

論 説

ブルガリアにおける国有企業の民営化と
その法的問題点

ストイチェヴァ ビストラ

はじめに

1 民営化の概念

- 1.1 民営化の多義性
- 1.2 民営化と私有化・・・所有の変更・移転
- 1.3 民営化と会社化
- 1.4 民営化と自由化（規制緩和）
- 1.5 ブルガリアにおける民営化の概念

まとめ

2 ブルガリアにおける国有企業等の民営化政策

- 2.1 民営化法成立前
- 2.2 民営化法成立後

まとめ

3 ブルガリアにおける国有企業等の完全な民営化（私有化）への参加・・・株式はだれに売却されるのか

- 3.1 民営化法による民営化の手続
- 3.2 従業員の参加
 - 3.2.1 株式・持分の購入条件の優遇措置
 - 3.2.2 大衆民営化との併用（無償株式の取得）
 - 3.2.3 従業員により設立された法人による株式・持分の取得

- 3.2.4 会社化されていない国有企業等の場合の特則

- 3.2.5 一定規模未満の製造企業・商事企業の場合の特例

- 3.2.6 債権者としての参加

- 3.2.7 実務上の統計データ

- 3.3 企業の賃借人等の参加

- 3.4 旧所有者の参加

- 3.5 債権者の参加

- 3.6 投資証書による参加（大衆民営化）

- 3.7 外国人の参加

- 3.8 一定の法人の参加の原則的禁止

4 ブルガリアにおける国有企業等の民営化と国家との関係

- 4.1 民営化の方法の選択

- 4.2 国家の支配権の留保

5 譲受人の確保

- 5.1 経営の経験者への企業の譲渡

- 5.1.1 既存商事会社

- 5.1.2 当該企業の経営者等

- 5.2 大衆民営化

6 証券市場における国有企業等の株式の大量売却

まとめ

むすびに

はじめに

国有企業等の公企業の私企業化を意味する「プライバタイゼーション (privatization)」は、1979年頃にイギリスから始まり、その後ヨーロッパの各国に波及し、1980年代には世界的な現象になった。日本でも1980年代後半から全体的な規制緩和の動きの中で、いくつかの国有企業の「民営化」が実施された。一方、国有企業等が企業形態のほぼ全体を占める社会主義諸国でも、1990年を前後していわゆる政治経済改革が実施された結果、国有企業や市有企業（以下、国有企業等という）の民営化は計画経済から市場経済への移行を示す中心的な施策と位置づけられるところとなった。

世界各国における民営化は、その政策目標や対象企業の範囲、さらには民営化の方法など、必ずしも一様ではない。それは国家が保有する企業または営業用財産が民間セクターにより経営・運営され、または場合によっては所有されるようになる点では共通するが、例えば所有形態の変更の一事を見ても、その方法などは国によって大いに異なっている。

本稿では、ブルガリアにおける国有企業の民営化を取り上げる。近時、日本のマスコミでも紹介されるように、旧社会主義東欧諸国の中で現在のブルガリアが置かれている経済状況は必ずしも良好とはいえない。しかしながら、ブルガリアの政治経済改革は徐々にではあるが着実に前進している。商法典をはじめとする立法も整備され、国有企業や市有企業の民営化も進行中である。そのようなブルガリアにおける国有企業等の民営化の手続を中心に、その特徴と法的問題点を検討することにしたい。

1 民営化の概念

1.1 民営化の多義性

「プライバタイゼーション (privatization)」⁽¹⁾は、一般に「民営化」と翻訳されているが、ラテン語の“privatus”由来する比較的新しい言葉である。現在では広範に使用されているが、その意味するところは実に多様である。

一般には、企業の国家所有が私的所有に移ること、すなわち、所有形態の変更を「民営化」と言っている。しかし、企業財産の国家所有が企業所有に移転すること、すなわち、国有企業の企業形態が「会社化」されることを「民営化」と呼ぶ場合もある⁽²⁾。さらに、「民営化」の用語を国有企業による独占的な領域への競争政策の導入、すなわち「自由化」と結び付けて用いる場合もある⁽³⁾。

これらをすべて「民営化」と呼ぶのは、議論を混乱させるだけであろう。そこで、本稿では、所有形態の変更まで至った民営化を「私有化」、国有企業の会社化にとどまる民営化を「会社化」、そして国有・公有企業体制に単に市場経済的競争を導入したにすぎない民営化を「自由化」と呼

(1) Privatizationという言葉はブルガリアでも Приватизация (ブリヴァティザツィヤ) という外来語として用いられている。文字通りには、それは私有化または民有化という意味を持っているが、本稿で日本語の「民営化」の言葉を使用している。民営化という言葉は、漢字を分析してみれば、民間で事業の営むことを意味しており、経営形態の問題であるとの誤解を招く恐れがあるが、一般的に使われているので、これを選択した。実際には、ブルガリアでの Privatization は私有化に近い。

(2) Tadjer, Vitali, Privatizatsiya- prevrushtane na durjavna i obshtinska sobstvenost v tchastna (Privatization - transformation of state and municipal ownership in private one), at 7, Sofia, 1992.

(3) 中村太和・現代イギリス公企業論（国有化と民営化の対抗）157ページ（東京白桃書房、1991）；Curwen, Peter J., Public Enterprise, A Modern Approach, at 258, Harvester Press, 1986.

んで、可能な限り区別して用いようと思う。そこで、以下においてまず、それぞれの語の内容について若干の検討を加えておくことにしたい。

1.2 民営化と私有化・・・所有の変更・移転

前述したように、一般の用語法に従えば、「民営化」とは国有企業等の公企業の私企業化、すなわち「私有化」を意味する。ブルガリアにおいても、「民営化」の語は現在一般にはこの「私有化」を意味するものとして用いられている。この民営化は企業の所有関係の変更を伴うものであり、そのため「所有の民営化」とも呼ばれている。所有の民営化には、全体的な移転と部分的な移転とがある。

ここに全体的な移転とは、国有企業等における国家や地方自治体（以下、国家等という）の所有関係を完全に放棄・否定し、その所有はすべて私法人や自然人に移ることをいう。例えば、国家等が所有する企業全体が民間に売却されることによりなされる民営化である。

これに対して、部分的な民営化とは、国有企業等における国家等の所有の一部だけが民間に移ることをいう。譲受人が内国の私法人や自然人であるときは混合企業であり、外国の私法人や自然人であるときは合弁企業である。

ブルガリアでは、国有企業等の、清算を伴う資産の民間への売却や、社会主義革命前の旧所有者への「所有の返還」(Restitution) も、国有企業等の「私有化」の手段として用いられている。前者においては、国有企業等の清算手続の一環としてその資産が民間に売却され、民間がその資産を用いて企業活動を行うことになる。また後者においては、国有化された財産それ自体またはその価額に相当する当該国有企業等の株式や持分（この場合には、後述する「会社化」がなされていることが前提となる）が旧所有者に「返還」されることになる。このような方法も「所有の民営化」の一つである⁽⁴⁾。

(4) Tadjer, *supra* note 2, at 8 and 53; Popov, Todor, *Privatizatsiyata - ot zakona kum praktikata* (Privatization - from the law to the practice), at 55, Sofia, 1993.

1.3 民営化と会社化

国有企業等の株式会社化または有限会社化は、それにとどまる限りは、国有企業等の経営の民営化の意味しか持たない。たしかに当該国有企業等も商法典上の株式会社や有限会社になることで、例えば独立の経営機関を持ち、その経営者がその責任において経営を行う義務を負い、また合理的な企業会計が実行される等の効果が当然のこととして期待できるであろう。しかし、その株式・持分を民間に放出しない限りは、それは国家または地方自治体の一人会社であり、国家等が株主または社員として会社の経営者に対する支配力を行使することは十分に可能である。これは完全な「民営化」ではない。とはいえ、細分化された割合的単位の形をとる株式または持分が民間に放出されることにより、部分的あるいは全面的な「私有化」が実現することも明らかであり、国有企業等の株式会社・有限会社化はそのような所有の民営化を容易にするための準備段階と見ることもできるであろう。

ブルガリアでは、国有企業等が商法（会社法）上の株式会社や有限会社に形態を変更する場合には、国有企業等の解散と国家等を唯一の株主または社員とする一人株式会社または一人有限会社の成立とが生じるものとされている（ブルガリア商法61条参照）。この一人会社の株主または社員はもとより国家等であるが、ブルガリアでは、国家の有していた財産の所有は会社に譲渡される（民営化法17a条参照）ことから、会社化は経営形態の民営化だけではなく、ある意味では所有形態の民営化であるともいえよう。現実には、会社化の後にその株式・持分の放出による私有化が行われていることからすると、前述したように、会社化は所有の民営化の準備段階として重要な意義を持っているといえる。

1.4 民営化と自由化（規制緩和）

多様な民営化手段には、規制緩和、競争の導入、私的資本の参入という

所有転換をとまなわない政策が含まれている。その結果、特別な法律により定められた企業の独占的な地位またはその他の制限が撤廃され、国有企業に対する国家からの規制が排除され、または削減される。したがって、民営化は自由化という側面をも持っている。国有企業も市場主義的経済下での競争の中におかれる結果、例えば経営の効率性なども考慮せざるをえなくなり、そうなれば国有企業形態の矛盾または限界も明らかになってくる。いずれは企業の会社化から私有化に至らざるをえないという事態も十分に予想されるところである。現に、ブルガリアでは、国有の経済結合体の解体や国有企業等の会社化、また商法典をはじめとする新たな法律の制定や物価の自由化などの政策によって企業の独占的地位の撤廃、国家からの規制の削減、市場原理の導入の試みが実行されていたが、現在では「私有化」にまで至っていることは改めて述べるまでもない。

1.5 ブルガリアにおける民営化の概念

既に述べたように、現在のブルガリアでは、「民営化」の概念は基本的に「私有化」と結び付けて理解されている。しかし、法律上の用語としての「民営化」については、もう少し厳密な定義を必要とする。

ブルガリアにおける法的現象としてみた民営化（私有化）の特徴を、ソフィア大学のタジェル教授は次の6点にまとめている。第1に、その方法や手続等が「民営化法（Закон за приватизацията）」、正式には「国有企業および市有企業の形態変更および民営化に関する法律（Закон за преобразуване и приватизация на държавни и общински предприятия）」において定められていること、第2に、その民営化が国家主導で、まさに国策として行われていること、第3に、その目的が様々な方法の利用による国家・地方自治体の所有譲渡と私的所有の形成にあること、第4に、譲渡対象が営業用財産（株式・持分の形になっている場合も含まれる）に限られること、第5に、その営業用財産が必ず国家または地方自治体の所有であること、第6に、民営化である以上当然であるが、国家機関等の公的機関が譲受人になってはな

らないこと、である⁽⁵⁾。このような法的現象としてみた「民営化」とは、明らかに所有の民営化を意味している。ブルガリアでは、一般に、そのような所有の移転の方法を総称するものとして「民営化取引（Приватизационна сделка）」の語があげられている。

一方、タジェル教授の分類の第一にも述べられている「民営化法」においては、「民営化」の語が定義されている。ブルガリアにおける成文法上の「民営化」、すなわち狭義の民営化の概念の定義は、これによるのである。同法によれば、国有企業および市有企業⁽⁶⁾の「民営化（Приватизация）」とは自然人または法人に対して次のものが移転することをいうものとされる（同法1条3項）。第1に、国家および地方自治体が保有する持分および株式（第1号）、第2に、企業全体の所有、分離されたその一部の所有、清算された企業の営業用財産の所有または未完成の建設施設の所有（第2号）、第3に、国有企業または市有企業の資産に組み込まれてはいないが事業活動のために用いられている国有または市有の資産であって、かつ、住居に使用されていないもの（具体的例示として、店舗、スタジオ、倉庫、修理工場、作業所など。第3号）の3種⁽⁷⁾のものが明示されている。換言すれば、国有企業等の「私有化」の方法としては、会社化は絶対的な前提条件ではなく、直接に財産の譲渡がなされることもあるということである。したがって、ブルガリア法制度上は、「会社化」と「民営

(5) Tadjer, *supra* note 2, at 5 and 6.

