

氏名	NGUYEN VINH THANH (グエン ヴィン タイン)
本籍	ベトナム社会主義共和国
学位の種類	博士(学術)
学位の番号	博甲第95号
学位授与の日付	2020年9月7日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
学位論文題目	ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究

論文審査委員	(主査)	桜美林大学教授	境	睦
	(副査)	桜美林大学教授	金	山 権
		桜美林大学教授	坂	本 恒 夫
		明治大学教授	三	和 裕 美 子

論文審査報告書

論文目次

目次	I
図表一覧	IV
序章	- 1 -

1. 研究背景	- 1 -
1.1 1986年の経済刷新	- 1 -
1.2 W T O加盟と法制度の改正	- 1 -
1.3 国有企業の民営化・株式化の促進	- 2 -
1.4 外国人投資家の発言力の強まり	- 4 -
1.5 ベトナムの銀行と国有企業のコーポレート・ガバナンスの欠陥	- 6 -
1.6 コーポレート・ガバナンス改革と執行機関へのモニタリング機能強化	- 10 -
2. 本研究の対象企業	- 10 -
2.1 ベトナム企業概念	- 10 -
2.2 国有企業と国資企業概念	- 12 -
3. 研究目的	- 14 -
4. 本論文の意義と構成	- 15 -
4.1 研究意義	- 15 -
4.2 論文構成	- 16 -
第1章：コーポレート・ガバナンスを巡る背景と理論	- 19 -
1. コーポレート・ガバナンスの歴史の変遷	- 19 -
1.1 コーポレート・ガバナンス論のはじまり	- 19 -
1.2 コーポレート・ガバナンス論の展開	- 19 -
2. コーポレート・ガバナンスの定義	- 21 -
3. コーポレート・ガバナンス論の枠組み	- 24 -
3.1. エージェンシー理論に基づくコーポレート・ガバナンス論	- 24 -
3.2 スチュワードシップ理論に基づくコーポレート・ガバナンス論	- 26 -
3.3 資源依存理論に基づくコーポレート・ガバナンス論	- 27 -
3.4 共通価値経営理論と企業のコーポレート・ガバナンス	- 28 -
4. 取締役会構造と株式所有構造に関する先行研究	- 29 -
4.1 取締役会の多様性	- 29 -
4.2 取締役会の規模	- 31 -
4.3 外国人株主と機関投資家	- 31 -

第2章：日米のコーポレート・ガバナンス.....	- 33 -
1. 米国のコーポレート・ガバナンスの歴史と変貌.....	- 33 -
1.1 米国のコーポレート・ガバナンスの変容の歴史的背景.....	- 33 -
1.2 米国のコーポレート・ガバナンス・モデルの特徴.....	- 35 -
1.3 米国における独立取締役制度の導入.....	- 36 -
1.4 エンロン事件以降のコーポレート・ガバナンスに関する法制度の改革.....	- 39 -
1.5 米国のコーポレート・ガバナンスの特徴と問題点.....	- 42 -
2. 日本のコーポレート・ガバナンスと「利害関係者資本主義モデル」.....	- 42 -
2.1 内部経営システム.....	- 43 -
2.2 外部経営システム.....	- 44 -
2.3 日本企業の機関設計.....	- 45 -
2.4 コーポレート・ガバナンスに関する法規制.....	- 48 -
2.5 社外取締役制度と委員会制度導入の状況.....	- 51 -
3. 米国と日本のコーポレート・ガバナンス比較.....	- 55 -
第3章：中国とシンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス改革.....	- 57 -
1. 中国におけるコーポレート・ガバナンス改革.....	- 57 -
1.1 中国企業を取り巻く企業環境の変遷.....	- 57 -
1.2 中国におけるコーポレート・ガバナンス理論.....	- 60 -
1.3 コーポレート・ガバナンスに関する規制.....	- 63 -
1.4 国有企業のコーポレート・ガバナンス.....	- 68 -
1.5 小結.....	- 72 -
2. シンガポールにおけるガバナンス改革.....	- 73 -
2.1 シンガポールの法規制と会社形態.....	- 73 -
2.2 シンガポールにおける株式会社機関.....	- 73 -
2.3 シンガポールのテマセク社.....	- 76 -
3. 中国とシンガポールの比較.....	- 80 -
3.1 両国のコーポレート・ガバナンスの特徴.....	- 80 -
3.2 独立取締役制度の導入.....	- 81 -

