答によると、外国投資家とミャンマー政府機関等との合弁会社は、Special Foreign Company として扱われ、その子会社もまた Special Foreign Company として扱われるため、会社登記局が株式譲渡の登録を拒否する可能性は否定できない。 ● Special Company は、会社法上必要とされる President of Union からの permit を得る必要がない。 	<ul style="list-style-type: none"> ● DICA との面談による回答では、Special Foreign Company の子会社である成長企業育成ファンドは Special Foreign Company として扱われるとのことなので、実務上、会社登記局が Myanmar Company の株式譲渡(投資対象会社による新株の発行を含む)の登録を認めない可能性がある。 ● 実務上、Special Company は、通常、他の会社の株式を保有することを許されていないため、投資運用会社が本件ファンドの株式を保有することが許されない可能性がある¹²。
<p>② 成長企業育成ファンドおよび投資運用会社を Foreign Company として設立。海外で設立されたパートナーシップまたは法人が資金を調達し、当該成長企業育成ファンドに出資する。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● ミャンマー政府機関等との合弁会社設立のための交渉・ミャンマー政府機関等の出資が必要ない。 ● 投資による収益をミャンマー政府機関等とシェアする必要がない。 ● Foreign Company を設立した先例は多数あり、手続きの予測可能性が高い。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 実務上、会社登記局が Myanmar Company の株式譲渡(投資対象会社による新株の発行を含む)の登録を認めない可能性がある。 ● Special Company ではないため、会社法上必要とされる President of Union からの permit を得る必要がある。

¹² ただし、DICA との面談における回答では、Special Company の定款および合弁契約上の事業目的に「投資」が含まれている限り、Special Company は他の会社の株式を保有することができるということである。

1-4. 対象会社の性質別の整理

前述1-1「ミャンマー投資における問題」および1-2「ストラクチャーに関する検討」の主要論点の調査結果を踏まえると、成長企業育成ファンドが **Foreign Company** とみなされた場合(**Special Foreign Company** と扱われた場合を含む)における、投資対象会社の株式の取得の可否について、投資対象会社の性質別に整理すると、以下のとおりとなると考えられる¹³。

表 7 対象会社の株式を取得する場合

投資対象会社の性質	外資 100%の Foreign Company	Myanmar Company	Myanmar Company と Foreign Company の合弁会社
Private Company かつ MIC の投資許可あり	- 投資対象会社が Foreign Company であるため、会社法・外国投資法上も実務上も、株式を取得可能と考えられる。	※理論上、本カテゴリーに該当する会社は存在しない。	- 投資対象会社が Foreign Company であるため、会社法上は、株式を取得可能と考えられる(現地法律事務所 A によれば、MIC からの投資許可の再取得が必要となる)。 - Myanmar Company である株主からの株式取得は、投資対象会社の業務が外国投資法上の制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。
Private Company かつ MIC の投資許可なし	- 投資対象会社が Foreign Company であるため、会社法上も実務上も、株式を取得可能と考えられる。	- 投資対象会社が Myanmar Company であるため、実務上、株式の取得が認められない可能性がある。 - 仮に株式取得が認められたとしても、投資対象会社の業務が外国投資法上の禁止業務に該当する場合には株式の取得が認められず、制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。	- 投資対象会社が Foreign Company であるため、会社法上も実務上も、株式を取得可能と考えられる。 - Myanmar Company である株主からの株式取得は、投資対象会社の業務が外国投資法上の制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。

¹³ 現地法律事務所 B の回答によれば、外国投資家が国営企業の株主となることは認められていないとのことである。また、①設立後の **Special Company** へ出資を行うことの可否および② **Myanmar Company** と国営企業の合弁会社へ出資を行うことの可否については、ケースバイケースの判断となるとのことである。

(表 7 つづき)

投資対象会社の性質	外資 100%の Foreign Company	Myanmar Company	Myanmar Company と Foreign Company の合弁会社
Public Company かつ MIC の 投資許可あり	<ul style="list-style-type: none"> - 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合(Special Foreign Company と扱われる場合を含む)、実務上、Public Company の株式を取得できない可能性がある。 - 会社法・外国投資法上は、株式を取得可能と考えられる。 <p>※現地法律事務所 A の回答によれば、実務上、外国投資家・Foreign Company は Public Company を設立することまたは Public Company の株式を取得することができないとのことであるから、本カテゴリーに該当する会社は現実に存在していない可能性がある。</p>	<p>※理論上、本カテゴリーに該当する会社は存在しない。</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合(Special Foreign Company と扱われる場合を含む)、実務上、Public Company の株式を取得できない可能性がある。 - 会社法上は、株式を取得可能と考えられる(現地法律事務所 A によれば、MIC から投資許可の再取得が必要となる)。 - Myanmar Company である株主からの株式取得は、投資対象会社の業務が外国投資法上の制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。 <p>※現地法律事務所 A の回答によれば、実務上、外国投資家・Foreign Company は Public Company を設立することまたは Public Company の株式を取得することができないとのことであるから、本カテゴリーに該当する会社は現実に存在していない可能性がある。</p>

(表 7 つづき)

投資対象会社の性質	外資 100%の Foreign Company	Myanmar Company	Myanmar Company と Foreign Company の 合弁会社
Public Company かつ MIC の 投資許可なし	<ul style="list-style-type: none"> - 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合(Special Foreign Company と扱われる場合を含む)、実務上、Public Company の株式を取得できない可能性がある。 - 会社法上は、株式を取得可能と考えられるが、実務上は Public Company の株を Foreign Company は取得できない可能性がある。 <p>※現地法律事務所 A の回答によれば、実務上、外国投資家・Foreign Company は Public Company を設立することまたは Public Company の株式を取得することができないとのことであるから、本カテゴリーに該当する会社は現実に存在していない可能性がある。</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合 (Special Foreign Company と扱われる場合を含む)、実務上、Public Company の株式を取得できない可能性がある。 - 仮に株式取得が認められたとしても、投資対象会社の業務が外国投資法上の禁止業務に該当する場合には株式の取得が認められず、制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> - 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合、実務上、Public Company の株式を取得できない可能性がある。 - 会社法上は、株式を取得可能と考えられる。 - Myanmar Company である株主からの株式取得は、投資対象会社の業務が外国投資法上の制限業務に該当する場合には、持株割合に制限が課される可能性がある。 <p>※現地法律事務所 A の回答によれば、実務上、外国投資家・Foreign Company は Public Company を設立することまたは Public Company の株式を取得することができないとのことであるから、本カテゴリーに該当する会社は現実に存在していない可能性がある。</p>

表 8 新規に合併会社を設立する場合

合併会社の性質	外資 100%の Foreign Company	Myanmar Company と Foreign Company の合併会社	Special Company
Private Company かつ MIC の投資許可あり	- 外国投資法上の禁止業種・制限業種に該当しない限り、会社法・外国投資法上も実務上も、外資 100%の合併会社を設立可能と考えられる。	- 外国投資法上の制限業種に該当する場合には、原則として 80%までの出資比率規制に服する(外国投資法 10 条(a)(iv)、外国投資法施行規則 20 条)。	- 政府機関との交渉が必要。
Private Company かつ MIC の投資許可なし	- 外国投資法上の禁止業種・制限業種に該当しない限り、会社法・外国投資法上も実務上も、外資 100%の合併会社を設立可能と考えられる。	- 外国投資法上の制限業種に該当する場合には、80%までの出資比率規制に服する可能性がある。	
Public Company かつ MIC の投資許可あり	- 株主に Foreign Company がいるため、実務上、Public Company を設立できない可能性がある。	- 株主に Foreign Company がいるため、実務上、Public Company を設立できない可能性がある。 - 制限業種に該当する場合には、原則として 80%までの出資比率規制に服する(外国投資法 10 条(a)(iv)、外国投資法施行規則 20 条)。	- 成長企業育成ファンドが Foreign Company であると認定された場合(Special Foreign Company と扱われる場合を含む)、実務上、Public Company を設立できない可能性がある。 - 政府機関との交渉が必要。
Public Company かつ MIC の投資許可なし	- 株主に Foreign Company がいるため、実務上、Public Company を設立できない可能性がある。	- 株主に Foreign Company がいるため、実務上、Public Company を設立できない可能性がある。 - 外国投資法上の制限業種に該当する場合には、80%までの出資比率規制に服する可能性がある。	