(6) 市有企業とは地方自治体の財産で設立された企業を意味する。ブルガリアでは1927年3月6日から1951年まで地方自治体企業に関する法律があったが、1951年に廃止された。1990年の憲法改正で地方自治体の所有権が認められ、所有法も改正された結果、再び地方自治体企業の設立が可能になった。本稿ではこれを市有企業という。

(7) ブルガリアの民営化法1条3項2号および3号に記載されている財産の民営化について必要に応じて触れるが、本稿では、国有企業の場合とほとんど変わらないことから、具体的には述べないこととする。そして、市有企業の民営化も検討の対象としない。また、当事者の一方が国有企業である限り、合併企業の設立が民営化の一種の形態とみなされるが、この形態は民営化法の対象ではないので、これも本稿では触れないこととする。

化」とを区別することには意義がある。ただ、繰り返し述べるように、会社化しておけば持分・株式の譲渡という形で移転が容易になると考えられ、会社化政策がそのような民営化（私有化）を究極の目的として導入されたとも考えられるのである。

ところで、この民営化法では、「民営化」と国有企業の「形態変更」⁽⁸⁾とが明確に区別されている。この法律で「形態変更（Преобразуване）」⁽⁸⁾とは、国有企業の会社化を意味する概念であり、具体的には同法第1条第2項において、国家から企業に与えられた財産を商法の規定に従って持分または株式に分割することと定義されている（ブルガリアでは、確定資本制度が採られている）。すなわち、民営化法では、国有企業がそのまま株式会社や有限会社になる民営化（会社化）は「形態変更」と呼ばれ（この段階では国家による一人会社になる）、これに対して、国有企業等の株式・持分の民間への放出による所有の変更を伴う民営化（私有化）が狭義の民営化と呼ばれているのである。もっとも、「形態変更」の概念の導入も、社会主義的国家所有から国家による私的所有への変更という意味で所有の変更と呼べないが、当該企業の「所有」者が依然として国家だけである点では実質的には変わりがなく、所有関係の実質的変更は、国家や地方自治体がその保有する株式・持分を民間に移転させてはじめて生じるものである。

ま と め

ブルガリアの例からも明らかなように、自由化政策は会社化や私有化よりも先行することが可能であり、より抜本的な民営化を引き起こす契機と

(8) 本稿では国有企業の Transformation には「組織変更」ではなくて、「企業形態の変更」の語を使用している。組織変更とは、会社が総会決議をもってその法律上の組織を変えて他の種類の会社になることをいう。すなわち、これは商事会社間で行われるものである。これに対して、会社化（株式会社化または有限会社化）の場合には、その法的主体（国有企業）はそれにより初めて商事会社の形態をとるので、通常の組織変更とは違う。そのため、企業形態の変更の語を使用することとした。

もなりうるものである。これに対して、会社化政策は、経営の民営化（合理化・効率化）をもたらすことが期待されて実行されるものであり、他方、私有化政策を容易にする準備段階とも位置づけられるのである。

この自由化・会社化・私有化の3つの政策は、国家・地方自治体にとって民営化の対象となる企業の重要性の度合や、その規模などによって、いずれが、またどのように選択されるかが決められる。たとえば、国家等の支配を維持したいとの要請が強力であれば、私有化に至らない民営化の方法が模索されるであろう。また中小規模の国有企業等であれば、会社化と私有化を同時に行うことが可能であるが、大規模の国有企業等のときは放出する株式・持分の量も多くなることから、会社化と私有化の間には時間的な間隙（インターバル）が必要となるであろう。このことは、日本における日本電信電話公社から日本電信電話株式会社（NTT）への民営化や日本国有鉄道から各旅客株式会社への民営化の場合の会社化と私有化のインターバルを想起すれば、容易に理解できることであろう。

ブルガリアでは、民営化の対象となる企業の数の多さ⁽⁹⁾が特に問題とな

- (9) 1992年末に経済部門の国有企業の総数が3500社である。Information Bulletin, Privatization Agency, 1994, N. 1, at 2. 具体的に、1993年4月までのデータによると、315の国家企業一人株式会社、2151の国家企業一人有限会社、687の形態変更されていない国有企業、294その他の企業において7つの主要な省と委員会が国家の所有を管理している。

省庁	合計	1	2	3	その他
1) 工業省	2059	217	1132	445	265
2) 貿易省	422	71	281	64	6
3) 建設・地方開発省	419	14	330	75	-
4) 郵政委員会	14	9	1	3	1
5) 地質・資源委員会	9	2	7	-	-
6) 農業省	477	2	378	95	2
7) 農林委員会	47	-	22	5	20

1は国家企業一人株式会社、2は国家企業一人有限会社、3は会社に形態変更されていない国有企業を意味する。Vucheva, Hristina, Kak durjavata sobstvenik ste upravnyava pravata si (How the State as owner will exercise its rights), Ikonomicheski jivot (Economic life) Newspaper, N. 8/23 Febr. 1994.

る。ほとんどが国有企業等であるという社会主義国家であったことから当然のことであるが、その中にあって、いわゆる「形態変更」は比較的容易に実行されたのに対して、所有形態の変更としての「民営化」（私有化）はその受け皿の問題などあって、その完全な実行には当初から問題が予想されており、現実的にもその実施に困難がともなっている。それを実行するための法的な工夫が模索され実行されているのが現状である。

2 ブルガリアにおける国有企業等の民営化政策

2.1 民営化法成立前

ブルガリアでは、1944年に社会主義革命が行われた。企業の国有化は1947年に製造業と鉱業から始まった。そして、当時施行されていた1897年の商法と1924年の有限会社法とは、1951年1月1日の債務契約法の施行と1951年11月28日の国民議会幹部会の法令とにより廃止され、その結果、ブルガリアでは自然人が自らが営業主となって商事活動を行うことが法的に禁止されるところとなった。そのとき以後、経済活動の主な役割を果たすこととなったのは、様々な形態の社会主義的組織体であった。具体的には、国有企業、国有の経済結合体、国有の経済コンビナート、国有の経済コンプレックスなどである。もっとも、その当時においても、1961年に保険会社として Bulstrad 株式会社が、また1964年に銀行としてブルガリア貿易銀行株式会社が、政府による定款の認可を受けて設立され、営業活動を行っていたことから明らかなように、株式会社形態が例外的にせよ認められていた。さらには1980年に国家評議会の法令第535号により、ブルガリアの内国法人（国有企業など）と外国の法人または個人との間の産業協力契約と共同事業・合併企業の設立契約の締結が認められ、経済協力という形で純粋な国有企業だけでない企業形態が存在していた⁽¹⁰⁾。これらの事実、ブルガリアの国有企業等の民営化の歴史を見る際に注目されてよ

いものである。

ブルガリアの国有企業等の本格的な「民主化」は、1979年以降のことである。それはまず社会主義的所有の枠内での、個々の経済組織体の位置づけの変化から始まった。すなわち、1979年の政令第36号により、個々の社会主義的経済組織体は経済結合体の枠内で独立の内部会計を行っている単一体であると位置づけられ、さらに1982年の「経済機構に関する法則」により、それらが完全な独立の会計主体であると認知されたのである。また1986年には、「国家所有」が労働共同体（従業員組織）に付与される宣言書が公布され、1986年の労働法典においては、労働共同体が社会主義的所有の管理者として認められ、労働共同体総会が当該企業の運営機関であるとされた。そして、1987年の「経済活動に関する規則」により、企業の自治（自主管理）が承認され、国有企業等はその従業員らによる自主管理の組織体となったのである。もっとも、そのように企業の独立性や自治が承認されるに至った一方で、依然として当該企業の利益の80%以上は国家予算に組み入れられ、決議、決定、設備投資についても国家の承認を要するなど、その独立性・自主性には限界があり、他の企業間の取引（当時のブルガリアにおける商取引のほとんどすべて）も国家からの要請に従って締結しなければならないとされたように、それは国家所有・社会主義的所有の枠の中での「民主化」にとどまっていた⁽¹¹⁾。

その意味では、1989年1月9日に発せられた「経済活動に関する国家評議会法令第56号」（以下では、法令第56号という）は、旧商法の廃止以後はじめて「商企業（Фирма）」と呼ばれる商事会社（のような組織形態）を創出した点で、画期的な意義を持つものであった。この法令に基づいて、国家商企業、市商企業、協同組合商企業らの様々な「商企業」が創設され、これに加えて、株式商企業、有限責任商企業、無限責任商企業、自然人によ

(10) Tadjer, Vitali, Kapitalovi turgovski drujestva (Capital Corporations), at 24, Sofia, 1994.

(11) Aktsionernata sobstvenost v prehodnata ikonomika (Shareholding in the economy on transition), at 122, BAN, Sofia, 1994.

る共同商企業と協同経営商企業（パートナーシップ型企業）のような会社組織の設立が認められ、さらには個人企業の登記も認められた。この法令により、まさに国有企業等の会社化が実施され、それとともに個人による商事活動が承認されたのである。

国有企業等の会社化の方法として、この法令は国有企業等による株式商企業（株式会社のようなもの）の設立・創設を認める一方で、既存の国有企業を国家商企業（会社組織の国有企業）に「形態変更」することを認めた（同法令経過・終末規定§5）。そして、1989年5月の同法令の改正においては、国有企業の「株式商企業」への「形態変更」も許容されることとなり、同時に、労働者が当該株式商企業の記名株式を取得することが認められた⁽¹²⁾。これも依然として社会主義計画経済下における「民営化」（会社化）ではあったが、実質的にみれば、商事企業制度の復活と国有企業の株式会社・有限会社化がここに始まったのである。

1989年11月10日から、ブルガリアでも、社会主義から自由民主主義に移行する本格的な政治経済改革が始まった。しかし、コメコン体制とソビエト連邦が崩壊とは、ブルガリアの経済改革に悪影響を及ぼした。すなわち、外貨を獲得すべき重要な貿易相手国を失ったのである。加えて、湾岸戦争により対イラク債権が回収できなくなり、また対セルビア経済制裁はブルガリアの対外貿易に大きいダメージを与えた。もともと当時のブルガリアは、外貨準備が十分でなかった上に、巨大な対外債務が累積しており、このような偶発事件も加わって国内経済はきわめて困難な状況に陥ってしまった。国民総生産（GDP）は低下する一方で、インフレ率と失業率とは高騰し、国家の財政赤字はますます増えた。国有企業等の民営化は、企業の効率性等の点でますます必要と考えられるに至ったと同時に、皮肉にも、その実行はますます困難になるという矛盾した事態が招来したのである。

(12) Tadjer, *supra* note 10, at 24-25; Gerdjikov, Ognyan, *Komentar na Turgovskiya Zakon* (Comments on the Commercial Act), art. 1-112, at 22, Sofia, 1991.

このような経済状況において、1990年の憲法改正法では、経済活動に対する国家支配に関する規定が削除された。次いで1991年に採択されたブルガリア新憲法では、私的所有権と自由市場経済が宣言された。さらに、本格的な経済改革を実施するために、1991年2月から政府による「ショック療法」的な政策が実行に移された。その第1段階である通貨の安定とインフレ抑制策の後の第2段階の「構造改革」において、国有企業等の民営化が主要な政策目標とされた⁽¹³⁾。

ブルガリアにおける国有企業等の民営化は、先に述べたように、法律に従って実行されるべきものとされた。そこで、政府は民営化のための法律の制定に向けた立案・審議の作業を開始した。国民議会では、民営化の方法等をめぐって激しい議論がたたかわされたようである。しかし、従来の社会主義計画経済の下では実質的には国有企業が経済活動を行ってきたほとんど唯一のものであったことや、マクロ経済的にみて現在もおもに国家等が国有企業、市有企業、国家商企業、市商企業を通じて全ブルガリア企業の固定資本総額の90%以上を所有している⁽¹⁴⁾ことなどが勘案されて、当

(13) 経済改革の第1段階は通貨の安定とインフレの抑制を図るというマクロ政策であり、物価の自由化、為替レート的一本化、高金利政策、超緊縮予算（補助金を大幅に削減された）という4つの柱から成り立つものであった。同時に議会では、会計法、農地法、独占禁止法、商法、外国投資法、中央銀行法などの経済改革関連法が次々に採択された。第2段階の民営化実現を中心とする構造改革のために、議会は、外国投資保護法改正法、不動産所有権返還法、農地所有法、民営化法などを成立させた。このような措置の結果は次の通りである。すなわち、1991年に338.5%に達したインフレは1994年に121.9%、1995年の8カ月の間に17.6%まで抑制され、国有企業に対する国家の補助金は支出の割合として1989年の43%から1994年に2.9%まで削減され、借入金に対して支払われる利子は1994年末の72%から1995年8月末に34%まで低下し、失業率は1993年16.5%から1995年10.9%まで低下した。Current Foreign Investment Climate in Bulgaria, at 4 and 5, Sept. 1995. しかし、1996年5月から経済状況は再び悪化した。インフレ率は1996年末に310.8%に達した。

(14) 経済改革が始まったとき（1989年）には、ほとんど全ての企業が国家の所有であった。1991年から1994年にかけて50万の私営企業が設立された結果、GDPにおける私営企業の割合は6.4%（1991年）から45%（1996年末）に増加した。それにもかかわらず、現在（1996年）、国家が所有する企業の固定資産

面は国有企業等の存在を前提とした制度の整備に重点が置かれ、国有企業等の完全「私有化」の方法等についてはさらに審議が続けられることとなった。

そのような経緯を経て、1991年6月18日に、まず、新たな商法典が公布された。この新商法典は同年の7月1日から施行されている。そこでは、商社会社、協同組合、個人企業と並んで、「公企業」も「商人」の一種とされた（商法第2編は「国家企業および市企業」と題され、また第9章は「公企業商人」と題されている）。また新商法典は、国家企業や市企業が一人会社たりうることを認めた（商法61条）。もっとも、そのような市企業一人会社の設立または「形態変更」は地方自治体議会の決議で行われるという定めがある（商法62条2項）のに対して、国家企業一人会社の設立または「形態変更」の方法に関する具体的な定めは商法典には規定されず、他の法律に委ねられた（商法62条1項）。そのような立法委任を受けて、1991年に「国家財産による一人会社の創立に関する法律」⁽¹⁵⁾と「国家財産による一人会社の創立に関する政令第176号」⁽¹⁶⁾とが制定された。しかしながら、ブルガリアの国有企業等の民営化にとってより重要なものは1992年の「国有企業および市有企業の形態変更および民営化に関する法律」（以下では、民営化法という）⁽¹⁷⁾である。この法律は、前述した「会社化」を意味する「形態変更」だけでなく、「私有化」を意味する「民営化」まで規定するものであり、これによりブルガリアにおける国有企業等の「民営化」の基本的な法的枠組みが形成されたと見ることができる。

の割合は依然として90%もの高い比率を占めている。Current Foreign..., supra note 13, at 5; Information Bulletin, Privatization Agency, 1995, N. 8, at 13; 168 Chasa (168 Hours) Newspaper, 28. 12. 1996-2. 1. 1997, at 29.