第4章：ベトナムにおける国有企業の民営化・株式化の歴史と変貌.....	- 85 -
1. ベトナム国有企業の理論.....	- 85 -
1.1 国有企業の意義.....	- 85 -
1.2 ベトナムにおける国有企業の存在理由.....	- 86 -
2. 計画経済期の国営企業とドイモイ政策に至る経緯.....	- 89 -
2.1 計画経済期の国営企業.....	- 89 -
2.2 1986年のドイモイ政策に至る経緯.....	- 92 -
3. 経済刷新と国有企業の民営化.....	- 92 -
3.1 1986年の経済刷新.....	- 92 -
3.2 経済移行期における国有企業の特徴.....	- 93 -
3.3 ベトナム国有企業改革の目的.....	- 94 -
4. 国有企業の民営化・株式化の発展段階と国家資本投資会社（SCIC）.....	- 95 -
4.1 経済刷新から世界貿易機構加盟までの段階.....	- 95 -
4.2 世界貿易機構加盟以降の段階.....	- 97 -
4.3 国資企業の管理制度と国家資本投資会社（SCIC）.....	- 101 -
5. 小結.....	- 107 -
第5章：ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス.....	- 108 -
1. 2013年までのコーポレート・ガバナンス・モデル.....	- 108 -
1.1 ベトナム法制度.....	- 108 -
1.2 ベトナム企業の「二院的制度」モデル.....	- 109 -
1.3 ベトナム企業の不祥事P V Nの事例.....	- 110 -
2. 2014年以降のコーポレート・ガバナンス・モデル.....	- 114 -
2.1 2014年の新会社法.....	- 114 -
2.2 政府の法令 71.....	- 116 -
2.3 株式市場の上場企業に対する重要な規律.....	- 119 -
2.4 ビナミルク社の事例.....	- 122 -
3. ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの変貌.....	- 132 -
3.1 国資企業のコーポレート・ガバナンスの特徴.....	- 132 -
3.2 国資企業・国有企業・民間企業のコーポレート・ガバナンス比較.....	- 134 -

第6章：コーポレート・ガバナンス改革とその効果.....	- 137 -
1. 「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の分析.....	- 137 -
2. 実証分析	- 141 -
3. 小結	- 156 -
終章	- 158 -
1. 研究背景とこれまでの総括.....	- 158 -
2. 今後のベトナム国資企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデル..	- 159 -
3. 研究課題	- 160 -
参考文献（年代順）	I
日本語	I
外国語	X
ウェブサイト	XV

論文要旨

本論文では、ベトナムにおける国資企業のコーポレート・ガバナンスについて検討しており、以下の点が特徴として挙げられる。第1に、ベトナムにおける国有企業の民営化・株式化に至る経緯を丁寧に説明し、株式化・民間化された国資企業のコーポレート・ガバナンス・モデルを明らかにしている。第2に、独立社外取締役制度と委員会制度導入などのコーポレート・ガバナンス改革を実施したベトナム国資企業のパフォーマンスが向上しているのかを検証している。第3に、ベトナム国資企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルのあり方について検討している。本論文は序章と結章を含め、9章から構成されている。

序章では、本論文の背景や問題意識を明らかにしながら、研究目的と研究方法を説明している。

第1章では、コーポレート・ガバナンスに関する先行研究を整理している。これをもとに、コーポレート・ガバナンスの概念について考察しながら、本研究での議論を展開させるための定義を示している。そして、エージェンシー理論やスチュワードシップ理論ならびに資源依存理論などのガバナンスに関する理論的なアプローチも紹介している。

第2章では、日本と米国のコーポレート・ガバナンス・モデルを取り上げている。まず、ベトナム企業法が大きく影響を受けた大陸法の法体系を採用している日本のコーポレート・ガバナンス・モデルについて説明している。次に、2014年に改定された企業法は、米国の法制度も参考に行っていることから、米国のコーポレート・ガバナンス・モデルについても考察を加えている。