1-5. 関連法令の整備状況

現地法律事務所Dおよび現地メディアによる報道によれば、本件ファンドストラクチャーに関連し得る法令の整備状況は次のとおりである。

表 9 関連法令の整備状況

	法令名	整備状況
1.	外国投資法	新外国投資法が 2012 年 11 月 2 日より施行。
2.	外国投資法施行規則	2013 年 1 月 31 日に Ministry of National Planning and Economic Development により公布されている。外国投資が認められる業種のリストも同日に公布されている。
3.	外国為替管理法	旧外国為替法は 2012 年 8 月に外国為替管理法に改められた。
4.	ミャンマー金融機関法	新ミャンマー金融機関法が起草過程にある。
5.	ミャンマー国民投資法	新ミャンマー国民投資法案が国会で承認され、極めて近い将来成立する見込み。
6.	ミャンマー証券取引法	ミャンマー証券取引法案が国会で承認され、極めて近い将来成立する見込み。
7.	ミャンマー中央銀行法	新ミャンマー中央銀行法案が国会で承認され、極めて近い将来成立する見込み。
8.	ミャンマー会社法	近日中の改正は予定されていないが、現行ミャンマー会社法が起案委員会によってレビューされている状況にある。

1-6. まとめ

本件調査により得られた結果および当該結果に基づく法務面での検討の概要は以上のとおりである。

外国投資家および Foreign Company による Myanmar Company の株式取得が実質的に認められていない現状の実務を前提とすると、本件ファンドストラクチャーの実施にあたって最大の障害となるのは、ミャンマー政府機関等との合弁会社(その子会社を含む)が Special Foreign Company として扱われることにあると考えられる。かかる取り扱いを改めさせることができた場合、本件ファンドストラクチャーは、第 2 章の冒頭に記載した①のストラクチャーにより実施することが考えられる。

他方、ミャンマー政府機関等との合弁会社を Special Foreign Company とする扱いを改め

させることができなかつた場合には、外国投資家および Foreign Company による Myanmar Company の株式取得を実質的に制限する現状の実務を根本的に改めさせる必要があると考えられる。この点は、成長企業育成ファンドによる投資対象会社の株式取得の局面にも当てはまり得る一方で¹⁴、成長企業育成ファンドが将来的に投資対象会社を(Public Company にその地位を変更した上で)上場させ、株式の売出しを実施する局面には特に当てはまる。

また、関係法令の整備が進行中であることを理由に DICA およびミャンマー中央銀行が現行法下での本件ファンドストラクチャーの実施の可否について明確な回答を与えないことも実施の障害になっていると考えられる。本件ファンドストラクチャーの早期の実施を企図する場合には、これらの障害を取り除くため、関係官庁との積極的な折衝が必要になると考えられる。

1-7. 補論：資金調達ビークル（オフショアファンド）に対する日本法に基づく規制

(1) 資金調達ビークルをパートナーシップの形態とする場合

資金調達ビークルをパートナーシップの形態とする場合における、資金調達ビークルおよびその投資運用会社に対する日本法上の規制の概要は以下のとおりである。

まず、金融商品取引法（以下「金商法」という。）との関係では、日本国内でファンド（集団投資スキーム）の持分の募集を行うこと（自己募集：金商法第2条第8項第7号へ）や、ファンドの財産について主として有価証券に対する投資運用を行うこと（自己運用：金商法第2条第8項第15号ハ）を業として行う場合には「金融商品取引業」に該当し、原則として金融商品取引業者の登録（金商法第29条）が必要となるなどの業規制が適用される。

この点、スキームや当事者の属性などの具体的な事情次第であるが、ファンドの持分の自己募集に関する登録規制については、①金融商品取引業（第二種金融商品取引業）の登録を受けた者がファンドのジェネラルパートナー（GP）となって自己募集を行う、②（所定のプロ向けファンドの要件を満たす場合には）GP が適格機関投資家等特例業務（金商法第63条第1項第1号）の届出を行った上で自己募集を行う、あるいは③GP が自己募集に関する対外的行為の一切を金融商品取引業者に委託するといった対応をとることが考えられる。また、ファンドの自己運用に関する登録規制については、①金融商品取引業（投資運用業）の登録を受けた者が GP となって自己運用を行う、②（所定のプロ向けファンドの要件を満たす場合には）GP が適格機関投資家等特例業務（金商法第63条第1項第2号）の届出を行った上で自己運用を行う、あるいは③GP が投資運用業の登録を行っている者との間で投資一任契約を締結し、当該契約に基づき、自己運用を行う権限の全部を委託する（金融商品取引業等に関する

¹⁴ 株式取得の局面では、現状の実務を前提としても、注3に記載した代替手段を用いる可能性がある。

る内閣府令第16条第1項第10号)といった対応をとることが考えられる。
さらに、有価証券のみを投資対象とするファンドは「有価証券投資事業権利等」に該当し(金商法第3条第3号イ参照)、開示規制が適用される。この場合において特にファンドの持分を500名以上の者が所有することとなる場合には、持分の取得勧誘行為が「有価証券の募集」に該当し、有価証券届出書の提出などの開示手続を要することになる。

次に、外国為替および外国貿易法(以下「外為法」という。)との関係では、法人格のない海外パートナーシップの持分は、外為法上の「証券」(外為法第6条第1項第11号)に該当しないと解されていることから、同持分を取得する場合には、対外直接投資または資本取引としての手続は必要ない。ただし、同持分の取得に係る支払に関しては別途報告が必要となる(外為法55条1項)。

(2) 資金調達ビークルを会社の形態とする場合

資金調達ビークルとして会社型のビークルを利用する場合には、パートナーシップによる場合と異なり、金商法に基づく自己募集・自己運用に関する業規制が適用されることはない。もっとも、資金調達ビークルとの間で投資顧問契約(金商法第2条第8項第11号)や投資一任契約(同項第12号)を締結してファンドの投資運用に関わる当事者に対しては、金商法の規制が適用される可能性がある。このような運用行為には適格機関投資家等特例業務の特例は適用されないため、金融商品取引業の登録を受けた当事者の関与が必要となる可能性がある(なお、具体的な事情次第では、後記2.の成長企業育成ファンドの投資運用会社と同様、国外で行う運用行為であって、日本の金商法の規制の適用対象とはならない可能性も考えられる。)。また、株式(出資証券)によるか出資契約によるかなど、国内投資家のビークルに対する出資の形態に応じて金商法に基づく開示規制の適用も論点となる。

さらに、外為法上は、対外直接投資等の手続が支払に関する報告に加えて必要になり得る。その他、ビークルが外国投資法人に該当すると評価される可能性もあり、その場合には届出など投資信託および投資法人に関する法律に基づく規制が適用される。