- (15) 官報55/91年で公告された。なお、1条と2条は1992年の民営化法で廃止された。
- (16) 官報75/91年で公告され、官報49/92年でその改正が公表された。なお、政令第265号で部分的に廃止された。
- (17) 官報38/92年で公告され、官報51/94年、官報45, 57, 109/95年と官報42, 45, 68, 85/96年でその改正が公表された。

2.2 民営化法成立後

(1) 会社化の側面

1992年に民営化法は一応成立したが、国有企業の一人会社への「形態変更」の具体的な手続や一人会社における国家の権利とその行使方法などについては、そこには規定されず、後に政府により発せられる規則に委ねられることとなった（民営化法17条1項、経過・終末規定§16）。そのような規則の最初のものは、1992年政令第98号「政府が国家財産の下での一人商事会社の総会の権限事項を決定する方法に関する政令」であった⁽¹⁸⁾。その後、1993年には政令第265号「政府が商事会社における国家資本保有者の権利を行使する方法に関する政令」⁽¹⁹⁾も発せられたが、それらはいずれも国有企業の形態変更または商事会社における国家の権利を行使する機関に関する一般的な規定を含んでいた。これを具体化したのが1994年の政令第7号「企業における国家所有権の行使方法に関する規則」である⁽²⁰⁾。名称は権利行使方法に関する規則であるが、ここにおいて初めて国有企業の設立、形態変更、解散に関する具体的な手続が規定されることとなった。この規則にはこれ以外に、そのような行為をなす機関、そのような行為の実施方法、その後の当該企業における国家の権限、国家と経営者との間の「経営契約」、国家と監査者との間の「監査契約」などの規定も含まれている。

ブルガリアの商法典と民営化法とが国家企業等の一人会社（株式会社または有限会社）化である「形態変更」の方法を認めたのは、前述したように、これにより国家企業等の民営化（私有化）が容易に行われると考えた

(18) 官報49/92年で公告され、官報75/92年と官報86/92年でその改正が公表され、政令第265号で廃止された。

(19) 民営化法第17条第1項に基づき1992年12月28日に採択され、官報4/93年で公告され、官報54/93年でその改正が公表され、政令第7号で廃止された。

(20) 民営化法の中での経過・終末規定§16第1項に基づき1994年1月25日に採択され、官報10/94年で公告された。

からであろうが、これとは別に、当該企業における国家等の所有の唯一性を破壊することにもあったと考えてよいと思う。すなわち、国家等の一人会社であるにせよ、会社自身が法人格をもって企業財産の所有者となることによって、たとえその経営者が株式所有者（国家）による選任を受けるにしても、会社の経営にある程度の独立性・自立性が期待できること、が重要であったと考えられるからである。また国家等にとっても、市場経済原則に従った自主経営をなさしめることで経営の合理性・効率性を高め、もって国家収入を向上させるとともに、企業に対する補助金の削減が可能となるなどのメリットが期待できたと思われる。そのような「自由化」の意図が含まれていたと見ても、誤りはなかろう。

(2) 私有化の側面

民営化法は、もとより「所有の民営化」の方法を定めた法律である。そのための法的手続や方法、対象企業を決定したり具体的な民営化を実施する機関などについての規定を多く含んでいる。また、これらに関する数多くの規則も政府から発せられた。

しかしながら、1992年の民営化法は、後述する「大衆民営化 (Масова приватизация)」という一般大衆による投資証券を利用した企業の株式の無償取得の方法を定めていなかったなど、放出される株式・持分の受け皿という点で決定的な欠陥を有していた。前述したように、1989年以来ブルガリアでは民間企業の設立が可能となっていたが、市場民営化に必要な資金の供給不足が原因となって、この方法による民営化の実施は困難に直面していた。この点は、外資による対応も不十分であった。また長年の社会主義的発想に基づいて、労働力で形成されたもの（企業自体も含まれよう）は国民に無償で分配しなければならないとの主張も根強く残っていた。民営化法は、1994年に早くも改正が加えられるところとなった。

1994年の改正民営化法は、第7章として「国有企業および市有企業ならびに分離された当該企業の一部の民営化のための特別な方法」を、そして第8章として「投資証券による民営化」を追加した。後者がいわゆる「大

「大衆民営化」の方法の導入である。政府はこの改正を受けて、1994年に第一次「大衆民営化」の実施に関する政令第165号を発し、民営化対象となる企業の一覧表を明示した。しかしながら、この第一次「大衆民営化」計画は、準備不足と政権の変更という理由から、実施されることなく終わった。

1995年に新たに発足した政府は、「大衆民営化」のための新たなプログラムを作成し、*1063社の国家企業株式会社を含む民営化対象となる企業名の一覧表を公表し、「国民が投資証書による民営化に参加するために証書通帳の発行、記載手続、受取および登録に関する規則」を採択するために政令第170号⁽²¹⁾を発した。同時に国民議会は、「民営化基金に関する法律」⁽²²⁾を採択した。1996年末には、「大衆民営化」の第1回の中央競売が実施され、大量の株式の放出が実現された。

ま と め

国有企業等の私有化という意味での「民営化」は、企業の必要資金の供給者を大衆に求めるものであって、企業リスク（赤字や倒産などを含む）の国民への分散という意味をも持つ。その一方で、企業経営者は大衆に対する経営責任を負うものの、企業心ある経営者にとっては自由にその才能を発揮できる場が提供されることでもある。ブルガリアで採られた政策はこの二つの要請をともに満たそうとするきわめて適切で意欲的な政策であると考えられるが、それらが完全に機能するための前提条件のいくつかを欠いていた。すなわち、彼らの経営責任を明確にチェックするための、ま

(21) 官報76/95年で公告された。

(22) 官報1/96年で広告され、官報68/96年と官報85/96年でその改正が公表された。

* 投資証書による民営化する国家企業株式会社を含む1995年に公表された一覧表は、1996年（官報48）に改正された。すなわち、この一覧表から85の企業が除かれたが、72の企業が新たに記載された。最終的に、第1回の中央競売の際に968社の株式が売却の対象となった。

た投資資金の適切な配分を実現するための、例えば機関投資家の存在や証券市場の形成は、ブルガリアでは十分とはいえない状況にあったからである。また、国家は「民営化」による経営の合理性・効率性の向上による国家収益の増加や労働市場の活性化による失業率の減少などを意図していたとも想像できるが、「民営化」(私有化)の完全実施に必要な投資資金の不足に加えて、ブルガリアの政治や経済的不安定さ、経営者となった者の経営者としての経験不足、国民の所有意識や投資に対する自己責任の意識の欠如・不足などから、当初予定した通りの「民営化」の実現は相当に困難な状況に直面している。その中の資金不足を補うものとして考え出された方法の一つが、「投資証書による民営化」(民営化法43条以下)、すなわち「大衆民営化」である。以下では、国民や当該企業の従業員らとその国有企業等の株式・持分を取得する方法(以下では、「民営化への参加」と呼ぶ)について検討してみたい。

3 ブルガリアにおける国有企業等の完全な民営化(私有化)への参加・・・株式はだれに売却されるのか

3.1 民営化法による民営化の手続

ブルガリアにおける国有企業等の「民営化」に関しては、特別法である「民営化法」が制定されており、これに従って実行されることになっている。同法によれば、国有企業等の完全な民営化である「私有化」のプロセスは、経済発展大臣が作成し、内閣により承認された二つの民営化プログラムに従って実行される(同法2条1項)。一つは年次民営化プログラムであり、もう一つは大衆民営化プログラムである。

年次民営化プログラムは、実施する前年の10月31日までに内閣から国民議会に提案され、予算審議に先立って審議・採択されなければならないものとされている(同条3項)。採択された年次プログラムの実施状況につ

いては、毎年2月末日までに経済発展大臣により作成された報告が内閣から国民議会に提出される（同条4項）。そのような年次プログラムの中で次年度に実施される予定の国有企業の民営化の大枠が定められる仕組みになっている（同条2項）⁽²³⁾。もっとも、この年次プログラムに具体的な対象企業名が明示されていないときは、民営化決定・実施機関がそれを決定し実施できることになっている（同条5項）。一方、投資証書による民営化（大衆民営化）については、これとは別の手続も必要となる。すなわち、大衆民営化を実行しようとするごとに、経済発展大臣が作成し、内閣により承認されたプログラムが国民議会により採択されなければならないと規定されているのである（同条1項9項）。

年次プログラム確定後の民営化手続の概略を述べれば、次のようになる。すなわち、①年次プログラムにおいて企業名が明示されている国有企業や法定の民営化提案者（同法4条1項）から民営化決定機関に対して具体的な民営化の提案がなされた国有企業について、その民営化の実施にあたって、該当する民営化決定機関によりその旨の決議がなされる（同法3条）。後者の民営化の提案による場合には、法定の民営化決定機関により1ヵ月間の審査が行われることになっている（同法4条2項）。通常、民営化決議では民営化の対象とする国有企業名や、その所有移転の方法（売買、賃貸借、経営委任等）や、売却実施の方法（競売、入札等）などが定められる。次いで、②その売却の開始価格を決定するために、当該企業の財

(23) 年次民営化プログラムは次に掲げるものを含む。①民営化の対象とする国有企業の最低数を含む当該年度の最低民営化目標、優先的な目的および当該年度に民営化決定機関が必ず民営化決議をしなければならない企業の一覧表、②民営化からの予測収入額および民営化法に適合するその収入の利用方法、③民営化実施から生じる支出、④民営化プログラムの有効期間中に全体的または部分的な民営化が許可されない企業および／またはそのような事業部門の一覧表、⑤地方自治体の民営化政策に関する一般的指針、である（民営化法2条2項）。

投資証書による民営化プログラムには、そのプログラムの有効期間に民営化される国有企業の一覧表およびプログラムの実行段階と期限が記載される（同法2条8項）。

産と法的状態に関する書類および情報が提出され（同法4a条）、当該企業財産の評価が法定の手続に従って実行される（同法16条）。そして、③具体的な売却実施の条件、開始日、手続等が決定され、公表される。例えば持分・株式の売却の場合では、評価が承認されてから1ヵ月以内にその旨が決定、かつ、公表され（同法20条）、また企業の譲渡の場合などについては、それぞれについて特別な規定に従って処理がなされる（同法30条）⁽²⁴⁾。いわゆる「大衆民営化」の方法が採られるときには、さらに特別の手続を必要とするが、その点は後述する。このようにして、④決定された民営化の方法が実行されるが、その際には、民営化方法のそれぞれに関する規則に定められた特別の手続が適用される。⑤最後に、民営化のための様々な移転契約を総称した、いわゆる「民営化契約」が締結される（同法3条3項、競売に関する規則12条3項、入札に関する規則13条）。⑥その契約の履行状況に関する監督などがなされる。このような民営化機関による事後監督の根拠については法律で明示されていないが、年次民営化プログラムには記載されている。実務上、購入者が負うべき義務、支払方式等に応じて、事後監督事項は民営化契約に記載される。その根拠は民営化政策の背景にある公益にある⁽²⁵⁾。民営化契約は多くの特色をもつので、詳細な検討が必要である。

第1段階の民営化の提案者については、法文上は、国家機関である民営化庁および地方自治体議会（同法4条1項3号、4号）のほかに、当該企業の管理機関（経営者）、当該企業の全労働者および事務職員の過半数の決議による当該企業の従業員、同法35条に該当する者（この点の詳細は後述）も含まれているが（同法4条1項1号、2号、5号）、民営化の決定機関・実施機関は内閣、当該企業を所轄する主務大臣または民営化庁に限られて

(24) 競売でなされる国有企業等の売却の手続が「競売に関する規則」で定められている。また入札に関する手続が「入札に関する規則」にある。

(25) Stoyanov, Gueorgui, *Praven rejim na privatizatsiyata v Bulgariya* (The legal system of the privatization in Bulgaria), at 160, Sibi, 1996.

