

2020 年度博士論文

ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究

桜美林大学大学院国際学研究科国際人文社会科学専攻

NGUYEN VINH THANH

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 WTO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

図表一覧

図表 1：ベトナム会社法の変遷.....	- 2 -
図表 2：株式化された国有企業数（社）.....	- 3 -
図表 3：国有企業の数.....	- 4 -
図表 4：ベトナム証券市場における海外投資家の純資産総額.....	- 4 -
図表 5：ベトナム証券市場における外国人に対する投資制限.....	- 5 -
図表 6：ホーチミン証券取引に上場している企業の外国人株.....	- 6 -
図表 7：ホーチミン証券取引所で現在の外国人持株比率.....	- 6 -
図表 8：ベトナム諸銀行の不良債権率と不良債権残高.....	- 8 -
図表 9：ベトナム国有企業の不祥事事件.....	- 9 -
図表 10：ベトナムにおける中小企業の定義.....	- 11 -
図表 11：ベトナムの企業数と割合.....	- 11 -
図表 12：ベトナム企業概念.....	- 12 -
図表 13：本研究の枠組み.....	- 18 -
図表 14：コーポレート・ガバナンス論の既存研究.....	- 20 -
図表 15：企業からの報酬の有無と企業への関与.....	- 22 -
図表 16：利害関係者とその関心.....	- 23 -
図表 17：株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決方法.....	- 26 -
図表 18：エージェンシー理論とスチュワードシップ理論の比較.....	- 27 -
図表 19：米国企業における取締役会の内部者昇進の比率.....	- 33 -
図表 20：米国のコーポレート・ガバナンス・モデル.....	- 36 -
図表 21：全米取引役協会（NACD）の第三者機関による独立取締役の研修内容.....	- 36 -
図表 22：米国企業における新任独立取締役のバックグラウンド（S&P 500）.....	- 37 -
図表 23：ALI コーポレート・ガバナンス原則において監査委員会（独立取締役）の役割.....	- 38 -
図表 24：米国企業における独立取締役比率の変化.....	- 38 -
図表 25：米国コーポレート・ガバナンスに関する法制度.....	- 41 -
図表 26：日本企業の取締役会構成の推移.....	- 44 -
図表 27：日本企業の「二院的制度」.....	- 46 -
図表 28：日本のコーポレート・ガバナンスに関する法制度.....	- 47 -
図表 29：取締役会設置会社.....	- 48 -
図表 30：指名委員会等設置会社.....	- 49 -
図表 31：監査等委員会設置会社.....	- 50 -
図表 32：スチュワードシップコードの受け入れ状況.....	- 51 -
図表 33：社外取締役の前職又は現職（2018年）（単位：%）.....	- 52 -
図表 34：ソニーのコーポレート・ガバナンス・モデル.....	- 53 -
図表 35：会社法上の機関設計の選択状況.....	- 53 -
図表 36：2名以上の社外取締役の選任比率の推移.....	- 54 -
図表 37：3分の1以上の社外取締役を選任する上場会社（市場第一部）の比率推移.....	- 54 -
図表 38：日米企業のコーポレート・ガバナンスの比較.....	- 55 -
図表 39：国営企業から現代の企業形態への転換.....	- 58 -
図表 40：中国企業のコーポレート・ガバナンスの定義.....	- 60 -