(3) 成長企業育成ファンドの投資運用会社に対する規制

成長企業育成ファンドの投資運用会社については、スキームや当事者の属性、業務内容などの具体的な事情次第であるが、ミャンマーその他日本国外において設立され、成長企業育成ファンドの運用(すなわち、オフショアファンドから調達した資金をミャンマー国内においてミャンマー企業に対する投資運用業務を行うこと)のみを行う限りにおいては、基本的に日本の金商法等の業法上の規制が適用されることにはならないと考えられる。

2. 税務面の考察

税務の考察にあたっては、国際的大手税理士法人および現地大手会計事務所等へのヒアリングなどにより、成長企業育成ファンドのストラクチャーについて、最も税務上の効果が高いと考えられるのはどのようなファンドストラクチャーか、またミャンマー国内での設立を予定している投資運用会社に対する課税関係にはどのようなものがあるか、といった観点に基づいて、まず幾つかの基本的なパターンを想定したうえで調査・検討した。以下にその前提、論点を述べる。

2-1. 前提および想定パターン

(1) 前提

本検討にあたっては、他の項目における調査・検討結果も踏まえ、以下を前提とした。

- (a) ファンドの投資家は（税務上）日本の居住者である。
- (b) ファンドは会社の株式に投資する。
- (c) 投資対象会社は（税務上）ミャンマーの居住者である。
- (d) ファンドの投資対象会社における持分比率は 50%未満である。
- (e) 日本における法人実効税率は 38%とする¹⁵。

(2) 想定パターン

上記の前提に基づき、ファンドの設立地および投資形態として次の 4 つのパターンを想定し、これらについて検討することとした。

- (a) 日本からの直接投資
- (b) ミャンマー国内に設立したファンド経由の投資
- (c) 軽課税国に設立したファンド経由の投資
- (d) ミャンマーとの租税条約締結国に設立したファンド経由の投資

¹⁵ 平成 23 年 11 月 30 日に可決・成立し、同 12 月 2 日に公布された「経済社会の構造の変化に対応した税制の構築を図るための所得税法等の一部を改正する法律（税制構築法）」に伴う法人税制の改正により、法人税率は従来の 30%から 25.5%へ引き下げられ、これにしたがって法人実効税率も 40.69%から 35.64%へ下がった。しかしその後、平成 24 年 4 月 1 日から平成 27 年 3 月 31 日までの間に開始する事業年度について、各課税事業年度の基準法人税額に 10%の税率を乗じた復興特別法人税が課されることとなった結果、前述の平成 23 年 12 月改正により 30%から 25.5%に引き下げられた法人税率は、復興特別法人税の適用事業年度については 28.05% (25.5% * (1 + 10%)) となり、35.64%に引き下がるはずであった法人実効税率も、以下の式に示すとおり 38%となっている。

$$[\text{法人税率 } 25.5\% * \{1 * (1 + 10\%) + \text{住民税率 } 20.7\%\} + (\text{事業税超過税率 } 3.26\% + \text{事業税標準税率 } 2.9\% * \text{地方法人特別税率 } 148\%)] / (1 + \text{事業税超過税率 } 3.26\% + \text{事業税標準税率 } 2.9\% * 148\%) = 38.009\% \approx 38\%.$$

2-2. 主要な論点

ファンドの投資家は、ファンドを通じてミャンマー国内の会社の株式を取得することとなるが、ファンドがその取得したミャンマー企業の株式を売却し、回収資金を日本の投資家に分配する、または分配しないまでも投資家の資産として一時的に預かる場合、日本の所得税法により日本の居住者は全世界の所得に対して課税されるため、日本の居住者が海外において獲得した所得に対する課税関係を定めた日本の以下の税制が、本検討にあたっての主要な論点になると考えられる。

(1) タックスヘイヴン対策税制¹⁶

タックスヘイヴン対策税制とは、日本の納税者が、軽課税国（タックスヘイヴン）に設立したペーパーカンパニーのような会社を通じて事業を行うことで、税負担を不当に軽減することを防止するため、そのタックスヘイヴンに設立された会社（特定外国子会社）の所得を、日本の納税者の所得に合算して課税する制度である。

具体的には、日本の個人または法人が、特定外国子会社の決算期末時点においてその株式を10%以上保有している場合、当該日本の個人または法人は、その持分に応じた特定外国子会社の課税所得を、日本における課税所得として申告する必要がある。ただし、低率の課税が為されるタックスヘイヴンに所在する特定外国子会社が現地で支払う法人税等は、控除により調整される。また、課税後に特定外国子会社が日本の株主に配当する際に、当該配当が後述の外国子会社の配当益金不算入の対象となる場合、当然のことながら当該配当の95%に対しては課税されない。さらに、当該年度および過去10年間に日本の株主において既にタックスヘイヴン対策税制により課税された金額（特定課税対象金額）がある場合、その金額に達するまでは特定外国子会社からの配当の95%ではなく100%が非課税となり、配当に係る源泉税も損金算入される。加えて、特定外国子会社からの配当が、外国子会社の配当益金不算入の対象とならない場合であっても、当該配当は特定課税対象金額の範囲内で益金不算入とされる。

ここで、特定外国子会社とは、発行済株式または払込資本金の50%超が、直接と間接とを問わず、日本の居住者である法人および個人（または非居住者の個人であっても日本の法人と特別な関係を有する者）により保有され、本店または主要な事務所が所得に対して課税を行わない国または所得に対する実効税率が20%以下の国にある会社のことをいう。

成長企業育成ファンドの投資家は日本の居住者のみであるとの前提であるため、実効税率次第では、投資家にとってファンドが特定外国子会社に該当する可能性がある。

¹⁶ 租税特別措置法。

なお、タックスヘイヴン対策税制には以下の(a)～(e)に示す適用除外規定が存在し、特定外国子会社の主たる事業が卸売、銀行、信託、保険、証券、水運、航空運送の場合には(a)～(d)を、それ以外の業種の場合には(a)～(c)および(e)を全て満たした場合、当該税制の適用除外とされる。しかし、成長企業育成ファンドの主たる事業は株式の保有であり、(a)の事業基準を満たさないこととなるため、適用除外とはならない。

- (a) **事業基準**：特定外国子会社の主たる事業が、株式・債券の保有、特許・著作権等のライセンス提供、船舶・航空機のリースのいずれでもないこと。
- (b) **実体基準**：特定外国子会社が、その本店所在地に事業の遂行に必要な事務所、店舗、工場、またはその他の固定的な事業所を備えていること。
- (c) **管理支配基準**：特定外国子会社が、その本店所在地において、管理、支配および運営を自ら行っていること。
- (d) **非関連者基準**：特定外国子会社の事業が、主として関連者（50%以上の持株関係など）以外の者で行われていること。
- (e) **所在地国基準**：特定外国子会社の事業が、主としてその本店所在地において行われていること。

また、投資対象会社の株主に成長企業育成ファンド以外の日本の居住者が存在し、日本の居住者による保有比率の合計が50%超となる場合、当該投資対象会社が特定外国子会社に該当し、その課税所得に対してタックスヘイヴン対策税制が適用される可能性がある。このようなリスクについては、ファンドのストラクチャリングによって回避できる性質のものではないため、本検討において考慮しないこととする。

(2) 外国子会社の配当益金不算入¹⁷

外国子会社から受け取る配当のうち95%について、日本の親会社における法人所得税の対象とならない。ただし、対象となる配当に対する源泉税は、税額控除（後述）も損金算入もできない。

ここで、外国子会社とは、原則として以下の2つを満たす外国会社のことをいう。

- 25%テスト：日本法人が25%以上の株式を直接保有している。
- 6ヶ月テスト：配当の支払を決定した日から起算して、最低6ヶ月間継続して25%以上の株式を直接保有している。