おり（同法3条1項）、従業員らの民営化の提案が内閣等の判断によって否決されることもありうる仕組みになっている点は注意を要する。その意味では、国有企業の完全な民営化は、国家の監督に服しているということができるであろう。

現在のところ、ブルガリアでは、再三述べるように、民営化の対象となるべき企業の数が非常に多く、また民間部門がその株式等を取得するために必要な資金が絶対的に不足していることから、民営化の完全実施のためには、その「民営化の方法」について様々な工夫が必要となっている。ここに「民営化の方法」とは、①売買、贈与のような典型的な所有権の移転の方法および株式・持分の移転以外に認められる特殊な「民営化契約」である営業賃貸借契約と企業譲渡契約との混合契約、一定の条件を付した経営契約などの企業所有権の移転の方法や、②売却実施の方法である株式の売出、一かたまりの「株式・持分」または企業等の譲渡を予定した競売、入札、潜在的な買い主との交渉や、③金銭、債券、投資証書など対価として支払われるべきものおよび分割払い等の支払方式、などの様々な組み合わせを意味する。これらのいずれもが具体的に決められなければならないが、これらについても、ブルガリア法はきわめて多様なものを用意している。さらに、国有企業等の民営化手続には、すべての自然人および法人が平等な条件で譲受人となるべく参加することができる旨が規定されているが（同法5条1項）、立法者は次のような特殊な参加形態を認めた。第1に、対象企業の従業員⁽²⁶⁾に対して認められたいくつかの優遇的参加形態である（同法22条、23条、25条、31条、35条以下）。第2に、当該企業の債権者による参加の特則である（同法5条5項、29条2項）。第3に、当該企業の賃借人等による参加の特則である（同法35条から42条）。第4に、旧所有者による参加の特則である（同法18条）。第5に、投資証書による大衆による参加、いわゆる「大衆民営化」の方法である（同法43条

(26) 本稿では、従業員とは、民営化法5条2項が定める者を意味する。その内容は、具体的には3.2.1 (2)「有資格者」のところに述べている。

以下)。その他、いくつかの特則的な参加形態が認められているが、以下では、もっぱらこのような参加の方法に関する議論を取り上げて検討することにした。

3.2 従業員の参加

3.2.1 株式・持分の購入条件の優遇措置

(1) 優遇条件等の決定

株式会社形態または有限会社形態を採る民営化対象国有企業等の従業員は、他の者に比べて50%の割引がなされた有利な価格で当該企業の資本の20%以内を占める株式または持分を購入することができる（民営化法22条1項、23条1項）。このような購入の条件および手続の定めが民営化法24条で内閣に委任されている。これを受けて、内閣は1994年に政令第163号「国家・地方自治体の所有する株式・持分の優遇条件での購入および国家の所有する株式の無償取得の方法・条件に関する規則」（以下では、規則という）を発した。同規則3条2項は、民営化法3条に定める民営化決定・実施機関は、このような株式・持分の売却の開始日および有利な価格での購入の申込書の提出場所を官報で公表しなければならないと規定している。この決定は、当該企業の資本の主要な部分の売却という「民営化決議」と一括してなされてもかまわない。

(2) 有資格者

このような有利な価格で株式・持分を購入できる従業員の範囲については、民営化法5条2項で次の2つのカテゴリーが規定されている。第1に、当該企業の労働者および事務職員である。具体的には、①民営化決議が公表される前少なくとも2年間当該企業で働いている労働者および事務職員、②民営化決議の公表の日から遡って8年間以内に当該企業との労働関係は停止されたが、少なくともその間の2年間は当該企業で働いていたことのある労働者および事務職員（ただし、解雇された者と財産犯罪の判決を受けていまだ復権していない者は除かれる）、③民営化決議の公表の日から

遡って10年以内に年金退職した者であって、少なくともその間の3年間は当該企業で働いていたことのある者、のいずれかに該当する者が有資格者とされる。いずれの場合であっても、当該企業との間で労働関係（労働契約関係）があったことが特権付与の根拠となっている。

第2に、1994年の改正民営化法により認められたものであるが、民営化決議が公表される前1年以上にわたって労働契約に基づかずに当該企業の経営者、取締役会の構成員、経営理事会の構成員であった者も有資格者とされた（民営化法5条2項4号）。「経営契約」の存在が特権付与の根拠となっているが、「監査契約」により会社の監査の任に当たった者に対しては上記の特権は与えられていない。

(3) 権利行使の回数

民営化法では、権利行使の回数等の定めがある。すなわち、この特権は、1つの企業だけについて（規則2条）、1回だけ、しかもブルガリア国籍を有し、かつ、ブルガリアに定住地を持つ者だけが行使することができるものとされている（民営化法5条3項）。

(4) 権利行使の手続および購入の価格

先に触れた1994年政令第163号がその権利行使手続を定めている。すなわち、有資格者は、株式・持分の売却開始日から3ヵ月以内に当該企業に対して購入申込書を提出しなければならない（政令第163号規則3条1項、民営化法22条5項）。申込書には、有利な条件で株式または共同持分を購入したい旨の希望と購入価額の総額とを記載しなければならない。ここに購入価格の総額とは、後述する24ヵ月分の報酬金額を意味する。3ヵ月の期間が経過した後2週間以内に、当該企業が、申し込んだ者の名簿、当該企業におけるその労働期間、報酬金額、割引の総額などについて資料を作成し、従業員に知らせ、民営化決定機関に提出することになっている（規則5条）。

そして、民営化決定・実施機関は、購入価格を定めなければならない。民営化法によれば、有資格者たる従業員は、内閣が定める計算方法に従っ

て算定された当該株式・持分の価格の半額で購入することができるものとされている（民営化法22条2項，23条3項）。具体的には，その価格は1992年の政令第105号「民営化する企業の評価に関する規則」に従ってなされた評価に基づいて民営化決定機関により定められる（規則6条1項）。実際の手続では，当該企業の資本の主要な部分の売却に関する民営化取引が終了した後，民営化決定・実施機関が落札金額に基づき従業員の購入する株式・持分の価格を定め，当該企業に知らせる。そして，当該企業が従業員の購入することができる株式の数を算定し，再び従業員に知らせる⁽²⁷⁾。さらに，株式の買付（引受）は，民営化決定・実施機関の指定する銀行またはその他の勧誘員によりなされる（規則8条2項）。代金の支払は，改正前の民営化法の下では投資証書でなすこともできるとされていたが（旧民営化法50条，規則6条2項），1995年12月の同法の改正により，その旨が削除され，代金は金銭のみによって支払われることとなった。投資証書は現行法ではいわゆる「大衆民営化」の方法においてのみ使用されるものである。従業員らは個別の売買契約を締結してこれら株式・持分を購入することになる。売れ残りが生じたときは，一般的な売却手続が実行される。その際は，いわゆる「主要株主」（後述）に対して購入の勧誘がなされるのが通常であるといわれる。

（5）権利行使の制約

従業員が有利な価格で購入することができる株式または持分の数に制約がある。すなわち，当該企業の資本の20%を占める割合に限られている。法律では，もう一つの制約が設けられている。すなわち，「割引」額の総額には最高限度額が定められており，1人当たり，その24ヵ月分の報酬金額とされている（民営化法22条3項，23条4項）。

そして，以上の特権が認められるのは，原則として，当該企業全体が民営化される場合に限られると解されている。具体的には，当該企業の資本

(27) Information Bulletin, Privatization Agency, 1996, N. 5, at 17-19.

の50%超を保有するに至る単独の購入者がいる場合に限り、当該企業の従業員はそのような有利な価格で当該企業の株式・持分を購入することができるのである。したがって、50%超を購入する単独の購入者がいないときは、有資格者とされる者であってもそのような有利な価格で株式・持分を購入することができない。しかし、そのような過半数株式・持分の購入予定者は当該企業の経営者や従業員であってもかまわないとされている。ただし、その場合は、買い手となる経営者や従業員は商法上の別会社を設立し、その会社によって株式・持分の購入をしなければならない。この会社が売買の相手方となったときは、売買契約の締結と対価の支払がなされるが、このような売買契約（「民営化取引」の一種）が確定することによって企業全体の民営化が保障されることになるという考え方である⁽²⁸⁾。この契約の締結後にはじめて、従業員は有利な価格による株式・持分の取得を行使することができる。この場合、企業全体が従業員によって購入されるときは、20%以内という制約は適用されないが（経過・終末規定§ 9 в）、「割引」額の総額の最高限度額の制約は適用される。

(6) 取得株式の譲渡禁止

有利な条件で購入された株式は記名式であり、購入後3年間は譲渡が禁止される（民営化法22条5項）。濫用の防止のためである。持分の場合には、このような制約はない。すなわち、持分の処分の方法は、共同持分を購入する希望者の総会で定められる（民営化法23条2項）。

3.2.2 大衆民営化との併用（無償株式の取得）

ブルガリアでは、現実の対価の支払等がなされるなど、市場を通じた取引がなされて国家財政の増収を伴う民営化を「市場民営化（Пазарна или касова приватизация）」と呼ぶのに対して、そうでない民営化の方法を一般に「大衆民営化（Масова приватизация）」と呼んでいる。しかし、民営化法のも

(28) Information Bulletin, Privatization Agency, 1994, N. 5, at 3.

とにおける狭義の「大衆民営化」とは、投資証書による対価の支払によって大衆が国家企業株式会社の株式（「大衆民営化」は株式会社形態を採る場合に限られる。民営化法43条）を取得する方法をいう。民営化企業の従業員もブルガリア国民である限り、彼らも大衆民営化（狭義）の方法により当該企業の株式を取得することができる。この方法を先の優遇的な買付制度と併用すると、従業員は、市場民営化の方法で売却される資本の部分の20%以内を占める株式を上記の有利な条件で取得することができるのに加えて、大衆民営化の方法で交付される資本の部分の10%以内を占める株式を無償で取得することもできる（民営化法23a条1項）。もっとも、このように併用した場合には、有利な条件による買付についての割引金額は、二つの方法で売却または交付される株式の比率に応じて計算されることになる（民営化法236条、規則6条3項）。また、無償で取得できる株式の取得価格の上限がその者の24ヵ月分の報酬金額とする制約は、この場合にも妥当する（同法23a条2項）。

株式の無償取得の手続は、狭義の大衆民営化の方法と同様であり、申込開始日と最終日が大衆民営化庁により公表される。申込書は取得したい株式の発行企業に対して提出される（規則4条）。無償取得できる株式の価格は額面金額を基本にして一応設定される（規則6条2項）が、最終的な価格の決定は中央競売による当該企業の株式の平均落札価格とされている。

3.2.3 従業員により設立された法人による株式・持分の取得

民営化対象企業の従業員が自らの会社の株式を「かたまり」として大量に取得する方法として、民営化法では、彼らだけで別会社を設立し、これにより株式・持分を取得させる方法が要求されている。この場合に従業員に対する落札価格の支払方法に特典が定められている（民営化法25条3項）。

1995年改正前の民営化法25条1項5号では、10年の期間にわたって段階

的に当該企業の株式を全部または一部を従業員が設立した会社に移転させていくことが認められていた。そして、その際の対価として投資証書の利用も認められていたが（旧民営化法50条2号）、この方法は次のような制度上の問題点があったため、ほとんど利用されなかった。すなわち、①従業員が設立した会社も他の潜在的な買主と同一の条件で当該企業の株式・持分の取得についての入札や売買交渉に参加しなければならない、また民営化実施機関はいちばん高い価格を申し出た者（通常は従業員以外の者）に株式の譲渡を認めたこともあって、必ずしも従業員に有利なカタチで株式・持分の譲渡がなされるわけではなかったこと、②従業員の設立した会社に参加する従業員の最低人数についての規定がなく、この制度が果たして従業員全体のための制度であるのかどうかに疑義があったこと、③長期にわたって段階的に株式・持分の移転がなされることは財産の所有の移転も段階的になされることになり、購入者は当初の段階では会社の経営者に対する有効な影響力を行使することができず、また関心も高くなかった、などの理由から、実際にはこの方法は現実にはほとんど機能しなかったのである。

そこで、1995年の改正民営化法では、その実効性を高めるために、次のように改めた（25条1項5号の削除と新たな3項および4項の挿入）。すなわち、従業員が設立した株式会社、有限会社または協同組合が当該企業の株式・持分を購入するためには他の購入希望者と同一の条件で競売、入札または売買交渉に参加しなければならないとされる点は従来と同じであるが（改正民営化法25条1項、2項参照）、従業員の設立した会社が譲受人に指定されたときは、その対価の支払方法が10年間の分割払いとされるとともに、民営化契約の締結の際に支払うべきである最初の分割支払金額は対価の10%とし、第1年目にはその他の支払は行われなくてもよいとされたのである（同項2号、3号）。もっとも、その優遇策の反射として、次年度以降の利息金額は毎年3月31日までの年度の平均利率の50%であるとされている（同項3号）。ともあれ、支払猶予を利用した高値のオファーが可

能となり、従業員により設立された別会社が譲受人になる可能性を高めることが意図されたといえよう。また、分割払いの未払い部分について、その支払の確実性を保障するために、株式・持分の売主である国家等のために民営化対象企業の財産である不動産のうえに抵当権が設定されなければならないものとされた（同条5項）。その抵当権の設定は民営化契約書に記載されなければならない。不動産のうえに抵当権が設定されたときは、株式・持分の「かたまり」の所有の移転は、取引当日に効力が生じるものとされる。それによって従業員の所有者としての企業に対する支配力・監督等が即時になされることになるのである。

一方、1996年の改正民営化法は、分割払いが認められる条件として、その法人の設立時の参加者が当該企業の従業員の過半数であることを追加し、また民営化対象企業の長期有形資産の簿価が15000万レヴァ未満であること、または大衆民営化の提案がある場合には当該企業の資本金の残額（市場民営化のため残された資本金）が15000万レヴァ未満であることと定め、それ以外の「大規模」企業の場合には内閣の承認を条件に分割払いを認めることとした（改正民営化法25条4項2号）。別法人への従業員の参加数を定めた趣旨は、前述した②のこの制度が「従業員全体のためのもの」であるのかどうかという疑義に対して過半数基準をもって答えるものであり、また資産価値や資本金による区分を行ったことの意味は大規模企業は大衆のものであり、従業員だけのものとするよりも、むしろ大衆が株式・持分を取得する機会を保持した方がよいと考えられたからであろう。

3.2.4 会社化されていない国有企業等の場合の特則

国有企業等が株式会社や有限会社の形態を採っていない場合には、民営化の方法として株式・持分の放出ということはありません。その場合は、企業それ自体を直接に譲渡の対象とするほかはない。民営化法31条はそのような場合における当該企業従業員の参加に関する特則を定める。

民営化対象とされた国有企業等の従業員の30%以上の者（民営化法31条

1 項）が当該企業の全部または一部の売却手続に参加したいと考えるときは、代表者を選任しその者に全権を委任して、または別法人を設立しその法人代表者を通じて（同条5 項）、その競売、入札または相対交渉に参加することができる。その競売等での条件は他の参加者と平等であるが、落札等により譲受人に指定されたときは「競落、落札、約定価格から30%を割り引いた価格」をもって最終の譲渡価格とすることができるという特典が認められる（同条2 項）。ただし、その割引額については上限の定めがあり、参加した従業員全員の24ヵ月分の給料総額を上回ってはならないとされている（同条3 項）。