第3章では、ベトナムと政治体制が類似している中国とシンガポールのコーポレート・ガバナンス・モデルを取り上げている。シンガポールと中国では、1980年代以降、国有企業の民間化・株式化が促進された。両国では、国有企業の所有権と経営権は分離されたため、政府による直接投資がない。国有企業のガバナンスモデルについて、国有資産の経営権は国有資産経営の専門委員会または企業に委託されて、国家の代わりに国有資産経営の委員会が国有企業の株主になる。専門委員会の事例として挙げられるのは、中国の国務院国有資産監督管理委員会(SASAC)のような省庁間委員会モデルとフランスの政府保有株式監督庁(APE)である。国有資産経営の企業の事例として挙げられるのは、シンガポールの持株会社モデル(テマセク、Temasek Holdings)である。本論文では、中国の国務院国有資産監督管理委員会(SASAC)とシンガポールの持株会社モデル(テマセク)について考察している。

第4章では、ベトナムの国有企業改革について論じている。ベトナムの国有企業改革は、2段階に分けられる。1994年までの第1段階は「国営企業」から「国有企業」への変化である。この段階では、経営と所有が一体化している「国営企業」の「経営」と「所有」を分離させ、所有権は国家が持つが、民間人も経営可能な「国有企業」に変容したのである。1995年以降の第2段階は「国有企業」から「民営化」への部分的変化である。この段階では、「国有企業」の株式化が進展した。そして、ベトナムにおける「国営企業」から「国資企業」への経緯を説明している。さらに、株式化・有限会社化した国資企業を管理・監査している制度について概説している。2005年にベトナムの企業法を改定したことをきっかけに、新たな国有資産管理体制が設立された。旧国有企業では、国家資本の「管理」と「投資」のため、ベトナム政府は中国の省庁間委員会モデルおよびシンガポールの持株会社モデルという2つのモデルを検討したことがあり、最終的に後者のモデルを選択し、2005年6月20日に財務省傘下にベトナム国家資本投資会社(The State Capital Investment Corporation、SCIC)を設置した。

第5章では、同国のコーポレート・ガバナンス改革について論じながら、事例研究を進めることによって国有企業と国資企業のコーポレート・ガバナンスを比較検討している。まず、ベトナムのコーポレート・ガバナンス改革に関して、これは外部監査法人の独立性の確保、取締役会によるモニタリング機能の強化、取締役の中での独立社外取締役の確保、経営者の不正に対する罰則強化などのことを制度化したものであることを指摘している。さらに、事例研究も交えながら、ベトナム国有企業と国資企業のコーポレート・ガバナンスの比較分析を行っている。

第6章では、主に独立取締役制度と委員会制度の導入の状況を明らかにし、ベトナムの国資企業のガバナンス改革が企業パフォーマンスを向上させているのかを検証している。主に検証したいのは独立社外取締役制度と委員会制度の導入が企業パフォーマンスに与える影響である。しかしながら、サンプル数に制約があるため、他のガバナンス構造改革を表す変数も加えて、

いくつかの仮設を設定し、ガバナンス改革の有効性について分析を試みている。この結果として、独立社外取締役制度と委員会制度の導入について有意な正の結果は得られなかった。この要因として同国の独立社外取締役の独立性とスキルが乏しく、厳密にアウトサイダーであるとは言えない点が指摘されている。一方、外国人持株比率が高い国資企業と企業パフォーマンスの間には有意に正の関係があることを認識することができた。これは、アウトサイダーからの経営者へのモニタリングが有効であることを示唆している。つまり、独立社外取締役の独立性が担保されて、彼らに経営知識やスキルを備わっていれば、独立社外取締役制度が機能する可能性が高い。同時に、そのような独立社外取締役から構成された委員会制度を導入することにより、経営者へのモニタリングが強化されて、企業不祥事の抑制に寄与し、経営効率性を高めることが可能になると考えられる。次に役員持株比率は、5%の有意水準で企業パフォーマンスと正の関係にあり、エージェンシー問題を緩和させていると考えられる。言い換えると、経営者に株式報酬主体の報酬制度を付与すれば、彼らのモチベーションが高まり、エージェンシー問題の緩和により、企業パフォーマンスを高めることが可能になる。