一方、外国子会社以外の外国会社（25%未満を保有する会社）からの受取配当はその全額が課税対象となり、配当に係る源泉税は後述の外国税額控除の対象となる。

¹⁷ 法人税法

(3) 外国税額控除¹⁸

日本の法人が外国で獲得した所得に対して外国で課税された場合、外国で納めた税額
が、以下の方法で算出される金額を限度として、日本の税額から控除される。

$$\text{控除限度額} = \text{日本の法人税額} \times \text{国外所得} \div \text{全世界所得}$$

なお、平成 23 年度税制改正において所得源泉みなし規定が導入され、租税条約によ
り条約相手国等で外国法人税を課税された所得については、租税条約に所得源泉みな
し規定が含まれない場合であっても、上記税額控除限度額の算式における国外所得と
して扱われることが明確にされた。一方、租税条約を締結していない国における外国
法人税課税対象所得を国外所得として扱うか否かについては明文化されていないた
め、当該ケースにおける外国税額控除の適用可能性は不明確であり、適用されない場
合には二重課税となる。

2-3. その他の論点

前述の論点以外に、いくつかの想定パターンに共通の論点として、以下の 3 つがある。

(1) ミャンマーにおけるキャピタルゲインおよび配当に係る課税

ファンドの事業内容は、その所在地によらずミャンマー企業の株式の取得・売却であ
り、この点は各ストラクチャーに共通している。同事業を通じて想定される所得はキ
ャピタルゲインおよび配当であるが、これらを含めミャンマーにおける法人税率を整
理すると以下のとおりとなる。

表 10 ミャンマーにおける法人税率¹⁹

所得の種類	居住法人 (ミャンマー会社法および外国 投資法に基づき設立された法人)	非居住法人 (ミャンマーに設立された外国 法人の支店を含む)
一般事業所得	25%	35%
キャピタルゲイン ²⁰	10%	40%
配当 ²¹	非課税	非課税

¹⁸ 法人税法

¹⁹ The Myanmar Income Tax Law (1974) および Notification 111/2012 (15 March 2012)

²⁰ 石油・ガス事業における固定資産(株式を含む)の売却により得られたキャピタルゲインについては、40%~50%の税率により課税される。

²¹ 支払時の源泉徴収もなし。

(2) ミャンマーにおける取引税

ミャンマー企業の株式を売却した場合、売却額に対して 0.3%の印紙税が課税される²²。当該印紙税は租税条約やファンドのストラクチャリングによって減免されるものではないため、想定しているパターン全てにおいて生じるものと考えられる。

(3) ミャンマー国内ファンドの法的形態

ミャンマー国内にファンドを設立する場合の法的形態として、会社またはパートナーシップの2通りが考えられる。ところが、ミャンマーにおいてはパススルーの事業体は存在せず、パートナーシップも **The Myanmar Income Tax Law (1974)** にもとづいて課税されると考えられるため²³、パートナーシップを利用することに特に税務上のメリットが認められない。したがって、本検討におけるミャンマー国内のファンドは全て会社型とする。

3. JICA による協力に関する検討および提案

3-1. 成長企業育成ファンドに対する JICA による協力の意義

2011年12月、ミャンマーを訪問した玄葉外務大臣（当時）は、ミャンマー政府の民主化・国民和解に向けた迅速な措置を評価するとともに、人的交流、経済協力、経済および文化交流の4つの分野における支援を表明した。4分野の支援のうち、「経済協力」においては市場経済体制への移行支援、「経済」においては日本からの投資を促進するための投資環境整備および投資協定の協議開始がうたわれている。また、2012年4月に実施された日・ミャンマー首脳会談においては、両国首脳によって円借款の再開に向けた道筋が確認され、野田首相（当時）からテイン・セイン大統領に対し、ミャンマーに対する日本の経済協力量針を根本的に見直し、①国民の生活向上のための支援、②経済・社会を支える人材の能力向上や制度の整備のための支援、③持続的経済成長のために必要なインフラや制度の整備支援といった3つの柱を中心に幅広い支援を行っていくとの考えが伝達された。同方針に基づき、2012年11月に実施された日・ミャンマー首脳会談において、野田首相（当時）から、重点的な支援事項等が表明されたところである。さらに、2013年1月初頭に麻生副首相がミャンマーを訪問し、延滞債務問題の解消と円借款再開を改めて表明している。その後、同年1月末には3,263億円の延滞債務が、ブリッジローンの供与と免除の措置により解消され、新規円借款への道筋がつけられ、3月25日には、「貧困削減地方開発計画フェーズ1」「緊急リハビリテーション・改善計画」「ティラワ地区インフラ開発計画フェーズ1」の3案件に対し、総額510億5,200万円を限度とする円借款供与が日本政府により発表されている。

²² The Myanmar Stamp Act (1891)

²³ Internal Revenue Department, Ministry of Finance and Revenue
(http://www.myanmar.com/finance/dept_ird_02.html)

上記経済協力方針のうち「②経済・社会を支える人材の能力向上や制度の整備のための支援」において「証券取引市場の育成」すなわち資本市場の育成が挙げられており、ミャンマーの資本市場育成に対して JICA の開発援助による支援の具体的実施内容を検討する必要性が高まっているといえる。本調査が前提としている成長企業育成ファンドは、ミャンマーの経済成長の中核となる成長企業の育成を目的としたファンドを日本の民間部門の資金により設立するものであり、同ファンドに JICA の支援ツールを組み合わせ、一連のパッケージとして進めていくことで、資本市場育成および市場経済化に向けた支援の効果が最大化されることが期待できる。成長企業育成ファンドの取り組みと JICA の支援ツールが歩調を合わせて実施されることは、「成長加速化のための官民パートナーシップ」（平成 20 年 4 月 18 日）において示された方針とも合致するものである。

以下では、成長企業育成ファンドとの連携によって効果を生み出し得る JICA の支援方策について検討および提案する。

3-2. 成長企業育成ファンドに関する資金協力

JICA が行う資金協力は、有償資金協力と無償資金協力の 2 種類に大別されるが、無償資金協力は、資本市場育成という市場経済における重要な基盤の整備を目的とした本件ファンドとの親和性は低いと考えられ、無償資金協力による支援および同事業と成長企業育成ファンドとの連携は困難であると判断される。したがって、ここでは、有償資金協力と技術協力を絞って検討することとする。

(1) 有償資金協力

有償資金協力は、主に円借款および海外投融資の 2 事業から成り、いずれも成長企業育成ファンドの有効性を高める効果が期待される。以下では、まず、直接的な有効性が高いと考えられる海外投融資の活用について検討および提案を行い、次に円借款の活用について検討および提案を行うこととする。

(a) 海外投融資

民間企業が開発途上国でさまざまな事業を行うことは、開発途上国の経済を活発化させ雇用を創出し、ひいては人々の生活向上に結びつく経済効果をもたらすと期待されている。しかし、開発途上国での事業は高いリスク、低い収益見込みといった障壁のため、民間金融機関からの融資が受けにくい状況にある。こうした状況にある民間企業を「出資」および「融資」という 2 つの資金面から支えるものが JICA の海外投融資業務である。

海外投融資は、「特殊法人等整理合理化計画」によって 2001 年に一旦廃止されたが、その後、開発途上国における民間活動の促進等がもたらす経済成長がこれら国々における貧困削減にとって重要との認識が国際社会の議論で高まったこと等から、再開に向けた検討が行われ、パイロット案件の実施および検証を経て、2012 年 10 月