さらに、民営化決定機関の許可を得れば、分割払いの特典も享受することができる（同条4 項）。ただし、25条3 項の場合と違って、利息率は減少されない。

3.2.5 一定規模未満の製造企業・商事企業の場合の特例

製造部門の国有企業全体またはその分離された一部の長期的資産の簿価が1000万レヴァ未満の場合か、商業部門の企業の同様の簿価が500万レヴァ未満の場合には、当該企業の従業員は民営化決定機関の決議を待たず、自分自身が当該企業についての民営化の提案をすることができるという特権が認められている（民営化法4 条1 項5 号）。また当該企業について民営化決定がなされた場合には、当該企業の決定公表の時点での従業員の20%以上の者は、または彼らだけで設立された別法人の代表者は、当該企業の購入の希望を述べれば、入札または競売は行われず、従業員が当該企業の譲受人になるものとされている（同法35条1 項）。しかし、購入希望の申し入れは1996年6 月30日までにしなければならない（同法37a 条1 項）。特権を長く認めて、当該企業全体の民営化が遅延することを避けるためである。そして、この希望の申し出は、ブルガリアに国籍と定住地とを持つ者と、外国からの参加のないブルガリア法人のみがなしうるものとされている（同法41条3 項）。

購入価格は当該企業資産の評価価格とされている（同法35条1項）。企業資産の評価は、16条に定める評価に従い（同法37条1項）、民営化庁の許可証を持つ独立の内国または外国の専門家により内閣の定める評価手続・方法により実行され、民営化決定機関により承認される。しかし、従業員からの申し出が複数競合した場合には、それが企業の一部購入の希望を述べたものと全部購入の希望を述べたものとに分けられるときは、後者が優先権をもち（同法37a条2項）、完全に競合しているときは、民営化決定機関により定められる入札（「小さい入札」と呼ばれる）により購入者が決定される（同条3項）。企業の民営化を可能な限りはやくに実現しようという趣旨であろうと理解できる。

代金の支払に関する分割払いの定め（同法40条1項、2項）⁽²⁹⁾や、最終の売買価格について「20%の割引」がなされることはこの場合にも認められる（同条3項）。しかし、支払が完全に行われる前には、当該企業の財産のうえに抵当権担保権の設定がなされ、また支払が行われて後5年間にわたって当該企業についての転売禁止という制約に服する（同法41条2項）。所有の移転は民営化決定・実施機関が購入希望者から価格に関する承諾書面を受領した日から1ヵ月以内に実行されるが（同法39条1項）、不動産の移転に関しては、支払が完全になされるまでの間はそのうえに売主である

(29) 従業員が民営化法35条に従って当該企業を購入する場合に利用することができる分割払いは次の通りである。すなわち、①製造部門の企業および分離されたその一部の場合には、6年間の分割払いとし、最初の支払価額は企業の評価額の10%とし、第1年目の支払を免除する。②商業部門の企業および分離されたその一部の場合には、5年間の分割払いとし、最初の支払価額は企業の評価額の30%とする。③支払われていない部分は毎年3月31日まで前年度の相当時期の利子率の50%で増額される。ただし、第1年目に支払われていない部分はこのような変更がない。購入者が契約の締結日から24ヵ月以内に総額を支払う場合には、利息の支払いが免除される。また、毎年の年賦支払額は、分割払い部分を分割払い期間に等分に分けることによって定められる。購入者は、毎年2回に分けて年賦支払額を払わなければならない。購入者は、支払義務を負わない第1年目を含む分割払いの全期間にわたって無条件で前払をすることができる（民営化法40条2項3項）。

国家等のために抵当権が設定される（同条2項、3項）。

なお、製造部門の国有企業等がこのような特殊な「民営化の方法」により「民営化」される場合には、民営化決定機関はその売買契約に5年間の製造目標と労働者数の確保の条件を挿入することができるものとされている（同法経過・終末規定 §9a 第5項）。

従業員からの申し出が民営化法または当該年次の民営化プログラムに違反するときや、内閣が承認した民営化法第35条以下に従う民営化禁止企業一覧に掲載された企業の全部または一部を民営化するものであるときは、民営化決定機関は、その申し出を拒否するものとされている。その処分に不服がある者は行政訴訟法の手続に従って上訴することができる（同法38条）。

3.2.6 債権者としての参加

(1) 債権者の参加の特則

民営化対象とされた国有企業等の債権者は、民営化庁の許可を得れば、内閣の定める条件と手続に従って、当該企業に対する債権と引き換えにその株式・持分を取得することができる（民営化法29条2項）。これに関連して、内閣は規則を発した（1994年9月5日政令第182号「民営化企業の債権者が民営化法29条2項に従って当該企業の債務と引き換えに株式・持分を取得することができる条件および手続に関する規則」）。この制度は債権による出資（一種の相殺）と見ることができるであろう。

(2) 貸金債権による出資

国有企業等の債権者には、当然に当該企業の従業員が含まれる。彼らは、その貸金債権や社会保険その他の対企業債権をもって「民営化」に参加することができる。参加したい従業員は、民営化決議の公表後1ヵ月以内に当該企業の代表取締役を通じて民営化庁に請求書を提出しなければならない（規則2条3項）。原則として、民営化決議の公表後になされた貸付にかかる請求書は審議の対象とはならないが、公表後に生じた従業員債権

については例外的に審議される（規則 3 条 1 項）。また、当該企業についての民営化決議が規則の発された日の前になされ、かつ、上記の 1 ヶ月の期間が経過された場合に、その企業の債権者は債権をもって民営化に参加することができないが、従業員については参加できるという例外が認められている（規則 3 条 2 項）。もとより、この参加に民営化庁の許可を要する点は、一般の債権者の場合と同様であるが、民営化庁の許可を受けたその他の債権者に優先する点は（規則 7 条 2 項）、特典である。ただし、その取得に関しては、従業員は民営化決定機関との間で民営化契約を締結しなければならないものとされている（規則 7 条 1 項）。

3.2.7 実務上の統計データ

現に、1995年に104の国有企業全部および205の国有企業一部に関する民営化取引のうちの184取引、また1995年1月から1996年11月15日までに地方自治体が行った3024の市有企業に関する民営化取引のうちの1471取引が民営化法第35条以下の方法で行われたことは注目すべきことである。また、国有企業に関する1995年に実行された取引のうちの140取引において分割払が利用され、58取引において従業員等が優遇条件で株式・共同持分を取得した。

3.3 企業の賃借人等の参加

製造部門の企業の全部またはその一部の長期的資産（固定資産）の簿価が1000万レヴア以下である場合、またはそれが商業部門の企業の場合であれば500万レヴア以下である場合には、当該企業と賃貸借契約またはアレンダ契約⁽³⁰⁾を締結している者もまた当該企業の民営化に優遇条件で参加することができる（民営化法35条から42条まで）。その優遇条件は前述の従業員の場合とほぼ同じであって、企業の評価額に基づいて決定された価額

(30) アレンダ契約は、1989年の法令第56号実施法則第6章で導入されたものである。営業用財産の賃貸と経営の委任とを組み合わせた契約である。

による購入と民営化法40条に定められる分割払による対価の支払の許容である。もっとも、参加者を限定する趣旨から、その賃貸借契約等は1990年10月15日から1993年10月15日までに締結されたものであって、民営化の提案が提出された日付において存続しているものに限定されている。

3.4 旧所有者の参加

民営化対象企業の固定資産に含まれている不動産の旧所有者⁽³¹⁾もまた、民営化対象企業の株式・持分の取得について有利な取扱がなされている。すなわち、そのような者が所定の手続に従って請求したときには、民営化されていない企業については専門家によりなされた評価額に相当する株式・持分を取得し、または民営化されている企業については当該企業の株式・持分の総数の20%を限度に、相互基金⁽³²⁾を通じて株式・持分の無償交付がなされるものとされているのである（民営化法18条，8条）。

3.5 債権者の参加

(1) 一般債権者の参加

前述したように、民営化対象企業の債権者が民営化に参加する場合、民営化庁の許可を条件に、その債権を対価として当該企業の株式・持分を取得することができる。その場合には、内閣が定める条件および方法に従って参加しなければならない（民営化法29条2項）。具体的には、1994年9月5日の政令第182号「民営化企業の債権者が民営化法29条2項に従って当該企業の債務と引き換えに株式・持分を取得することができる条件および

(31) 国家不動産法26条および所有法101条に従って国有化された不動産の所有者や、その不動産の代償として金銭または同様な価値のある他の不動産を受けた所有者は除かれている（民営化法18条1項前段，4項）。

(32) この相互基金が内閣により設置され、ここに民営化対象企業の国家保有株式・持分の20%またはこれに相当する金銭が無償でこの基金に移転されることになる。この基金によって取得された株式は、社会保障基金や旧所有者に対する補償にあてられる。

手続に関する規則」により、まず債権者の範囲が限定されており、①当該企業と労働契約を締結し勤務している者、②国家貯金銀行、③商業銀行、および④国家の資本参加が50%以下であり、かつ、金融業を営む企業でない者だけが、このような参加の資格をもつものとされている。④の条件は、国家の資本参加が50%超の企業によって保有されたのでは実質的にみて民営化（私有化）にならないということであろう。

債権との引き換えに株式・持分を取得するには、債権者は、民営化決議が公表されてから1ヵ月以内に許可を得るために民営化庁に請求書面を提出しなければならない（規則2条2項）。対価となりうる債権は、貸金・社会保険等債権と、民営化決議公表日前に提供された貸金債権であって最初の債権者から債権譲渡されていないものに限られる。またこのような方法による参加が認められる企業は、その前年度に損失を計上しないで終わった企業であってはならないこと（すなわち、赤字企業であること）が条件とされる。また、この方法により消滅する企業債務はその債権者の有する貸付金の全部または30%超でなければならないとされている（規則6条1項）。これらのことから明らかなように、この制度は、企業にとっての負債・債務という他人資本を自己資本に転換させて債務の支払義務を消滅させるものであって、むしろ「赤字企業」の民営化のためのものと見ることもできるであろう。

民営化庁の許可は、詳細な分析と監査を経て与えられる。許可を得た債権者は、民営化決定機関との間で「民営化契約」を締結しなければならない。この場合の契約条件は、その他の参加者よりも有利なものであってはならない。すなわち、その取得価格は民営化法第3章に基づく評価額よりも低いものであってはならないのである。

(2) 国債保有者の参加

民営化法5条5項は、国債の債権者がその債権をもって内閣により定められた方法に従って民営化に参加できると定めている。国債保有者の参加については、内閣が1994年2月16日政令第36号で「1990年12月

31日までに設定された弁済のない貸付金の整理に関する法律に従って発行された国家長期債の保有者の民営化への参加の方法に関する規則」（一般に、ZUNK bonds による民営化への参加と呼ばれている）と、1994年11月25日政令第278号で「ブルガリア共和国の対外債務に関する国債による民営化への参加の条件および方法に関する規則」（一般に、Brady bonds による民営化への参加と呼ばれている）とを発した。このように、国内債務および対外債務に関して発行された国債を保有する全ての自然人および法人についても、その国債をもって国家保有である株式・持分や企業の全体または一部の取得の対価とすることが認められている。

ここでは、商業銀行の ZUNK bonds による民営化への参加に注目したい。それは完全な民営化を遅らせる可能性があるからである。というのも、1993年の「1990年12月31日までに設定された弁済のない貸付金の整理に関する法律」1条1項によれば、国家長期債⁽³³⁾と交換されるべき未弁済貸付金は、「資本の50%以上が国家に保有されている商業銀行」と資本の50%以上が国家に保有されている企業または会社との間で1990年12月31日までに設定されたものでなければならないこと、かつ、1993年6月30日から遡って180日以内に何らの変動（たとえば、弁済）もなかったものでなければならないとされているからである。すなわち、50%超国家所有の商業銀行は実質的に国家の支配に服していると考えられ、純粋な意味での私有化ではないともいえるのである。当該貸付金の額とともに1993年6月30日までに支払われなかった金利も国家長期債と交換されることになっている。そして、1994年政令第36号1条1号および3条は、弁済のない貸付金を国債と交換した商業銀行がその国家長期債をもって直接に民営化取引に参加することができることを定めている。このことは、ブルガリアの銀行が国債の大量

(33) 国家長期債には、貸付がレヴエアまたはドルで設定されたことによって、レヴエア建またはドル建の二種類の額面金額のものがある。いずれの種類の国家長期債も、大蔵大臣によって発行されるもので、債券はなく、自由譲渡性を有し、25年で返済され、金利は年に2回支払われる（「1990年12月31日までに設定された弁済のない貸付金の整理に関する法律」4条、5条）。

保有者であることにかんがみれば、民営化に対する50%以上が国家に保有されている商業銀行の参加が認められたことを意味するが、このことが完全な民営化という点で若干の後退をも意味することは前述の通りである。

もとより商業銀行が前述した当該企業の一般債権者として参加することができるのは言うまでもないが、実質的な民営化（私有化）が行われるためには、資本の50%以上が国家の保有である商業銀行の民営化への参加は望ましくない。このような商業銀行の参加をできる限り最低限度にとどめさせるために、政令第36号では二つの追加条件がおかれている。第1は、後述する民営化法5条4項の適用、すなわち、個別的な場合における民営化庁の事前の許可を要するという制約である（政令第36号3条1項）。第2は、銀行法17条の適用である（政令第36号3条3項）。すなわち、商業銀行による株式・持分保有につき、それが金融企業以外の企業の資本の10%以上⁽³⁴⁾を占める株式・持分であるときは3年以内にそれを処分しなければならないとの定めである（銀行法17条2項3項）。

いずれにしても、この制度も、前述した債権者の参加と同様に、負債の資本化を意図したものであると理解でき、その限りでは企業にとって有利なものといえることができるであろう。