図表 41：中国企業の内部統治システム	63 -
図表 42：独立取締役制度導入の効果	65 -
図表 43：中国の国有銀行の公式発表の不良債権比率	67 -
図表 44：三大国有銀行の不良債権の引当金 (2002 年 12 月 31 日) (億元).....	68 -
図表 45：四大国有銀行の貸借対照表	68 -
図表 46：国有 (国資) 企業の監査システム	70 -
図表 47：国有資産管理の統一	71 -
図表 48：国有資産管理における 3 段式体制	72 -
図表 49：シンガポールにおけるガバナンス規制	74 -
図表 50：シンガポール企業のガバナンス・モデル	75 -
図表 51：テマセク社傘下企業 (2018 年 3 月末時点)	77 -
図表 52：テマセクの運用資産残高	78 -
図表 53：テマセクの投資先	78 -
図表 54：テマセクの取締役会	79 -
図表 55：シンガポールのコーポレート・ガバナンス・コード (2012 年版)	82 -
図表 56：社会主義の計画経済の特徴	90 -
図表 57：計画経済のモノバンク・システム	91 -
図表 58：ドイモイ路線下で推進されている主な路線	93 -
図表 59：ベトナムの国有企業の株式化に関する規定	96 -
図表 60：国有企業株式化の実績	97 -
図表 61：経済集団組織の概念図	98 -
図表 62：国有企業の資産	99 -
図表 63：ベトナムの国有企業の改革	99 -
図表 64：株式会社化の対象となる国有企業のリスト	100 -
図表 65：SCIC の機能・責務	102 -
図表 66：SCIC の取締役会・役員会	103 -
図表 67：SCIC 社の各部門	104 -
図表 68：SCIC による売却企業数の推移	105 -
図表 69：各グループ別企業構成	105 -
図表 70：SCIC の経營業績	106 -
図表 71：国有企業のガバナンスモデルの比較	106 -
図表 72：ベトナム企業の「二院的制度」モデル	109 -
図表 73：国有企業の資産	110 -
図表 74：PVN の資産	111 -
図表 75：PVN の経営状況	111 -
図表 76：PVN のガバナンスモデル	112 -
図表 77：PVN の取締役会、執行機関と監察役会のメンバー	113 -
図表 78：監査役会設置会社の経営組織構造	115 -
図表 79：内部会計監査委員会を設置する会社の経営組織構造	115 -
図表 80：ベトナム公開会社のコーポレート・ガバナンスの規定	117 -
図表 81：ベトナムのコーポレート・ガバナンスに関する法制度	118 -
図表 82：ベトナム証券市場の構造	119 -
図表 83：ベトナム証券市場上場の要件	120 -

図表 84：各証券取引所における株式の主な上場基準	- 121 -
図表 85：各証券取引所における株式の主な上場廃止基準	- 121 -
図表 86：ビナミルク社は各国での現地法人への出資比率	- 123 -
図表 87：ビナミルク社の大株主の状況	- 123 -
図表 88：国内・海外投資かの割合	- 124 -
図表 89：ビナミルク社では政府の保有率の変化.....	- 125 -
図表 90：ビナミルク社の売上高および税引き後純利益.....	- 125 -
図表 91：ビナミルク社の自己資本利益率（ROE）と自己資産利益率（ROA）	- 126 -
図表 92：ビナミルク社の組織構成	- 126 -
図表 93：ビナミルク社の経営組織構造（2008～2017）	- 127 -
図表 94：ビナミルク社の経営組織構造（2017年以降）	- 128 -
図表 95：ビナミルク社の取締役会	- 130 -
図表 96：ビナミルク社の執行機関	- 130 -
図表 97：ビナミルク社の執行役の報酬	- 131 -
図表 98：ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの比較	- 134 -
図表 99：各国のコーポレート・ガバナンスの比較.....	- 136 -
図表 100：機関設計	- 138 -
図表 101：独立取締役比率	- 138 -
図表 102：独立取締役の選任状況	- 139 -
図表 103：外国人持株比率	- 139 -
図表 104：外国人の株式保有率比較.....	- 139 -
図表 105：HAX30 と VN 30 の主な財務指標	- 141 -
図表 106：ベトナムにおけるコーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンス..	- 142 -
図表 107：仮説設定	- 145 -
図表 108：ベトナム企業トップ 10	- 146 -
図表 109：変数名説明	- 147 -
図表 110：先行研究における企業パフォーマンスの指標.....	- 148 -
図表 111：記述統計(観測値の数:86).....	- 149 -
図表 112：相関係数(観測値の数:86).....	- 150 -
図表 113：回帰結果(観測値の数:86).....	- 150 -
図表 114：各国における独立取締役の研修に関する規制.....	- 152 -
図表 115：国家持株比率と企業のパフォーマンス.....	- 154 -
図表 116：社長職と会長職の分離と企業のパフォーマンス	- 154 -
図表 117：役員の株式所有が企業業績に及ぼす影響	- 155 -
図表 118：回帰結果(収益性)	- 156 -
図表 119：HNX30 インデックス各社	- 161 -
図表 120：VN30 インデックスインデックス各社	- 162 -

序章

1. 研究背景

1.1 1986年の経済刷新

1986年12月にベトナム共産党の第6回全国大会（以下、「党大会」という）においてドイモイ政策（経済刷新）が選択された¹。ドイモイ政策とは「社会主義路線の見直し」、「産業政策の見直し」、「計画経済から市場経済への転換」、「国際協力への参加を進める」という内容である。ベトナムは、ドイモイ政策による市場メカニズムを導入した後で、社会主義の計画経済から市場経済へと移行した。ベトナム経済は徐々に発展し、高い経済成長を遂げている。1995～2015年の20年間の実質国内総生産（GDP）成長率は年平均で約7%と高い数値を示した²。工業生産は10%以上の年平均成長率を達成し、輸出入および外国直接投資の受入れ額も伸長している。