に本格再開が決定されたところである。本件成長企業育成ファンドと連携した海外投融資の実施は、単に民間企業が実施する一事業に留まらず、資本市場の整備および近代化というミャンマーの市場経済化に向け不可欠な経済の基盤整備に寄与するものであり、従来にも増して明快な必要性の下に実施する新たな海外投融資の活用形態として高い意義を有するものであると考えられる。

成長企業育成ファンドと連携して実施する海外投融資としては、同ファンドまたは投資運用会社に対する出資または融資が考えられるが、財務健全性に影響を与えることなく同ファンドの資金が直接的に増強され、投資余力が増大する点、市場経済化に向け発展途上にあるミャンマーの企業に対する資金供給は相対的に不確実性（リスク）が高いが、そのリスクを資金の供給者が引き受けることにより高い開発効果が期待できる点、および、日本政府の資金である JICA の海外投融資の参画を得ることで、成長企業育成ファンドの信用度が高まり、十分な投資資金を集めることが可能となる、いわば「呼び水効果」が期待できるという点から、「出資」の形態が適切であると考えられる。

i) 海外投融資の活用に対するルールとの適合性

海外投融資の再開に向けた議論の結果として、海外投融資の案件選択は「JICA 海外投融資に関する案件選択の指針」（2012年10月16日付、以下「指針」という。）に則って行うことが定められた。したがって、成長企業育成ファンドに関し海外投融資の活用を検討するに際しては、同ファンドが「指針」に準拠していることを確認する必要がある。

● 対象分野

海外投融資の対象分野は、「MDGs・貧困削減」、「インフラ・成長加速」および「気候変動対策」の3分野とされている。成長企業育成ファンドは、ミャンマーの経済成長の中核となる成長企業の育成を目的とするものであり、「インフラ・成長加速」分野に該当すると判断される。

● 取引形態による対象類型

「指針」は、出資について「案件実施について、ホスト国政府等に対してしかるべく事前の通報が行われ、かつ原則回答が得られること」となっており、これらを考慮しつつ「既存の金融機関では対応できない、開発効果の高い案件であること」が求められている。

ミャンマーの金融・資本市場は、資本市場（直接金融）および金融市場（間接金融）ともに未発達であり、民間企業が十分な資金を調達することは困難な状況にあり、ミャンマー政府、ミャンマー国内金融機関ともに企業の育成にかかるノウハウおよび経験が不足している。従って、成長企業育成ファンドの設立および同ファンドを通じたミャンマー国内企業の育成支援によって大きな開発効果が得

られることが期待できる。また、ミャンマー政府は資本市場の育成ならびに市場経済化を重要課題として位置付けていることから、資本市場創設と密接な関連性がある本件ファンドの設立についても、ミャンマー政府の主体的な関与を得ることが可能であると考えられる。加えて、同国政府の理解および協力を確実にするため、ファンド運営会社をミャンマー国営金融機関と共同で設立することで議論を進めているところである。

上記から、本件ファンドは、JICA 海外投融資に対する基本的な考え方である「開発援助機関である JICA が『有償資金協力』として行う『開発事業』への資金供給であること、および、既存の金融機関では対応できない、開発効果の高い案件への対応であること」に適合すると判断される。

ii) 過去の海外投融資に対する評価の反映

海外投融資事業の再開に向けた検討の一環として、過去に実施された案件を対象とする外部評価が行われている²⁴。本件ファンドに対する海外投融資の活用を検討するにあたっては、同様に事後評価が実施されることも想定しつつ、同報告書に示された実績、成果、教訓等をスキームの設計において反映させることが望ましい。

過去の海外投融資案件のうち、企業育成を対象とした出資案件は次の2件である。

表 11 再開以前の海外投融資における企業育成ファンドへの出資事例（概要）

案件名	タイにおける中小企業再建・育成ファンド事業	地方企業育成基金事業
相手国	タイ	インド
事業目的	①出資、②アドバイザーサービスの提供によってタイの中小・中堅企業の育成・再建を図る。	地方 10 州に設立する州ファンドを通じて中小・中堅企業に出資、中小・中堅企業の育成、雇用創出、日印の民間企業ベースの交流拡大につなげる。
出資先	中小企業再建・育成ファンド（出資：JICA、ADB、KfW、外国民間企業）	地方企業育成基金（出資：JICA、IFC、ADB、インド国内投資家 6 社、シンガポール投資家 1 社）
ファンド規模（総額／当初）	総額 100 百万 USD／当初 50 百万 USD	1,100 百万ルピー
ファンドマネジャー	①ファンドマネジメント会社（出資：ADB、外国企業 A 社） ②投資アドバイザー（出資：経営	現地ファンドマネジメント会社

²⁴ 「海外投融資事後評価 パッケージ 1・2」、JICA、平成 22 年 10 月。

	陣、外国企業A社)	
資本金	3.3 百万 USD	—
出資承諾年月／ 当初出資年月	2001 年 3 月／2001 年 7 月	1994 年 10 月／1996 年 4 月
出資承諾額／ 出資比率	3,300 百万円 (25 百万 USD 相当) ／総額の 25.0%	250 百万ルピー (1,000 百万円相当) ／総額の 25.0%
出資実行年	2001 年～2004 年	1996 年～2001 年
出資実行額	391 百万円 (3 百万 USD 相当)	250 百万ルピー (773 百万円)
投資件数／ 投資実行額	2 件／8.5 百万 USD	36 社・37 件／ 1,800 百万ルピー (再投資を含む)
JICA 他事業と の連携	なし	なし
ファンドの 投資実績	投資先 2 社のうち 1 社は日系企業 の子会社として順調に操業、1 社 は経営不振により企業価値が大幅 減少、出資金を放棄 ファンドは債務超過	投資先 36 社のうち 16 社が上場、倒 産なし
収益性／ JICA 出資 回収率	▲3.3 百万 USD／74%	内部収益率 小幅マイナス／ 回収率は 100%を若干下回る程度 (※ファンド終了以前の状況)

民間ファンドへの出資案件（上記 2 件）については、「ファンドマネージャーの能力確認」、「ファンド管理費用の適正水準確認」および「ファンドからの退出戦略の確認」が教訓として指摘されており²⁵、本件ファンドへの出資においてもこれらの点に留意することが必要であろう。ただし、上記 2 件の出資事例はいずれも国際機関との協調案件であるのに対し、本件ファンドは日本の民間企業が設立するファンドに対する出資であることから、ファンド運営会社との緊密な連携の下、JICA 自身が的確にモニタリングしていくことが可能であると考えられる。

なお、この他、海外投融資再開後に開始された先行案件がある場合には、その動向にも注視すべきであると考えられる。

²⁵ このほか、「民間ファンドへの出資時のサブプロジェクト選定基準および積みあがり状況の確認」が挙げられているが、マザーファンドから地方 10 州に設立する子ファンドへの出資という仕組みをとった案件（インドにおける地方企業育成基金事業）に対する指摘であり、本件ファンドには直接関係しないと考えられる。

iii) 設計 (案)

● 出資額および出資時期

JICA の制度上の出資上限は 25%である。本件ファンドが追加募集を行う場合、JICA と運用会社が協議の上、JICA の追加出資を要請することを検討する。

● モニタリングおよび回収

既存の金融機関では対応が困難な開発効果の高い案件に対応するとの趣旨に鑑みれば、海外投融資に高い収益性を期待することは困難とも考えられるが、日本の民間企業が主体のファンドであることから、JICA 出資分を含め、一定の収益性の確保を目的として管理、運用されるべきものである。ファンドの管理、運用状況をモニタリングするとともに、ファンドの出資者として適切な収益が得られるよう努めるべきと考えられる。