3.6 投資証書による参加（大衆民営化）

ブルガリア国民全体に対して、手数料の負担だけで無償で交付される投資証書を対価とする民営化への参加が認められている。ブルガリアの国有

(34) 商業銀行の資本それ自体は50%以上の国家所有であるので、民営化する企業の資本の10%以上を占める株式・持分を取得しつづけたら、民営化（私有化）を抑止する恐れがあるので、この最高限が設けられている。そして、「有価証券、証券取引所および投資会社に関する法律」の中の追加規定 §1 第4号の定める「支配」との関係も考えなければならない。すなわち、ある者が商事会社の総会における議決権の10%以上を保有する場合は支配に当たるとされるので、当該企業において銀行が「支配」権を有しないようになるために、10%基準が設けられたと理解されよう。なお、このように株式相互保有も回避される。

企業等の民営化（私有化）をいっそう促進する方策として国民全体に株式を無償交付するというこの構想は、きわめて重要である。節を改めて詳しく論じることにはしたい。

3.7 外国人の参加

外国人がブルガリアの国有企業等の民営化に参加することについては、特段の制限はないが、「外国人の商事活動と外国投資保護に関する法律」⁽³⁵⁾に従わなければならない。また、従業員等に認められる有利な条件による株式・持分取得等の特例も、外国人（従業員等）には適用にならない。ただ、国債保有者に関する特例は外国人にも適用されると解されている。前述したように、この制度はむしろ企業にとって有利なものともいえるからである。

3.8 一定の法人の参加の原則的禁止

民営化が究極的に私有化をめざすものである以上、資本の50%以上が国家等の所有である法人が国有企業・市有企業の民営化に参加することは実質的にみて望ましくない。ただ、個別な場合には、民営化庁の事前の許可を条件に、これら法人も民営化に参加できるものとされている（民営化法5条4項）。

4 ブルガリアにおける国有企業等の民営化と 国家との関係

4.1 民営化の方法の選択

国有企業・市有企業を民営化（私有化）することは、国家・地方自治体

(35) 1992年1月24日に採択され、官報8/1992年1月28日で公告、官報92、102/1995年および官報106/1996年で改正された。

にとっては、一面で歳入の増加につながるメリットがあるが⁽³⁶⁾、企業に対する支配力の低下を必然的に伴う。そこで、国家等が完全な民営化の実施を検討する際には、その私有化が確実に実現するように株式等の取得者についての様々な方策を考慮することはもとより重要であるが、国家等の当該企業に対する支配力の維持のための工夫が模索される。たとえば、比較法的にみても、イギリスなどにおける黄金株⁽³⁷⁾や中国における国家株の制度などであるが、ブルガリアでも国有企業等の完全な民営化（私有化）を究極の目的としていることから、その問題はきわめて重要であると考ええる。詳細な検討は後日を期したいが、以下で若干の検討を加えることにしたい。

4.2 国家の支配権の留保

国有企業等の民営化政策が巨大の対外債務の解消、財政再建、経営担当者の経験不足の補完等の意味があるとしても、計画経済における国家機関への権力の集中を維持し続けようとするならば、それは完全な民営化（私有化）に強い抵抗を覚えることになる。現に市場経済改革以前の民主化に限界があったことは既に指摘した通りである。かりに株式・持分の放出があるにしても、その場合は、それは国家等の支配権の維持が可能な限りでの小規模なものにとどまるであろう。しかし、現在または将来のブルガリアにとって国有企業等の経営の健全化・合理化等が不可欠であり、また市場主義経済社会への参入が是非とも必要とすると考えるならば、より進んだ民営化、私有化に至る民営化は避けられないところである。

(36) 国有企業の民営化による収入は、相互基金に相当な金額を組み入れる後、国有企業民営化費用填補基金に7%、環境保存基金に5%、農業基金に15%、たばこ基金に4%、再編成開発基金に58%、というように配分される（民営化法6条）。

(37) 黄金株とは、政府所有の拒否権付きの非常に強い権限を持つ特別権利付きの株式のことである。Curwen, *supra* note 3, at 216; The Privatization of Public Enterprises, CIRIEC, 1987, at 43 and others.

そこで、現在のブルガリアでは、国家にとって戦略的な重要性のある企業について、民営化を制限する措置を論じる一方で、それ以外の企業については基本的に完全な民営化に向けた施策の中で国家等の支配力の維持するための措置を論じることで、いわば二つの背反する要請のバランスを保とうとしている。

現在のブルガリアでは、国家等が企業に対する支配権を留保する方法として、以下のようなものがある。

第1に、毎年民営化庁（1996年改正法により、経済発展大臣）により作成され、内閣が認可し、国民議会によって承認される民営化プログラムの中で、民営化が禁止される事業部門を定めることができるものとされている（民営化法2条2項4号）。たとえば、1995年の民営化プログラム⁽³⁸⁾では、軍事関連の生産および販売部門、電力、石炭採掘、ガス輸送設備、鉄道、水産、下水道、天然資源の開発・採掘、フリー・トレード・ゾーンにおける企業などが民営化されない事業部門とされている。また、このプログラムに付された一覧表2⁽³⁹⁾に記載されている具体的な13の企業は、当該民営化プログラムが有効である限りは民営化が許されないものとされ、一覧表3に記載されている18の輸送関連企業については国家の支配力の維持が要請され、一覧表4に記載されている34の企業については民営化決議について内閣の承認が要求されている。

同様に、民営化対象としない企業を特定する方法は、1994年9月22日の政令第197号「国有企業、国家商企業および国家企業一人会社の財政再建および再編成のための措置をとることに関する政令」でもとられており、

(38) 1995年の「国家企業の民営化に関するプログラム」は官報54/1995年で公表された。

(39) 1996年の「国家企業の民営化に関するプログラム」（官報45）に附則する一覧表4に記載されている38の企業の民営化は民営化プログラムの有効期間内には許されなく、一覧表5に記載されている47の輸送企業、農業と食品工業企業の民営化には国家の支配力が維持され、また一覧表6に記載されている111の企業に関する民営化決議は内閣により承認されなければならないとされている。

そこでは特別な監督の対象に服する99の会社を含む一覧表が付されている。この一覧表はまた、そこに記載された会社の財政再建および再編成のためのプログラムにおいて、社会的またはその他の国家的理由から国家がより長期間にわたって所有を留保すべき旨の提案を含まなければならないものとされている（同政令4条に関する付則2第4号）。この政令は、1996年8月22日の政令第213号「国家企業の財政再建に関する法律の実施法則」により廃止されたが、その法律実施法則には30社を含む「国の経済に決定的な意義をもっている企業」の一覧表および41社を含む「その他の企業」の一覧表が付されている。この企業の活動に対する完全な監督が大蔵大臣によりなされることとされている（同法則5条3号）。

これらは、民営化に逆行するもののようにも見えるが、当該事業（部門）の重要性や企業規模等を考えた場合、仕方がないものともいえ、対象企業数が多いのも、現在の過度的な時期においてはやむをえない政策であると思われる。

第2の方法は、民営化された企業において、国家が一定割合の株式等の保有を確保することによって支配を維持するものである。より会社法的な支配力維持の方法であるが、この方法においては、当該企業の支配株式・持分、すなわち原則として議決権の過半数を保有しなければならないであろう。かりに国家等がその過半数を保持できない場合は、会社の定款に記載することが認められる発起人の優先権（商法172条6号）、会社活動の継続または清算に関する条件（同条8号）、拒否権株または多数議決権株⁽⁴⁰⁾などの特別権株の発行（商法181条2項）などの方法により支配力の維持が図られることになるであろう。

第3の方法は、民営化法の経過・終末規定§10に、国家等が会社株式または持分の総数の30%以上を保有する場合には、民営化決定機関の同意がない限り、当該保有割合（30%を超える場合も、実際に保有している割合）

(40) Popov, *supra* note 4, at 37; Tadjer, *supra* note 10, at 142.

を減少させることができないこと（1項）、それが50%以上の場合には、民営化決定機関の同意がない限り、当該法人は前年度の簿価の総額の5%を超える長期有形（固定）資産または無形（固定）資産の所有権または使用权の譲渡をすることができないこと（2項）⁽⁴¹⁾が定められており、これらの規定により国家等の実質的な企業（財産）に対する支配力が維持されることになっている。もっとも、前者については、民営化法26条2項では国家等の株式の売却と同時に新株発行による増資が認められており、この場合には、国家等の持株比率が低下することはありうる。もとより、増資について原則として株主に新株引受権を与えているので（商法194条1項）そのようなことはあまり生じないと思われるが、株主総会の特別決議（ブルガリア商法の場合は、出席株主の議決権の4分の3）によれば株主の新株引受権を奪うことが可能とされている（同条2項）ので、国家等の持株比率の減少の可能性は残っているといえよう。したがって、そのような国家等の持株比率の減少を生じる取引は、民営化決定機関の同意事項になり、これを得ない場合は裁判所が民営化決定機関に対してその取引の無効を確認することができると思われる。

しかし、このような広範な民営化禁止企業の指定や民営化決定機関の大幅な関与は、ブルガリアの企業社会の活性化・市場経済化にとっては障害となるものであって⁽⁴²⁾、過度的なものとしてのみ肯定できるものであろう。将来的には、国家等の支配力維持は必要最小限度にとどめるべきであり、それも商法的な方法によるものに限定されるように改めていくことが望ましいと考える。

(41) 金融資産に関する取引については、その金額の多寡にかかわらず、必ず民営化決定機関の許可を受けなければならない。

(42) 国家が会社株式の大多数を保有する場合、その企業の財政状態はよくなく利益配当率も低いし、また放出する株数が少なくその売却による収入も小額であることからすれば、財政にとっても利益とはいえない。

5 譲受人の確保

5.1 経営の経験者への企業の譲渡

5.1.1 既存商社会社

国有企業等の民営化政策について経営の効率性と生産性の向上とを目的とすると、その支配権の譲渡先を当該事業部門の経営に精通している者（会社）とすることはありうべきことであろう。そのような者（会社）を当該企業の利害関係人・支配株主（社員）に取り込み、その者またはその者が選任する者によって企業経営がなされるようにすることは、通常の場合には合理的な方策であると考えられる。ブルガリアでも、国有企業等の持分・株式を既存の（民間の）商社会社⁽⁴³⁾に譲渡することが構想された。

この方法の場合は、国家等の企業に対する支配力は相対的に低下あるいは著しく減殺されざるをえない。しかし、この方法にはそれにもまさる価値があるということであり、その価値はまさにブルガリアでなされようとしている民営化政策の究極の目的とも一致するのである。国家等の有する株式等の大半（通常は、70%から100%と想定されている）は民間セクターに譲渡される。その場合の譲受人は1人（1社）の主要投資家（Основен инвеститор）である。1人の者（1社）に権限が集中する方が、その活躍を促進すると考えられているからである。購入者を決定するために、入札、競売、直接交渉のいずれかの方法がとられる。公開の売出しは株式の分散を伴うので、この場合にふさわしい方法とは考えられていない。なお、1人（1社）に株式等が譲渡されるこの方法の場合も、前述した従業員の優遇

(43) 1991年6月18日に公布され、7月1日に実施された商法では合名会社、合資会社、有限会社、株式会社および株式合資会社が「商社会社」として定められた。そして、Consortium および持株会社（Holding）が商社会社の「結合」として認められた。

買付制度が適用される点は注意がいる。しかし、いずれにしても、結果として株式の分散はほとんど生じない点がこの方法の特徴である。

国家の民営化政策の社会的機能、すなわち、労働力の維持・確保等は、この新たな支配株主（社員）によって実行されることになる。したがって、この新たな支配株主等に一定の義務を課すことが構想される。たとえば、一定期間内は当該企業を解体しないこと、企業の主要な活動を変更しないこと、一定額の投資（設備投資）を行うこと、一定の労働人数を確保または増加することなどが、譲渡契約（民営化契約）の中で定められる例である。そして、その義務のもつ社会的性格からすると、完全な履行を確保・監視することが求められる。1995年と1996年の民営化プログラムにおいて譲受人が一定期間民営化実施機関の監督に服するものとされるのはそのためである。しかし、このような国家の監督を長期にわたって認めることは、完全な民営化の趣旨に逆行するともいえる。将来的には司法的な救済に委ね、経営の監視についてはむしろ市場メカニズムに委ねることの方が効果的であると考ええる。国家による監督はあくまでも過度的なものとしてのみ用いられるべきものである。また、譲受人にとって義務が過酷ということはこのような方法の実施を困難にするおそれもある。民営化前に企業の再建も義務づけられていないので、この方法は赤字企業の民営化に利用されることが予想されている。その点でも譲受人にとって多大の負担となることは疑いない。さらにいえば、国家企業等⁽⁴⁴⁾の株式等の譲渡を受けた商事会社は、それが支配株式・持分である以上は親会社と子会社とに関する商法の規定に服することになる。商法上の子会社は持株会社がその株式・持分の総数の25%以上を直接・間接に所有もしくは支配し、または

(44) 株式等を譲渡する国家企業（民営化対象企業）は、普通、一人会社である。株式等の譲渡の結果、その企業は一人会社から普通会社に形態変更する。形態変更の場合には、新会社の登記ではなく、新しい事項の登記だけが行われる。最高裁, *Φ-35/2. 6. 93, V, CPN. 47, Sudebna praktika na Vurhovniya Sud na Republika Bulgariya* (The Practice of Bulgarian Supreme Court), at 50-52.