1986年以前、ベトナムの経済制度は社会主義体制の計画経済制度であった。社会主義の計画制度の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制である。そして、主な企業形態は国有企業で、私有制や外資系企業が認められていなかった³。

90年代に入ると国有企業の改革、外資の誘致、民間セクターへの開放がベトナム政府の三つの課題になった。しかしながら、民間セクターに経営活動への参入権を与えても、実際に法制度（憲法、法律システム）は自由な市場を保証せず、市場に対する政府の支配権を保存するものであった⁴。

1.2 WTO加盟と法制度の改正

ベトナム政府の国際基準に基づく会社法をここで整理する。2005年より以前に、ベトナムには三つの会社法が存在した。民間企業の会社法と外資企業の外国投資会社法ならびに国有企業の国有会社法であった。2000年代以降ベトナム政府は国際貿易機構(WTO)への加盟交渉を促進した。多くのWTOの加盟国が2000年の時点ではベトナムでは市場経済が確立されていないという認識を持っていた⁵。2000年代以降ベトナム政府は世界貿易機構

¹小塚(2017)「ベトナム経済の現状と課題」、p.2。

https://www.fukoku-life.co.jp/economy/report/download/report_VOL278.pdf 2018年6月6日にアクセス

²ベトナム統計局のウェブサイト、<https://gso.gov.vn/> 2016年4月15日にアクセス。

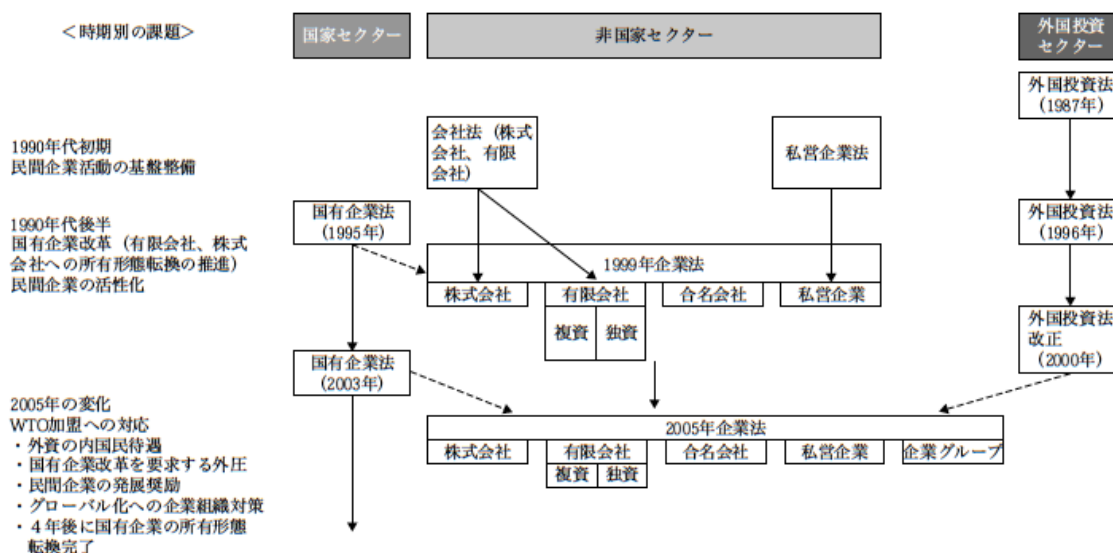
³1986年以降、法システムは整備されてきた。1987年にはベトナムにおける外国投資法第4-HĐNN8号(1987年外国投資法)が制定された。これは、海外からの投資を強く奨励・誘致するための第一歩であり、ベトナムにおける海外投資の基本的な法律となった。1990年に、民間企業の組織や活動などを規律する会社法が制定された。また、1992年の憲法は、①私有制と私営経済の自由化、②外国企業資産の国有化禁止、③長期の土地私有権を保障、④共産党幹部以外でも入閣可、⑤党員以外の国会議員被選挙権許可をうたっている。そして、1992年憲法では経済セクターとしては、国営経済、集団経済、個人経済、私人資本経済及び国家資本経済の五つを認めていた。(グエン・ドゥック・ヴィエット(2017) pp.12-13 参考)。