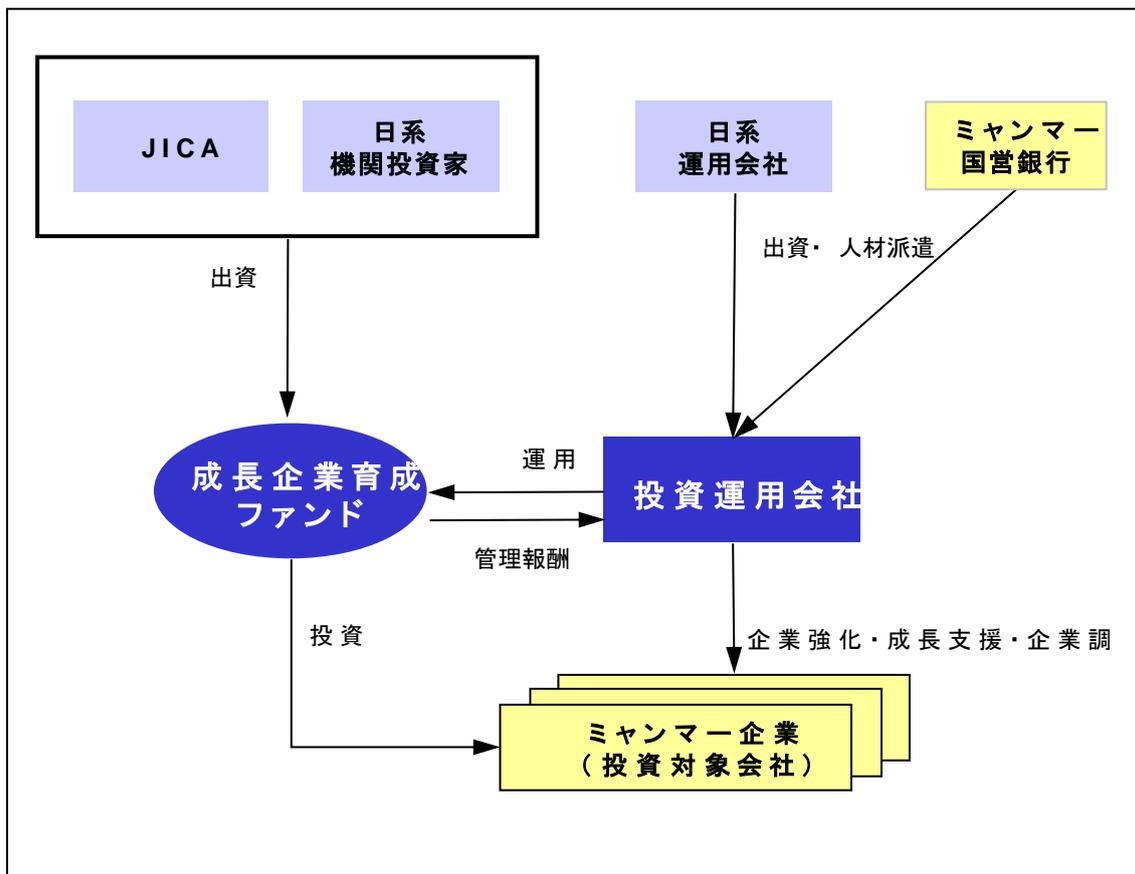


図 6 成長企業育成ファンドと JICA 海外投融資の連携 (イメージ)

(b) 円借款

円借款は、電力・ガス、運輸、通信などの経済社会基盤の整備が不十分な開発途上国に対し、「低利で長期の緩やかな条件で開発資金を貸し付けることにより開発途上国の発展への取組みを支援」する事業である。特に、円借款の一類型である「プロジェクト型借款」のうち「開発金融借款」（ツー・ステップ・ローン）は、「借入国の政策金融制度のもと、開発銀行などの相手国の金融機関を通じて、中小規模の製造業や農業などの特定部門の進行や貧困層の生活基盤整備といった一定の政策実施のために必要な資金を供給」するものであり、「民間の多数の最終受益者に資金を供与できるとともに、金融機関を経由することによって、その金融機関の能力強化や金融セクター開発を支援」する効果が期待できるしくみである。

ミャンマーにおいては、直接金融機能（資本市場）が未発達であることに加え、銀行融資等による間接金融機能も十分に発達していない。現在、ミャンマー国内には中央銀行傘下にある国営銀行 4 行および民間銀行 19 行が存在するが、これら銀行が行う融資業務は、原則土地を担保とする融資であり、企業の経営者等の個人名義で融資を受けることが多いため、融資に伴う審査、与信管理等のノウハウが十分に蓄積されていないものと考えられる。本件ファンドによる成長企業支援は資本市場育成の一環として実施するものであるが、市場経済化に不可欠な金融資本市場を整備する観点から、間接金融機能の強化に向けた取組みも同時に進めていく必要がある。このためには、ツー・ステップ・ローンを活用し、ミャンマーの国内金融機関を通じて民間部門に資金を供給する仕組みを設けることが有効だと考えられる。2012 年 11 月 19 日の日・ミャンマー首脳会談において、野田首相（当時）より、火力発電所の緊急改修、地方開発・貧困削減およびティラワ開発の 3 事業を念頭に、おおむね 500 億円規模の新規円借款による支援を検討している旨が表明されたが、これらに加え、成長性がある企業に対し経営改革、競争力強化、設備投資等に不可欠な資金を供給していくことで、市場経済のプレーヤーとなりうる多様な企業の育成につなげることが可能である。また、同時にツー・ステップ・ローンにより、融資を実施する金融機関の能力強化、金融セクターの開発等を支援することも可能である。これにより、上述したように、融資に伴う審査、与信管理等のノウハウが不十分であるなど、融資機能が発展途上にあるミャンマーの銀行に対する、ツー・ステップ・ローンの実施を通じた能力強化および人材育成が期待できる。特に、ミャンマーにおいて現在行われている不動産担保による個人名義での融資ではなく、当該企業の資産状況、事業の収益性等の評価を裏付けとし、企業を対象とした融資として実施されることが望ましく、これを実現させるための支援を組み込んでいくことが期待される。

i) 成長企業育成ファンドとの連携

ミャンマーに対するツー・ステップ・ローンの活用は、本件ファンドとの連携によって一層の効果が期待できる。本件ファンドは、ミャンマー国営銀行との合弁による投資運用会社の設立を検討しており、同銀行をツー・ステップ・ローン参

加金融機関の主要な一つとして位置付け、本件ファンドの投資対象企業に対し資金を貸し付けることを可能とする。これにより、ファンドの投資対象企業にとっては、出資の受け入れに加え同銀行を通じた借入金という資金調達の実選択肢が提供される一方、経営権に対するファンドの影響が過度に増大することなく、安定した経営が可能となるというメリットがある。ファンドにとっても、ファンドの出資比率を過度に上昇させることなく追加的な資金供給が可能となる。なお、本件ファンドの投資対象企業が上記融資を受ける場合には、出資者の立場から、当該企業について自己資本と借入金の比率が適切であるか否かをチェックすることが必要であると考えられる。

ii) 実施体制

本件ファンドの投資対象企業に対する貸出審査については、本件ファンドが投資先企業を選定するプロセスで実施するデュー・ディリジェンスの結果が有効な材料となることから、投資運用会社から必要な情報をミャンマー国営銀行に提供し、審査の円滑な実施を図る²⁶。投資対象企業の経営情報を投資運用会社から同銀行に提供することについては、事前に適切な形で当該企業の同意を得ることとする。