その会社の経営理事会の役員の過半数以上を直接・間接に選任することができる状態にある会社と定義されているからである（商法277条3項）。そして、ブルガリア商法では、持株会社（親会社）はその資本の25%以上を直接に（複数の）子会社に出資しなければならないともされ（同条2項）、親会社にとって子会社管理に多大の負担を強いられることになる点が問題となるであろう⁽⁴⁵⁾。そこで、たとえば、対価の支払方法について、対外債務や国内債務を転換した国債による支払の方法の利用⁽⁴⁶⁾を拡大することや、一定期間の免税措置や購入資金の借入をする際の優遇措置なども考慮する必要があるかもしれない。

いずれにしても、この方法は、譲受人になってくれる内国法人の存在が前提となるものである。しかし、現在、投資能力の点でブルガリアの商事会社や自然人は外国の会社や自然人に劣っているので、国家は完全な民営化の受け皿としてはむしろ外国の資本に頼らざるをえない状況にある。外国資本によってブルガリアの企業が支配されることには強い抵抗が予想されるが、国家に譲受人の選択権があることが歯止めになると考えられているようである。

5.1.2 当該企業の経営者等

当該企業の従業員や経営者は会社の将来に最大の関心を持っているであろうことは容易に想像される。とりわけ企業の経営効率性が著しく低く、国内のみならず外国に適切な譲受人が見つからない場合には、彼らだけが譲受人となりうる候補者ということになるであろう。しかし、問題は購入資金である。彼らが十分な資力を有する場合は問題ないが、それが不足す

(45) 他方、そのような政策を是認するにしても、実際にそれだけの出資をしたかどうかを確認する方法がない。

(46) 対外債務転換債による支払は購入する株式、持分、資産の価額の50%以内に制限されている。「ブルガリア共和国の対外債務に関する国債による民営化への参加の条件および方法に関する規則」は1994年11月25日の政令第278号で発せられ、1995年2月20日の政令第41号でその規則の3a条は改正された。

るときは何らかの工夫が必要である。

LBO (leveraged buy-out) は、企業資産に担保権を設定しまたは企業の将来の利益を引き当てに提供された借入金を使って、当該企業の資産または株式等を購入することである。経営者がこの方法を用いる場合を MBO (management buy-out)、従業員が用いる場合を EBO (employee buy-out)、両者が共同する場合を MEBO (management-employee buy-out)、企業外の者が用いる場合を MBI (management buy-in) と呼び区分することが可能である。MBO の場合には、通常、企業の所有は国家等から当該企業の経営者に移転する。この購入資金は、銀行からの貸付金、機関投資家からの資金、個人投資家からの資金などがあてられる。経営者が合理的に当該会社の事業を経営するためには株式総数の 5 % 以上を保有する実質的所有者とならなければならないと解されている。EBO の場合には、それが従業員全体に移転する。MEBO の場合には、経営者のみならず従業員も所有者として参加することになる。したがって、経営に対する従業員参加が必然となるであろう。これに対して、MBI の場合には、購入希望者に対する企業情報の提供の問題がありうる。十分な情報がないままに購入を希望することはリスクが大きいといえ、換言するならば、十分な情報提供の制度がない限り、民営化を MBI の方法に期待することは難しいともいえるであろう。その意味では、企業内の者が参加する前 3 者の方式の実際的な重要性は非常に高いと考えられる。

もっとも、前述したように、企業内の者が参加する⁽⁴⁷⁾前 3 者の場合であって、かつ、民営化対象企業が商事会社に変更していない国有企業の場合は、その全体を取得するとき、または商事会社に変更した国家企業の場合は株式・持分のを購入するときには、そのための別法人（株式会社、有限会社または協同組合）を設立しなければならないものとされている（民営化法 25 条 3 項、31 条 5 項、35 条 1 項 1 号）。この別法人はいわば純粹持株会

(47) 厳密に言えば、民営化法 5 条 2 項の該当者も含まれる。

社の役割を果たすものと考えられ、通常の場合にその別法人の資本の全額が購入資金に充当される。このような資金の利用方法については、商法の持株会社に関する規定が子会社に直接投資されなければならない割合だけを定めており最高限度額を定めていないので、ことさら違法となるものではない。ただし、たとえば株式等の取得に全資本が用いられた場合を考えると、この別法人の資産は金銭が全くなき株式等だけということになり、民営化政策においてそのような会社の存在を強制する理由が今一つ判然としない。従業員等の利益を考慮するのであれば、むしろ直接に従業員等に株式保有をさせ、運用等を信託会社に委託するような制度を構想した方がよいのではないか。

経営者や従業員の現実の資金力・支配能力にかんがみると、購入資金として借入金への依存度が高まることは容易に予想される。そこで、ブルガリアでは、前述したように、購入代金の減額や支払方法についての優遇措置が設けられているのであるが、借入金については通常の場合に担保権（抵当権）が設定され、その目的物として企業自体の財産が差し入れられることが特徴となる。また、融資の条件として、貸主に対して当該企業の償還権付き優先株式や返済未了元本に相当する株式を交付する権利を与えることも行われている。その結果、当該企業の資本構成は多様になる。また、借入金の依存度が高いということは、実質的にみれば、経営者や従業員に融資をした銀行等の企業支配力が大きなものになることを意味する。前述したように、商業銀行は対企業債権と引き換えに当該企業の株式等を取得できる制度があるので、その潜在的な支配力は容易に顕在的な支配株式等に転換することができる。その支配力を排除するには、経営者または従業員自身の資力が十分であることが必要となろうが、ブルガリアの現状がこれを許すのかどうかは別問題である。

経営者等の支払能力と購入代金の関係から考えると、この方法は中小規模の企業にふさわしいものといえるであろう。またブルガリアでは、自社意識のある者に企業支配を委ね、また外資をことさら導入しなくともよい

という点は、この方法のメリットとして捉えられている⁽⁴⁸⁾。現に、1995年に104の国有企業全部に関する民営化取引のうちの25取引、また1996年1月から8月までに民営化庁が実行した44の民営化取引のうちの30取引がこの方法で行われたことは注目すべきことである。

5.2 大衆民営化

(1) 1994年改正民営化法

ブルガリアでは民営化対象企業の数が圧倒的に多いので、既存の商事会社や経営者・従業員を譲受人とした民営化方法だけで完全な民営化を実現することは困難である。譲受人として国民全体を構想することが必要であり、それはまた企業は国家・国民のものであるとしてきたこれまでの国民意識とも合致するものである。しかし、高率のインフレと貯蓄に対する利子率の高さ（1996年に100%にも達した）ゆえに、国民にその貯蓄を企業購入資金を振り向けさせることは容易ではない。そこで、株式等の無償交付の構想が生まれた。それが、1994年6月9日の改正民営化法に導入された「投資証書による民営化（Приватизация чрез инвестиционни бонове）」、いわゆる「大衆民営化」である。すなわち、国民大衆は手数料を負担するだけで原則として無償で交付される投資証書を株式等の購入代金に充用することができ、これによって民営化に参加することができるようになったのである。大衆民営化とは、一言でいえば、投資証書と株式等の交換により民営化（私有化）を促進しようとする制度である。

第1回目の大衆民営化の実行のために、1994年8月16日に「1994年の第1回目の大衆民営化の手続に関する政令第165号」が内閣から発せられた。この政令により、大衆民営化庁（民営化庁とは別組織）が投資証書による民営化の管理にあたる内閣直属機関として設置され、この大衆民営化庁に

(48) MBOの方法を利用して80年代にイギリスで2992、フランスで430、アメリカで1000以上の取引が行われた。旧東ドイツでは中小企業の大部分（2700企業）がMBOの方法で民営化された。

よって大衆民営化の対象となる企業の一覧表が作成された。内閣はこれを確認したが、この第 1 回目の大衆民営化は実際には実行されないまま終わった。実行に関する準備の不足と政権交替がその理由である。

(2) 1995年改正民営化法

1995年に新たに組織された内閣のもとで新しいプログラムが作成された。その一覧表によれば、*1063の国家企業が対象企業に含まれている。また大衆民営化の実施に関するいくつかの規則も採択・制定された。一方、1995年末に民営化法が改正され、大衆民営化対象企業が国家企業株式会社に限定されることとなった（同法43条）。また民営化基金に関する特別法も制定された。

(3) 対象企業

前述したように、この方法で民営化される企業は、投資証書による民営化プログラムとその一覧表に記載されたものに限定されている。良好な財政状態にある大規模企業（最終の年次貸借対照表における長期的有形資産の総額が5000万レヴァ以上のも）だけでなく、中小規模の企業も一覧表に登載されている。もっとも、それら企業について放出される国家の持株割合は国家の支配力の留保などの政策的観点から多様であり、25%、65%から70%まで、または80%から90%までの3つのグループに分けられる。

(4) 投資証書の発行等

投資証書は、額面金額が1投資レヴァ⁽⁴⁹⁾の有価証券であって、各人⁽⁵⁰⁾が取得できる総額は25000投資レヴァとされている（47条1項）。利息は付されない。有価証券とはいっても個々の証券は発行されず、記名式の証書通帳が交付される（44条1項、48条1項）。証書通帳を取得するには原則として500レヴァの手数料の支払が必要であるが（48条2項）、それ以上の出費の必要はない⁽⁵¹⁾。投資証書は相続の対象とはなるが、原則として譲渡

* 39ページ参照。

(49) 投資レヴァは通貨として用いることができず、大衆民営化の場合のみににおいて用いられ、投資証書の額面金額を表わす単位である。

(50) 原則として18才以上のブルガリア人が対象とされている（47条）。

不能である。譲渡が認められる場合も、配偶者、直系親族、2親等内の傍系親族に限られ、1回に限って認められる（44条2項）。投資証書を担保の目的物とすることはできない（44条4項）。すなわち、投資証書の使途は、大衆民営化プログラムにおける株式の取得の際の対価としての提供（49条）と、民営化基金への出資（44条3項）に限定されるのである。

投資証書の有効期限は、前掲の1994年の政令第165号では、競売に使用されなかったものは失効する旨が定められていたが（6条2項後段）、1995年の政令第170号では特段の定めがない。しかし、民営化法48条3項は、証書通帳は大衆民営化の各回において確証されると定めているので、投資証書は中央競売の各回の競売の終了時まで使用されないと失効すると解すべきであろう。

（5）投資証書による株式の取得手続

大衆民営化における譲受人と対価の決定は中央競売により行われる（51条）。具体的には、1995年の政令第171号「投資証書により行われる民営化プログラムに記載された企業の株式の売却のための中央競売の手続に関する規則」により実行される。

中央競売によることを強制した理由は、数多くの対象企業の株式の売却が同時に行われることで、その価格の比較が容易になり、効率的な資金の配分を実現することにあると理解される。中央競売が何回にわたって行われるかについては、1994年の政令第165号では4次にわたって大衆民営化庁により行われるとされていたが（6条2項）、1995年の政令第171号によれば、各回3セッション制で行われ、内閣により任命された競売委員会が管轄することだけが定められており（2条1項）、何回行われるかについては特段の定めはない⁽⁵¹⁾。

(51) 証書通帳の発行、記載手続、受取の方法、投資証書の処分の方法については1995年に政令第170号で発せられた規則が適用される。

(52) 中央競売は2回目にわたって行われるとの予測がある。Current Foreign..., *supra* note 13, at 7; Continent newspaper, N. 244 /18 Oct. 1995, at 9.

競売に対して、大衆は直接に参加することができるが、民営化基金を通じて参加してもよい（49条1項）。直接に参加するときでも、公証された代理人によって参加することができる（49条2項前段）。

（6）民営化基金

前述したように、大衆民営化においては、大衆は直接参加する代わりに「民営化基金」を経由して民営化手続に参加することができる。

「民営化基金」は、大衆民営化のために設立される株式会社形態のファンドであり、もっぱら民営化対象企業の株式の取得・保有を目的とする。外国人も一定の条件のもとでこれを設立することができる。大衆は、交付された投資証書をもって直接民営化対象企業の株式を取得するのではなく、その投資証書の額面金額をもって民営化基金株式を取得することによって、民営化企業の株式の実質的所有を実現するのである。ブルガリアでは、民営化基金による方が個人レベルで単独で株式を取得するよりも有利であると理解されているようである。第1に、情報の面なども含めて将来の採算性の向上が見込まれる企業をより適切に選択できるであろうこと、第2に、民営化基金は複数の企業の株式を保有することになるが、その方が危険の分散にもなり、また個人レベルでそのような複数の企業の株式を取得・保有することは困難であること、第3に、同様に資金量の点で個人では少数株式しか取得・保有できないが、民営化基金では比較的大量の株式の取得が可能であり、経営者に対する効果的な影響力を行使できること、などである。

しかしながら、このような「民営化基金」の法的な位置づけをめぐっては、なお議論がある。第1に、民営化基金と国家との関係である。民営化基金は「有価証券および証券取引所の委員会」の許可を得て設立される特殊な株式会社であって、その活動については情報の公開が特に求められている。前述したように、外国人もこれを設立することができるが、その場合も同委員会の許可を必要とする。

第2に、それが恒常的な機関なのかどうかである。この点については大

いに議論がなされたが、最近、立法的な解決が図られた。すなわち、民営化基金は、最終の中央競売が実施された後6ヵ月以内に、投資会社または持株会社に変更することができるとされたのである。（「民営化基金に関する法律」経過・終末規定 §4）⁽⁵³⁾。このように、現在の一連の民営化手続が終了した後は、民営化基金は純粋な投資会社または持株会社として存続する可能性が認められたのであるが、いつその民営化が終了するのかや、投資会社・持株会社に変更されなかったとき（「できる」とされるにすぎない）民営化基金はどうなるのかなど、依然として不明な点が多い。むしろ、「民営化基金」の株主としての大衆の利益保護を考えると、投資会社・持株会社として存続するもの、とするのが妥当である。

第3に、民営化基金による株式支配の問題である。この点で、「民営化基金に関する法律」は、民営化基金は1つの商事会社の議決権株式の総数の34%以上を取得してはならないと規定している（同法30条1項）。34%基準は中途半端な数のようにも思われるが、ブルガリア商法では、株主総会決議について普通決議も特別決議も定足数の定めが特になく、したがって34%保有でもかなり実質的な支配力を行使できるものと思われる。そして、株式会社形態をとる民営化基金の経営者が当該民営化企業の経営者を選びまたは自ら兼任したりすることが少なくないと思像されるので、民営化基金の経営に関する義務や責任が民営化基金の経営者に問われる場合が少なからず生じるであろうと思われる。その意味では、民営化基金という株式会社の経営監督が重要となる⁽⁵⁴⁾。民営化企業の経営の適正化は、究極的にはその基金のそれにもつながると考えられるからである。いずれに

(53) 但し、投資証書に関する権利を履行した場合に限る。

(54) チェコでは、企業の経営に対する監査を行う機関として経営基金（management funds）が設置されている。同基金は相談、協議、情報、監督などによって、企業の事業計画の作成・実施に助力し、短期業績を監督している。経営助力および経営者の選任についての条件設定、経営者報酬決定は基金の重要な役務である。基金の当初資金は国家、銀行、投資家および株主により与えられる。Information Bulletin, Privatization Agency, 1993, N. 6, at 15.