⁴ド・マン・ホーン(2010)、pp.8-11。

⁵ド(2010)、pp.8-11。

(WTO)への加盟交渉を促進するため、WTOのルールや国際基準に基づく競争法や投資法ならびに会社法などの法制度を整理した。2005年に改定された会社法は、民間会社法や外国投資法ならびに国有会社法という企業関連法律を一本化したものである。内外資本も所有形態も区別することなく企業活動の管理を一体化した⁶。会社法の対象は、民間・外資企業であるが、国有企業もすべて会社法の適用を受けることとした⁷。

図表1：ベトナム会社法の変遷



出所：石田 (2010) 、 p.108。

1.3 国有企業の民営化・株式化の促進

1996年5月7日にベトナム政府は「国有企業の株式についての規定」という28/CPを発効し、ベトナム国営企業改革は新たな段階に入った。「国有企業の株式についての規定」は1996年以降、6回に渡って、改定された。

1986年に市場メカニズムを導入した後で、ベトナム経済は市場経済への移行時期を経験している。経済制度の変化の中で、国有企業の改革は市場経済移行期の重要な部分を構成していた。新たな経済体制において国有企業の所有権と経営権の分離が始まり、ベトナム政府はそれに多くの経営管理についての主権を与えた。

1986年の経済刷新から1996年までの10年間にわたって、国有企業の株式化のケースは5社しかなかったが、1996年にベトナム政府の「国有企業の株式についての規定」を発行した後で、国有企業の株式化が促進された。具体的には、2002年から2006年までの4年間で2500社の国有企業の株式化が進展した。

2007年1月にベトナムがWTO(世界貿易機関)に加盟したことが国有企業の株式会社化の流れに拍車をかけ、株式会社化される国有企業の数が増加していった。しかしながら、

⁶ トラン (2005)、 pp.49-58。

⁷ 2005年の会社法の第1条適用範囲は、「すべての経済セクターにおける有限会社、株式会社、合名会社と私営企業の設立、管理組織及び活動、かつ企業のグループに関して規定する」と述べられている。

ベトナム経済は 2008 年の世界金融危機発生により大きな悪影響を受けてしまった。そのため、2008 年から 2011 年にかけて、国有企業の株式化があまり促進されなかった。2013 年以降、国有企業の株式化が再開され、2013 年から 2016 年までの 4 年間で約 500 社が株式化された。2004 年まで、株式会社化の対象は業績が良くない赤字国有企業や地方の小規模な国有企業であったものが、徐々に大規模な国有企業に移ってきている。貿易機構加盟以降の段階では、民営化・株式化を実施した国有企業のうち、VNPT(ベトナム国有通信最大手)、ビナムミルク(ベトナム国有乳製品最大手)、ベトナム航空(ベトナム最大手航空会社)、サイゴンビール・アルコール飲料会社(ベトナム国有ビール最大手)などは企業価値を高めた成功例であると言える⁸。

近年、株式会社化される国有企業の数が増加し、1990 年に約 12000 社あった国有企業は、2016 年現在には約 700 社にまで減少していった。政府の国有企業からの出資比率の引き下げは 2017 年に 13 社、2018 年に 20 社程度にとどまり、2019 年もわずか約 10 社である。何故ならば、国有企業の経営者に対して株式の売却を促すような仕組みになってはならず、改革に尻込みしているからである。そして、株式化を促進すれば、国有企業の経営陣のリスクが非常に大きいことも理由の一つである。ベトナムの現行法令では株式売却後に売却価格が低いと見なされた場合、経営者が罰せられる可能性がある。政府側も売却容認の責任を取らされるリスクがある。そのため、設定した民営化・株式化の目標を大きく下回る状態が続いている⁹。