²⁶ デュー・ディリジェンスの情報を提供することにより審査の効率化を図る一方、同銀行の能力強化を体系的に進めていくことが不可欠である。このための方策として、次項において JICA 技術協力の活用を検討する。

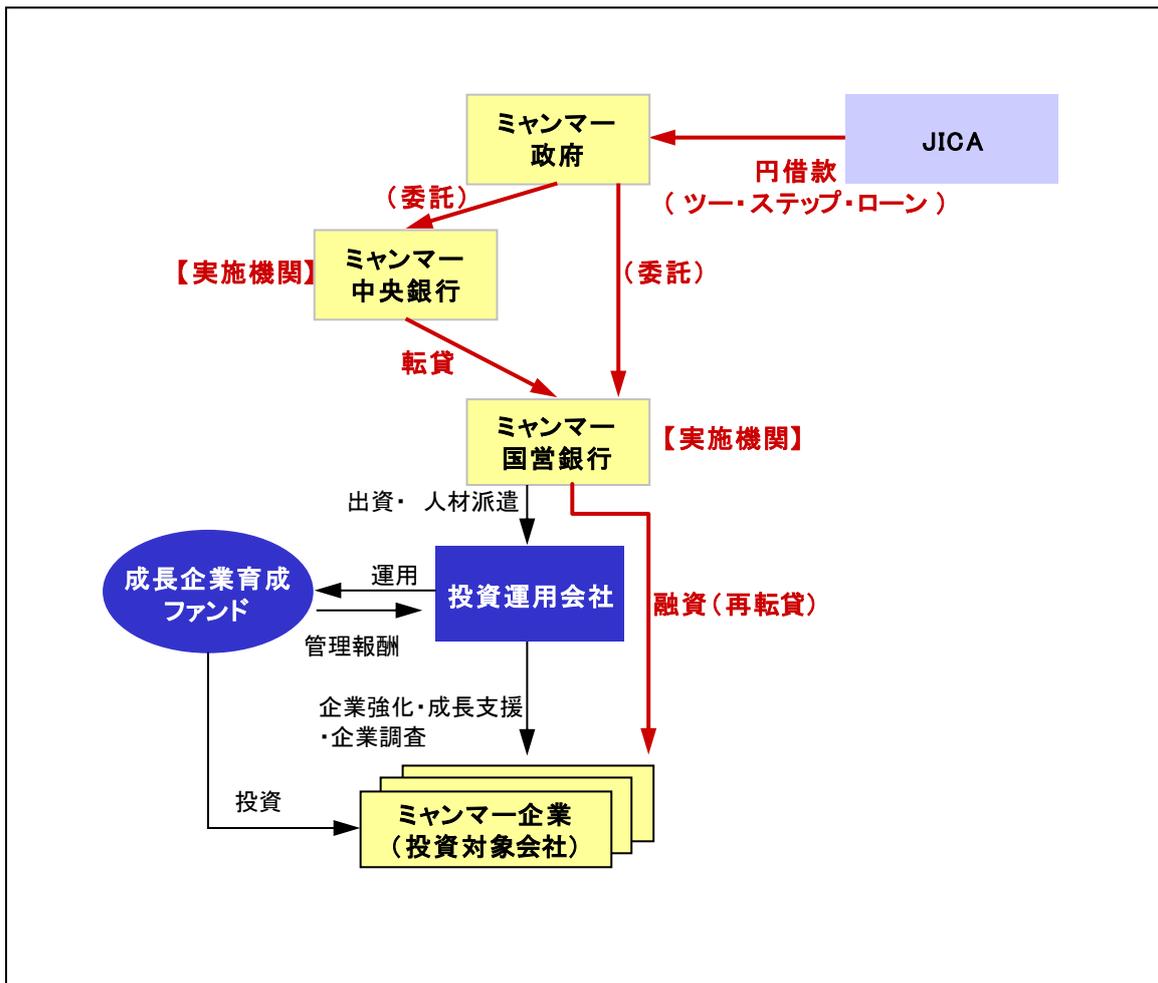


図 7 成長企業育成ファンドとツー・ステップ・ローンの連携 (イメージ)

- 通貨、金利および融資期間

JICA からミャンマー政府に対する貸付は、原則円建てになると考えられる。

これまでに実施された円借款案件を参照すると、ツー・ステップ・ローンを参加金融機関に対して貸し出す（転貸）際の金利は、中央銀行金利、政府債金利、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）等に準じて設定されていることが多い。実際に融資を実行する金融機関は、転貸金利にマージンや貸出先の信用リスクなどを考慮したスプレッドを加えて設定することとなる。

企業への融資期間は、長期かつ安定的な資金供給としての位置付け、および、ミャンマーにおける銀行融資は多くが1年未満の短期であることから、少なくとも1年以上の期間を設定することが必要であり、設備投資を目的とする資金調達の場合は5年から10年程度の融資期間とする等、柔軟性を持たせることが望ましい。

- 実施スケジュール

成長企業育成ファンドの設立は、2013年夏ごろを予定しており、ファンドによる投資は設立から3～4年間にわたって順次実行する予定である。投資は設立直後より実施されるため、可及的速やか（ファンド設立より6ヶ月以内）に調印等の必要な手続きを完了し、融資枠が確保されることが望ましい。

- iii) その他検討を要する事項

ツー・ステップ・ローンの実施にあたっては、前項の海外投融資と同様に、「環境社会配慮確認のための国際協力銀行ガイドライン」（2002年4月1日付）に則った確認も必要であると考えられる。

また、JICAが成長企業育成ファンドへの出資とともにツー・ステップ・ローンを供与することにより、間接的ながら同一の企業に対して株主と債権者の両方の立場をとることとなり、株主と債権者の利益相反が発生しうる状況となる。この点については、海外投融資の見直し過程において指摘が行われたものの、これまでに特段の問題が発生していないことから、具体的な改善は求められていない²⁷。また、そもそも、JICAによる支援の目的に鑑みれば、利益相反による問題が発生するリスクは極めて低いと考えられる。しかしながら、支援の透明性確保および説明責任の観点では、利益相反問題が発生しない体制を確保し、その旨を文書化する等の対応をとることが望ましいと考えられる。

(2) 技術協力

一般に、企業投資ファンドの運用会社は、投資先企業に対して経営計画、業務改善計画、経営陣の人選、グループ組織の再編、資金調達等に対する助言、取引候補先の紹介等の支援を提供する。本件成長企業育成ファンドにおいても、投資運用会社は、投資先ミャンマー企業に対し、モニタリングを通じた助言、指導等の実施を想定している。しかし、市場経済化の途上にあるミャンマーにおいては、運用会社による支援のみでは投資先ミャンマー企業の経営改善が十分図れない可能性がある。たとえば、投資候補先に対するデュー・ディリジェンスの過程で候補先企業に多くの課題が発見される可能性がある。こうした課題は原則として当該企業の自助努力により投資後に改善を図っていくべきものである。しかし、ミャンマーの場合、そもそもミャンマー国内に市場経済下の企業に求められる知識、能力等が著しく不足しており、より基礎的な段階での教育を必要とするとともに、専門家による実地指導、支援等も必要である。そこで、運用会社による支援に加え、JICA技術協力を活用し、投資対象企業の育成に向けた経営改善指導の実施または経営改善指導が可能な人材の育成等を図ること