しても、将来的には、前述したように、純粹投資会社または持株会社規制の枠組みの中で処理されるべき問題が多く含まれているといえよう。

(7) 大衆民営化の現状

前述したように、1996年末には、「大衆民営化」の第1回の中央競売が実施され、大量の株式の放出が実現した。具体的には、968社の資本における25%から90%までの株式が民営化の対象となった。そのうち41.36%を占める株式が売却された。341社においては大衆民営化の対象となった資本割合は完全に売却され、他の627社においては部分的に売却された。

大衆民営化という政策は、国民全体に民営化への参加について平等な権利を与えるものであり、それによって国有企業の私有化への大衆の抵抗が緩まり、社会からの支持をえられるなど、きわめて合理的な方策であるといえる。そして、民営化基金は購入した株式および資金調達のために自ら発行した株式を証券市場で売却することができ、その結果、株式市場の活性化に資することにもなるであろう。また、外国の金融機関も民営化基金というファンドを設定して、あるいは既存の民営化基金の株式を取得することで、ブルガリア企業への資本参加が容易になると期待されている。

6 証券市場における国有企業等の株式の大量売却

今日のブルガリアでは、直接に事業に投資する投資家の数が圧倒的に少なく、いわゆる機関投資家と呼ばれるものもほとんど存在していない⁽⁵⁵⁾。つまり、ブルガリアでは資本市場・証券市場が十分に発展していないのである。

(55) 現在ブルガリアに存在している「投資会社」は、広く投資対象を有するのではなく一定の事業についてのみ投資を行っているにすぎず、またそのような企業の経営を担当している場合が多い。その投資行動は、ブルガリアの個人投資家の場合とあまり違いはない。

そのような状況において、国有企業等の民営化の促進と幅広い「非国有化」政策を実行しようとするならば、複雑で、しかも実行の難しい計画を策定することが重要であり、やむをえないことであるが、将来的にみれば、資本市場や証券市場の充実・発展は不可欠である。むしろ、民営化のプロセスも、理解が困難なほど複雑な官僚主義的な手続で行われるのではなく市場での自由な株式の売買によるならば、外国の投資家に対する透明性も増し、外資導入も促進されるのではないかと思われる。

ブルガリアでも、資本市場・証券市場のための法制度の整備が急務であることは言うまでもない。しかし、「有価証券、証券取引所、投資会社に関する法律」が採択されたのは1995年7月になってからのことであった。以前、いくつかの私設の取引所の登録がなされたが、必ずしも成功せず、国有企業等の株式の大量放出の受け皿となるべき証券市場の整備はまだまだ十分でないのが現状である。したがって、日本のNTTなどのように、証券市場に向けられた株式の放出という方法は、ブルガリアではいまだ完全に実行できる段階にないといわなければならない。

唯一の例外が、1994年5月に行われた Grand Hotel Varna 一人株式会社の株式の市場での「売出」である。もっとも、その株式数は発行済み株式のわずか5%を占める無記名株式にすぎず、その「売出」の方法も文書による競売（入札）といった方がよいようなものであった⁽⁵⁶⁾。すなわち、売主は民営化庁、金融仲介人はある合資会社、そして受託者は国家貯金銀行であり、購入希望者は一定期間（1ヵ月）以内に受託者に対して購入希望株式と購入希望価格（価格は記載してもしなくてもよい）とを記載した購入申込書を手付け金（購入希望価格の10%）を添えて提出し、期間経過後に価格上位者から順次落札するというものであった。申込については、希望株式数の上限の定めも最低数の定めもなかった。期限経過後集計され、落札者は売主に代金を支払い、株式を取得した。このケースでは、売出予

(56) Information Bulletin, Privatization Agency, 1994, N. 3, 7, 8.

定株式のほとんどすべてが売却できたが、いわゆる「セリ」による自由な売買価格の設定というものはなく、また競売（入札）にあたっても参考となるべき流通市場の価格は存在しなかった。

このケースからの教訓は、証券市場の整備と関連する法制度の整備とを急がなければならないということであった。1995年の証券取引法の成立によって「売出」による民営化がどの程度実行されるのかは興味深いことである。「売出」の方法による民営化が増えてくるとの期待がある一方で、急には増えないとの見方もある。いずれにしても、証券市場が発展することの意味は、企業の時価が市場のメカニズムにより形成されるということである。公正な証券市場が実現すれば、企業間における適正な資源の配分も実現する。ブルガリアでは、正直なところ、証券市場に関する法制度を含む諸制度の整備がはじまったばかりというのが現状である。

ま と め

様々な民営化方法を利用することによって、ブルガリアでの民営化は徐々に進んでいる。実際に、ブルガリアの民営化は、1992年の民営化法の採択後、1993年にスタートしてから、1993年に63、1994年に162、1995年に309、1996年に428、合計962の国家企業が民営化（私有化）された⁽⁵⁷⁾。民営化しなければならない国家企業の数とその有する財産の価値に比べれば、これは民営化の目立った進展とはいえない。しかし、商法に基づいて設立された民間企業の役割は拡大しつつある。経済改革が始まった1991年に国民総生産（GDP）における民間企業のシェアはわずか6.4%を占めたにすぎなかったのに対して、1994年には30%、1996年には45%にも達した。同期間内に50万以上の民間会社が新しく設立された。それにもかかわらず、国家全体からみれば国家はなお全企業の財産の90%以上を持ち続け

(57) Information Bulletin, Privatization Agency, 1996, N. 3, at 2, N. 12, at 10.

ており、大衆民営化とその他の方法との組み合わせによる1000以上の国家企業株式会社が民営化するとしても、国家所有の約3分の1のみを民営化（私有化）したにすぎないといわれる⁽⁵⁸⁾。全国家企業の財産の簿価は1兆レヴァに達するのに対して、会社と国民の貯金額はその4分の1にすぎないというマクロ的状況からすれば、企業の所有構造の変更を促進する政策が必要である。それゆえに、ブルガリアでの民営化の成功のためには、①支払不能債務に関する債券（ZUNK bonds）および対外債務に関する債券（brady bonds）による支払方法の利用を拡大すること、②従業員および経営者の参加を拡大するために、民営化法に規定された方法（貸借契約、経営契約、M/EBO、優遇条件での株式取得など）を利用すること、③大衆民営化および無償株式の取得を促進すること、④証券取引所による株式の売買を活性化すること、および⑤外資の導入を促進すること、などが必要である。そのための法律上の手当は全て一応なされているが、実際にこれらを運用することが必要であると同時に、マクロレベルでの対策も採らなければならないであろう。たとえば、貸付金に対する金利を減少させること、ブルガリア投資家に優遇条件での借入を認めること、利益配当額が金利より低いと株式に投資する魅力がなくなるため、貯金に対する金利を引き下げること、企業の民営化後一定期間内を免税または減税とすること、などである。そして、発行市場だけではなく、流通市場の促進に向けた施策も必要である。なお、銀行も民営化の対象になる必要がある。銀行には債権者としても民営化に参加する権利が認められているので、現在国家の広範な監督の下にある銀行がこの権利を行使すれば、民営化した企業に対して間接的に国家の所有および監督が残ることになる。特に、銀行が破産すれば、国家金融制度および銀行制度を保障するために、民営化した企業に対して改めて国家の監督が回復されなければならないという主張が出てくる恐れがある。そのためにも、銀行の民営化はより重要である。現在、

(58) Current Foreign ..., supra note 13, at 7.

ブルガリアでは民営化過程に伴う問題が多いが、また民営化は進めば進むほど、新しい問題も出てくるのである。

む す び に

本稿では、ブルガリアで行われている民営化の過程を法的角度から考察し、その問題点および特徴を検討してきた。これを総括して見れば、次のようになる。

まず、民営化の概念については、ブルガリアでは所有の変更が民営化の中心的要素であり、これを通じて、経営の変更が図られている。

ブルガリアでは数多くの企業が民営化の対象であるので、企業毎の特別法が設けられておらず、すべての国有・市有企業は商法に基づいて一人会社化され、民営化法およびその付属法令に基づいて民営化（私有化）が行われるようになっている。

事業の重要性によって、一定の企業が民営化することが禁止されており、その他の企業に対しては国家の支配が維持されているが、それでも、大多数の企業が完全に民営化されなければならないとされている。その企業の民営化を促進するためには、一定の者に対して優遇条件で民営化に参加することが認められ、無償で取得できる投資証書によって国民全体の参加、いわゆる大衆民営化も認められている。また、銀行を含む債権者の参加および外国からの投資家の参加も可能である。参加方法としては既に数多くの法令があり、それぞれに様々な方法、技術、支払方法などが規定されている。しかし、これらは民営化のプロセスをかえって不明確で困難なものにしており、簡略化が望まれる。

一見でブルガリアの民営化過程は自由主義的、民主主義的に見えるが、実際に、民営化は国家の監督の下で行われる。民営化決定機関および民営化実施機関は、内閣、主務大臣または民営化庁であること、国家は一定の企業におけるその支配権を留保すること、株式譲渡契約に記載された義務

の履行は民営化実施機関により監督されることなどは、その一例にすぎない。

このように国家の監督のもとで様々な民営化方法、様々な支払方法、従業員に対する優遇条件および特別な民営化技術が利用されている。ブルガリアでの国家所有株式は有償売却と同時に、大衆民営化という国民が無償で民営化株式を取得できる方法も導入された点は注目される。また、「有価証券、証券取引所、証券会社に関する法律」の採択は民営化の促進のために必要な一歩であった。現在のところ、それぞれの民営化方法の特徴、企業の重要性、規模、その財政状態を考慮しながら、その企業に最も適当な方法の選択またはその組み合わせが採用されている。その結果、完全な民営化を実現した企業もあるのに対して、部分的な民営化にとどまる企業もある。本稿では、どの場合にどのような企業が成立するかをサーベイし、その企業がかかえる問題について若干の示唆を行ったが、将来、一層詳細な検討が必要であると思われる。そこには、国家株主以外の株主がいたり、国家株主が全くいない状況が出現するが、それが民営化の結果である限り、当然のことである。そのような会社は当初から商法の規定に従って新設された会社と異なるところが多くありうるかもしれない。いずれにしても、私有化がさらに進んだ時点でブルガリアの商法学は新しい問題に直面するであろう。

一般的に、民営化した企業については、次のような問題が生じると考えられる。

- 1) 部分的な民営化の場合には、国家の保有する株数が多く（50%以上）、その他の株式は不特定多数の者に分散する場合であれば、支配株主としての国家の経営への関与と民営化会社との関係、国家の利益と少数派（民間）株主の利益のバランス、とりわけ大衆株主の保護などの問題が出てくる。
- 2) 国家保有以外の株式が分散するのではなく、株式保有が国家の資本参加が50%以下の他の（株式）会社に集中することもありうる。そのとき

は、法人株式保有にかかる問題が生じるであろう。その場合には、ブルガリアの民営化法にあるこのような会社の財産譲渡禁止規定（民営化法経過・終末規定 §10）も問題となるであろう。

3）これに対して、完全な民営化の場合には、「主要な購入者」がいるとしても、民営化する企業に勤めている従業員は常に株式の20%以内を取得する権利をもっているため、この権利を行使すれば、従業員の経営への参加が可能である。この場合に、主要な購入者が会社であるとき、民営化した会社との関係において持株会社となるのか、「結合」に当たるのかという問題を考えなければならない。

4）M/EBO の場合は、普通、借入行為を伴うので、借入金に付した返済条件によっては潜在的な株主が存在している。この場合には、銀行の役割が重要になる。しかし、その銀行の多くは現在国家のものであるため、その民営化も必要である。それが行われないとすれば、銀行がその株主になった際には、実質的には国家所有と変わらないので、再国有化になってしまう恐れがある。銀行がその企業に対して有している債権と引き換えに民営化する企業の株式を取得する時にも、また同様の問題が生じる。

5）大衆民営化の場合には、民営化する企業の株式は分散するので、民営化基金の役割が大きくなっていく。その関係で、投資会社や持株会社を研究する必要である。将来の課題である。

このように、思いつくだけでも、部分的な民営化または完全な民営化の企業については、数多くの問題がありえ、これらを詳細に検討する必要がある。とりわけ、株式の売出しは民営化の方法として利用されるだけではなく、将来、会社の上場を伴うものであるため、上場制度との関係も詳細に研究しなければならない。いずれの点に関しても、日本の経験に学ぶところが多いと思う。特に、公益性・独占性を持っている大規模の企業の民営化の際には、日本の民営化の手法や問題点を検討することは意義あることであろう。