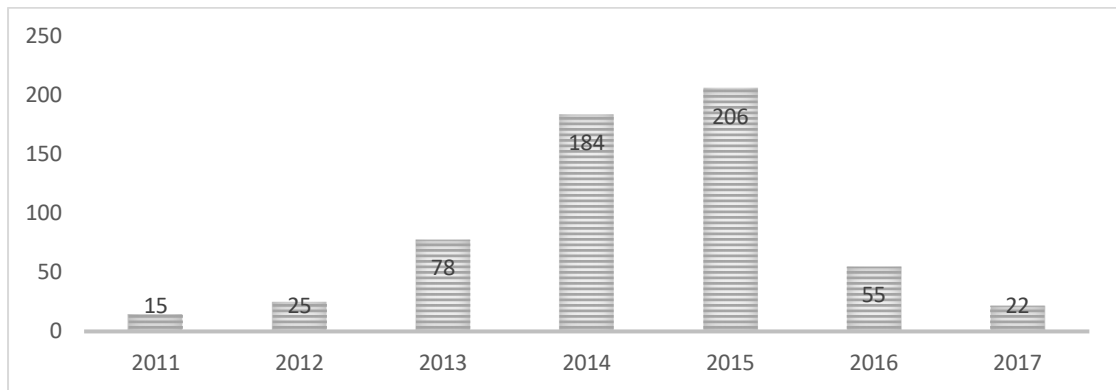
しかしながら、WTO 加盟や環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定(CPTPP)参加の約束履行という圧力のため、今後、ベトナム政府は国有企業の民営化・株式化を継続しなければならない。具体的には、国有企業から国が全株の過半数を保有する国資企業への転換と、国資企業の資本を保有し管理する持株会社(政府系のファンド)の形成を進めて、国家資本¹⁰を政府(財務省、計画投資省)の管理から国が所有する持株会社に移転することである。

図表 2：株式化された国有企業数(社)

⁸ 成功した理由の一つは、国有企業の株式化で実施された株式公開公募(IPO)の際、国家株の売却が多額の収入をもたらすからである。ベトナム商工省が競売日を公表した前の 6 ヶ月の間にサベコの株価が約 75%上昇したため、世界のビール会社から高い関心が寄せられたが、入札に参加した企業はタイ・ビバレッジ(Thai Beverage)以外現れなかった。タイ・ビバレッジが落札した価格は、1 株 32 万ベトナムドン(約 1600 円)で 2017 年度の株価収益率のほぼ 47 倍となった。ベトナム政府は全株の 53.59%を売却することによって 110 兆ベトナムドン(約 5500 億円)を獲得した。このケースは、ベトナムにとって記録的な取引となった。

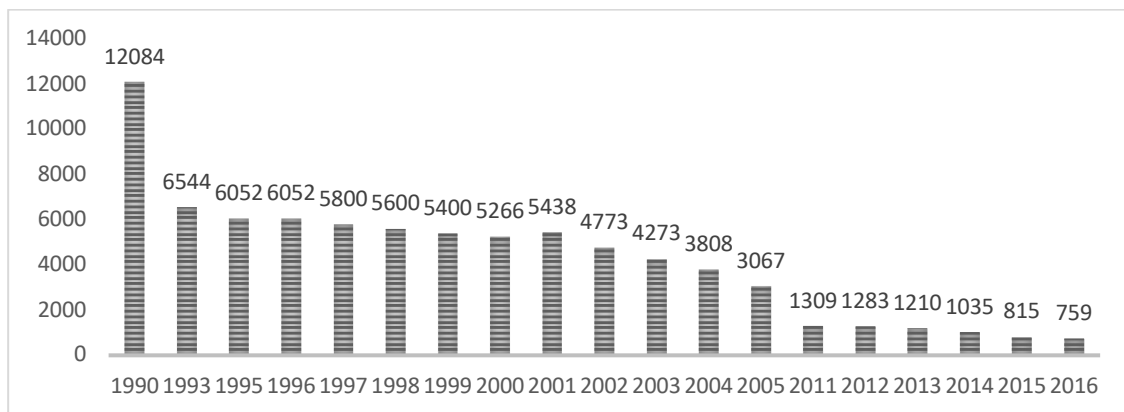
⁹ 2019 年 5 月 30 日に日本経済新聞 「ベトナム、進まぬ国営企業改革——株売却額低いと罰則壁に(アジアVIEW)」。