²⁷ 「海外投融資評価 パッケージ1・2」、JICA、平成22年10月

を検討する²⁸。成長企業育成ファンドの投資先を事前に確定することは不可能であるため、専門家派遣、研修員受入、機材供与等、JICA が有する多様なスキームをあらかじめ特定することは困難である。そこで、これらを最適な形で組み合わせて実施する「技術協力プロジェクト」の活用を検討する。

ミャンマーに対する日本の経済協力は、2003 年以降は基本的に停止され、技術協力については人道分野（保健、医療、教育、農業、麻薬対策等）に限定して実施されていた。しかし、近年のミャンマーにおける新政権の樹立と改革の進展を受けて支援の拡大が検討され、2012 年 11 月 19 日の日・ミャンマー首脳会談（前出）の重点的な支援分野のひとつとして産業人材育成・法制度整備が取り上げられている。従って、成長企業育成ファンドと連携して技術協力を実施することは、日本政府の方針に合致するものとして位置づけることができる。

JICA 技術協力の活用にあたっては、成長企業育成ファンドの活動との効果的な連携を図るため、まず、今回の調査によって得た情報をもとに、投資対象候補企業が支援を必要とする項目を網羅したメニュー（経営改善メニュー（仮））を策定し、メニュー全体を運用会社が担当すべき項目と、外部の技術指導を通じて改善すべき項目とに分類する。後者のリストに基づき、専門家派遣、研修員受け入れ等、具体的内容を設計する。

外部の技術指導が必要な項目に関しては、後述する「支援センター」および JICA により市場経済体制の構築支援を目的として創設される予定の「日本センター」を活用する。

i) 設計（案）

● 技術協力プロジェクトの目的および対象

①成長企業育成ファンドの投資対象企業において、株式市場への上場に向けて必要な経営改善のための各種指導並びにこれら企業の人材育成、および、②ミャンマー国営銀行において、企業の経営診断および経営改善指導のための人材育成を目的とする。

● 実施体制

JICA は、ミャンマー政府の要請に基づいて、本件ファンドの投資企業を支援対象とする技術協力プロジェクトを計画、実施する。

技術協力プロジェクトの実施にあたっては、カウンターパートとなるミャンマー側実施機関が必要となるため、ミャンマー国営銀行が「成長企業支援センター」

²⁸ 前項で述べたツー・ステップ・ローンの活用においては、ミャンマーの国内銀行から国内企業に融資することとしているが、現在、国内銀行には審査業務のノウハウが不足しており、融資先の経営内容、事業計画の妥当性等の評価に基づいて融資を実行することは困難であると考えられる。ツー・ステップ・ローンの実施においても、同様に技術協力を活用し、国内銀行の能力強化を図ることが有効であると考えられる。

(以下「支援センター」という。)を同行内に設置し、運用会社はこれと連携することとする。

支援センターは、投資運用会社から提供される「経営改善メニュー(仮)」に基づいて具体的プログラムを策定、実施する。JICA は、支援センターに技術指導員を派遣し、実地指導を通じた支援センタースタッフの人材育成にあたる。また、「経営改善メニュー (仮)」のうち、事業計画、ガバナンス、会計などの分野において指導の中心が座学となるものについては、汎用性が高いものとなる可能性が高く、投資対象企業単独ではなく他の企業経営者等とともに受講が可能となるであろう。このようなプログラムは、日本センターの指導プログラムと協力・協同することでより充実度の高いプログラムが設定できる可能性が高い。よって運用会社は同センターと共同でビジネス研修プログラムを企画・立案・実施するなど、同センターとの連携を図ることを目指すものとする。

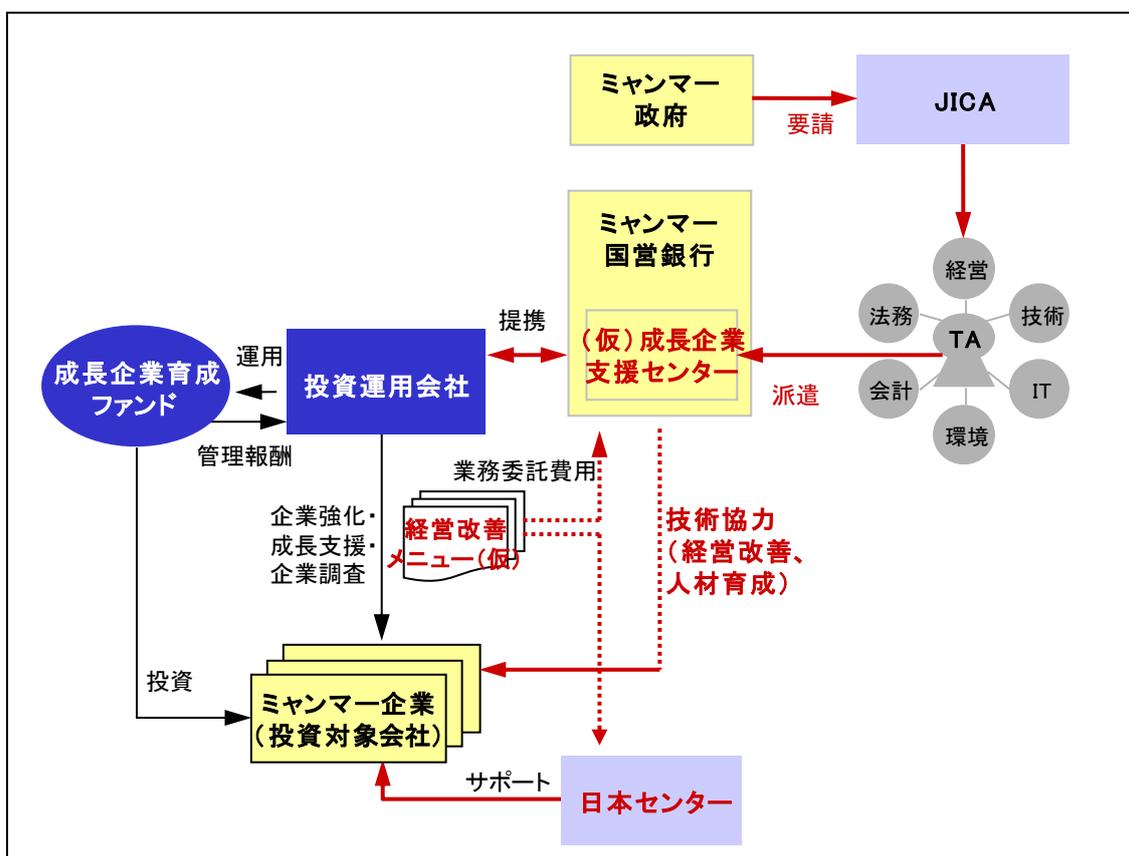


図 8 成長企業育成ファンドと JICA 技術協力の連携 (イメージ)

- 実施内容

技術協力プロジェクトの内容は、支援センタースタッフの技術指導を通じて実施される。

具体的には、経営、法律、会計、技術、環境、I T等の専門家が、支援センタースタッフの指導・教育にあたりると共に個々の企業を実際に訪問し、企業診断、改革案の作成、経営改善指導を実施することにより、スタッフの能力向上を図る。

また必要に応じて、ミャンマー国営銀行の実務レベル、中堅幹部等から選定した人材を対象とし、企業経営に必要な経営、法律、会計等各分野の能力向上を目的として、日本から派遣した専門家による研修を中心に、必要に応じて日本における研修、日本センターのコースへの参加等を組み合わせて実施する。ミャンマー国営銀行については、融資業務に密接に関連する経営診断を実施し、経営改善のアドバイスを提供可能な人材を育成する観点で、企業向けの内容に加え、よりレベルの高い能力を獲得するプログラムが必要となる。