終章では、第6章での結果をもとに同国における最適なコーポレート・ガバナンス・モデルのあり方について検討している。具体的には、独立社外取締役制度と委員会制度を導入し、経営者の報酬体系を株式報酬主体の短長期バランスのとれたものにするのである。これらの前提として、独立社外取締役の独立性を担保しながら、研修制度を整備することにより、独立社外取締役のモニタリングとアドバイザー能力も同時に高めることが必要である。これにより、企業パフォーマンスを高めるだけでなく、経営者の暴走も抑制することが可能になり、企業不祥事も未然に防ぐことができるようになると考えられる。

論文審査要旨

ベトナムでは、1986年12月にドイモイ政策により市場メカニズムが導入されて、計画経済から市場経済への移行が始まった。1990年代に入ると、同国政府は国有企業法を公布し、国有企業の株式化を促進させた。しかしながら、同時に国有企業の不祥事が多く発生し、コーポレート・ガバナンス改革が要請されるようになった。さらに海外投資家からの圧力も高まり、ベトナム政府は会社法改正やコーポレート・ガバナンス・コードの作成を進めている。以上の背景をもとに、本論文では、ベトナム国資企業のコーポレート・ガバナンス改革について、主に独立社外取締役と委員会制度の観点から国際比較や事例研究も交えて、実証分析を行うことによってその有効性を検証し、最適なガバナンス・モデルを提示している。

本論文から導き出されたベトナム国資企業のガバナンス・モデルのあり方についての主要な結果は、次の通りである。第1に、独立社外取締役と委員会制度を導入し、経営者の報酬体系を株式報酬主体の短中長期バランスのとれたものにするのである。第2に、その前提として、独立社外取締役の独立性を担保しながら、研修制度を整備することにより、独立社外取締役のモニタリング

とアドバイザー能力も同時に高めることが必要である。これにより、企業パフォーマンスを高めると同時に、経営者の暴走も抑制することが可能になり、企業不祥事も未然に防ぐことができるようになると考えられる。

最後に、本論文の課題について述べる。第1に、実証分析の調査対象企業数の問題である。2014年の企業法改正後から6年しか経過していないこともあり、本研究では86社のサンプルに留まっている。さらに、独立取締役に関する規定は2020年から効力を有するという事情もある。このため、独立取締役制度と委員会制度の導入の有効性については、推測に留まっている点が課題として挙げられる。今後、サンプル数を増やしてあらためて実証分析を実施する必要がある。第2に、コーポレート・ガバナンス改革の有効性の分析で、企業不祥事の抑止の効果が検証されていないことである。これは、開示されている情報量が極めて少ないことに起因している。そのため、インタビュー調査も交えた実態調査を今後は実施すべきである。第3に論文のストーリー性をさらに高める必要があるということである。

以上のような課題を残すものの、総合的に学位授与に足る水準に達していると認められる。よって、審査員4名は、桜美林大学博士の学位を受けるに値するものと判断した。

口頭審査要旨

2020年7月10日9時00分から公開による口頭試問が実施された。公開試問の最初の30分間は、執筆者本人が論パワーポイントを用いて口頭発表を行った。研究の背景と問題意識、研究目的、研究方法、分析結果、結論、本研究の限界と課題など、図表を提示しながら、論文についての詳細な説明が行われた。試問後半の30分は質疑応答であった。審査委員会の副査3名より、いくつかの指摘や質問があったが、的確な回答があり、彼の研究領域に関する学術知識を有していることを確認することができた。副査より、今後の研究に向けて「本論文での内容のストーリー性をさらに発展させること」「コーポレート・ガバナンス改革による企業不祥事の抑止効果の検証の必要性」などが提案された。

審査の結果、本論文は博士論文としての水準を満たす研究であること、執筆者本人が博士号の学位を授与するに十分な学術的知識、および、今後自立して研究を継続発展できる能力を有することが確認され、審査委員4名が全員一致で合格と判定した。