¹⁰ 国家資本(英語: state capital)とは、国有企業と国有銀行などの公共機関に国家が投資または融資していることである。



出所：ベトナム政府官房の事業革新部によって発行された2011年から2016年の国有企業の株式化状況レポートより筆者作成¹¹

図表3：国有企業の数



出所：ベトナム政府官房の事業革新部（1995～2016）¹²、トラン（2012）¹³より筆者作成

1.4 外国人投資家の発言力の強まり

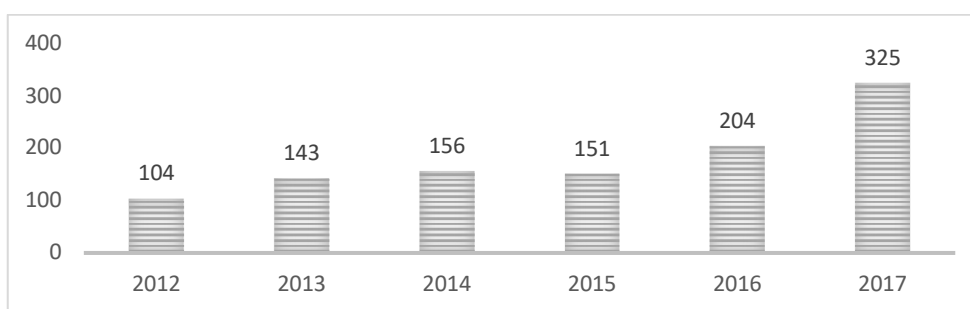
近年、グローバル化が進展し、ベトナム企業の外国人投資家による株式保有比率の上昇にともない、株主重視を軸とする米国型のコーポレート・ガバナンス制度への移行の流れに拍車がかかっている。

図表4：ベトナム証券市場における海外投資家の純資産総額

¹¹ベトナム政府官房の事業革新部 (<http://doimoidoanhghiep.chinhphu.vn/bao-cao/>)、2019年6月1日にアクセス。

¹²ベトナム政府官房の事業革新部によって発行された1995年から2016年の国有企業の株式化状況レポート(<http://doimoidoanhghiep.chinhphu.vn/bao-cao/>)2019年6月1日にアクセス。

¹³トラン(2012)、pp.15-30。



出所：National Financial Supervisory Commission – NFSC(2018)¹⁴、単位:億米ドル

ベトナム政府傘下の国家財務監察委員会によると、2017 年末現在、外国人投資家の純資産総額は 325 億米ドルを超え、株式市場の全体の 19.7%を占めていた（図表 4 参照）。2016 年以降、外国投資家が大幅に買い越している要因は、外国人保有制限が撤廃されたからである。2015 年 6 月 26 日にベトナム政府は第 60/2015/ND-CP を公布し、主に銀行を除く上場企業の外国人保有制限が撤廃された¹⁵（図表 5 参照）。

図表 5：ベトナム証券市場における外国人に対する投資制限

年	通達名	外国人に対する投資制限
1999	総理大臣の第 139/1999/QĐ-TTg	20%
2003	総理大臣の第 146/2003/QĐ-TTg	30%
2005	総理大臣の第 238/2005/QĐ-TTg	49%
2015	政府の第 60/2015/ND-CP	無制限

出所：関連資料から筆者作成

2015 年以降、公開会社における外国人株は最高権力をもつ株主総会で決められる。外国人株制限撤廃の手続きに関して、ベトナム最優良国有企業のビナミルク社のケースを取り上げる。2016 年 5 月 26 日にビナミルク社は株主総会で外国人株制限の撤廃を決議した。ビナミルク社の取締役会は、国家証券委員会に株主総会で決議された外国人株制限撤廃案を提出した。最終的に国家証券委員会からの認可後、同社は 7 月 22 日に外国人株をこれまでの 49%から 100%に変更した¹⁶。実際に、2015 年以降、多くの他の公開会社も外国人株を 100%に変更している。ホーチミン証券取引所に上場している企業の外国人株は図表 6 で示す。

¹⁴2017 年 12 月 31 日に VnEconomy の記事、“Khoi ngoai mua rong chung khoan cao nhat ke tun am 2011”, 2018 年 9 月 15 日にアクセス。

<http://vneconomy.vn/khoi-ngoai-mua-rong-chung-khoan-cao-nhat-ke-tu-2011-2017123117054377.htm>

¹⁵2017 年 12 月 31 日に Dautuchungkhoan の記事、“Sua Luat Chung khoan: Hanh trinh 20 nam mo cua don von ngoai”, 2018 年 9 月 15 日にアクセス。

<https://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/sua-luat-chung-khoan-hanh-trinh-20-nam-mo-cua-don-von-ngoai-249145.html>

¹⁶アイザワ証券の記事、2018 年 9 月 15 日にアクセス。

<https://www.aizawa.co.jp/documents/reports/meigara/asia-VNM2-HM.pdf>

図表 6：ホーチミン証券取引に上場している企業の外国人株

外国人株	企業数
30%以下	8
49%以下	317
51%から 70 未満	3
100%	25

出所：ホーチミン証券取引（2019）¹⁷

2019年5月14日の時点でホーチミン証券取引所の各大手会社における外国人持株比率を図表7で示す。

図表 7：ホーチミン証券取引所で現在の外国人持株比率

ティッカー	企業名	業類	概要	外国人持株比率
DHG	ハウザン製菓	製菓	国内最大手製菓会社	53,96%
MSN	マッサングループ	食品	醤油、魚醤、インスタントラーメンなどの国内最大手	40,6%
HSG	ホアセングループ	鉄網	鉄鋼、プラスチック建材などの製造を行なう	15,84%
KBC	キンバックシティグループ	建設	オフィスビル、商業ビル建設、インフラ投資などの手掛け	21,19%
REE	リー冷蔵電気工業	製造	空調機、冷蔵庫、冷凍庫、洗濯機等の国内最大手	49%
SAB	サイゴンビール	アルコール飲料	国内最大手ビール・アルコール飲料	63,38%
SSI	サイゴン証券	証券	国内最大手証券会社	58,5%
VCB	ベトナム外商銀行	銀行	国内最大手銀行	23,73%
VIC	ビンググループ	不動産	不動産国内最大手で、高級物件を中心に幅広く手掛ける	8,99%
VNM	ビナミルク社	食品	国内最大手乳製品会社	59,34%

出所：FPT 証券会社¹⁸

このように、国有企業の外国人投資家の株式保有率が上昇しており、彼らのベトナム企業に対する経営への干渉が高まってきている。この流れで、同国におけるコーポレート・ガバナンス改革が注目されるようになってきたと考えられる。

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

ベトナムにおいて、銀行システムの不良債権問題や国家資産の流出問題が多くみられる。これらの問題の要因は、国有企業と国有商業銀行のコーポレート・ガバナンス・モデルの欠陥に起因していると考えられる。

¹⁷ 2019年5月10日に Tinnhanhchungkhoan の記事、「Nong chuyen chung chi luu ky khong co quyen bieu quyet (NVDR) tai Viet Nam」, 2019年9月15日にアクセス。

<https://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/nong-chuyen-chung-chi-luu-ky-khong-co-quyen-bieu-quyet-nvdr-tai-viet-nam-265410.html> 2019年9月15日にアクセス。

¹⁸ FPT 証券、<http://priceboard.fpts.com.vn/?s=33&language=en&t=aAll> 2019年5月14日にアクセス。

(1) 不良債権問題の表面化

ベトナム金融市場においては、不良債権が 2011 年以降発生し、蓄積してきている。2007 年の世界金融危機をきっかけに、ベトナム金融機関が抱える不良債権問題が表面化した。2011 年からそれが急速に増加したため、現在多くの関心を集めている。

ベトナム国家銀行は、2012 年 9 月末の不良債権比率を 8.8%と発表した。しかしながら、不良債権比率についてベトナム国内と外国の研究機関の数字は異なる。ベトナム国内の研究機関であるベトナム経済・政策研究センターにより発表された不良債権比率の数値は 8.25%~14%であるのに対し、外国の研究機関であるフィッチ・レーティングスは 15%、バークレイズは 20%である¹⁹。

ベトナム国家銀行の調査によると、2012 年 12 月時点でのベトナムの銀行の不良債権率はまだ低く、4.08%であった²⁰。2012 年 9 月末の 8.8%から考えると、3 ヶ月でベトナムの銀行の不良債権率は 4.08%になり、急速に低下した。ベトナム国家銀行は、2017 年 8 月末の不良債権残高が 240 億ドルであり、対 GDP 比が 13.75%であると発表した²¹。アジア通貨危機が発生した 1998 年 12 月末における、韓国やタイやインドネシアなど東アジアの各国の不良債権残高の対 GDP 比はそれぞれ 28.9%、27.6%、76.4%であった²²。

それについて、稲垣 (2013) はベトナム国家銀行によって不良債権比率の公表値が実態と比べ、かなり低くおさえられていると述べている。それには二つの理由がある。一つは、ベトナム会計基準の特異性と「銀行が企業の支払い能力や業績を評価できる場合に不良債権とはみなさない」というベトナム国家銀行によって発効された決定があるからである²³。ベトナムでは、財務諸表作成の際、すべての銀行がベトナム会計基準の適用を義務づけているが、これは国際基準とはかなり異なると評価されている。

ベトナム国家銀行が 2012 年 4 月に発表した「決定 780 号」は、銀行の貸付債権の支払いが繰り延べられた場合でも、「銀行が企業の支払い能力や業績を評価できる場合」には債権分類を支払繰り延べ以前の状態に維持することを認めている。国際基準では、債務支払いが繰り延べられると債権分類は引き下げられる。しかし、この決議 780 号は、支払いが繰り延べられた債権を繰り延べ前の分類に留めるという「逃げ道」を銀行に与えている。

ベトナム国家銀行の銀行監督庁 (Banking Supervision Agency、BSA) によると、2012 年末に不良債権率が急速に下がったのは各銀行が新たな「決定 780 号」を利用したからであり、この「決定 780 号」がない場合、銀行システムの不良債権額は 185 兆ドンにまで上昇し、307 兆ドンになると報告している。実際に 2012 年末に不良債権率は 9.71%であった

¹⁹ 稲垣 (2013) pp.5-6。

²⁰ ベトナム国家銀行のウェブサイト、2016 年 4 月 15 日にアクセス。

<http://www.sbv.gov.vn/portal/faces/vi/pages/trangchu/tk/hdchtctctd/tlnxttdntd>

²¹ 2017 年 9 月 26 日に Cafef の記事、"Ap dung mo hinh chua tung co, VAMC mua lai hon 11 ty USD no xau", 2017 年 10 月 15 日にアクセス。

<http://cafef.vn/ap-dung-mo-hinh-chua-tung-co-vamc-mua-lai-hon-11-ty-usd-no-xau-20170926151303038.chn>

²² IMF 「World Economic Outlook」 (98/12) 見直し。

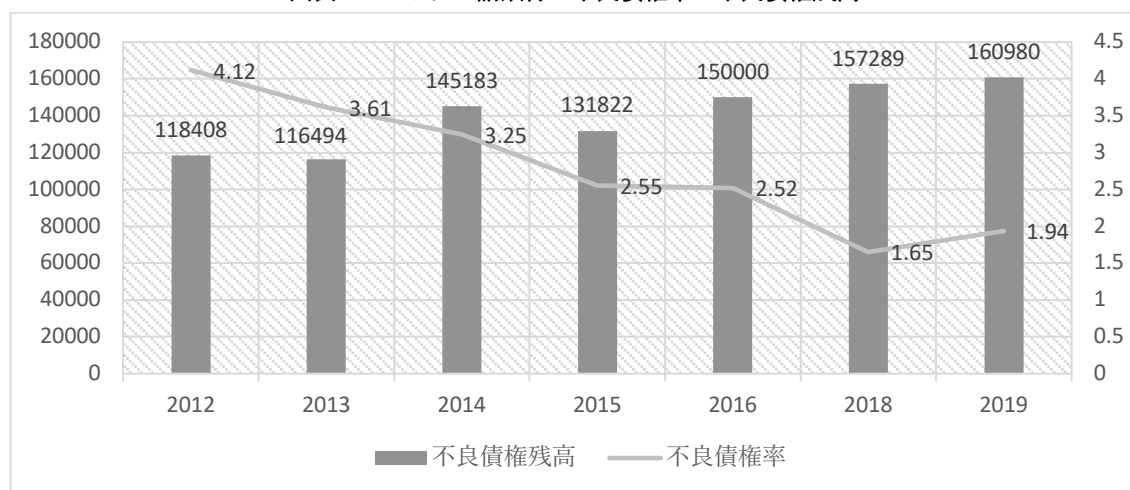
²³ ベトナム国家銀行の決定 780 (780/2012/QĐ-NHNN) 2012 年 4 月 23 日。

24。また「決定 780 号」に関しては、様々な議論があり、その中でも問題視されているのが、「決定 780 号」がなかった場合の 2012 年以降の銀行の不良債権率はいくらなのかという疑問であった。そのため、国内の研究機関に比べ、外国の研究機関の発表した不良債権率の方が信憑性は高い。

一方、ベトナムの不良債権問題の発生の原因について多くの研究がある。ベトナムの国有企業問題及び経済に与える影響についての多くの研究結果は、ベトナム国有企業の経営は非効率でガバナンスも不十分であり、国有銀行から多額の融資を受けている点を明らかにしている。ベトナム財務省は、2013 年 2 月に、不良債権残高の約 53%が国有企業向けの貸出であると報告した²⁵。そのため、国有企業問題を解決しなければ、不良債権の拡大によって国有企業と各国有商業銀行が共倒れになる可能性があることを指摘している。

世界銀行のレポート（2012）は「不良債権問題は、経営状態が良くない国有企業に対する与信と、密接に関わっている」と報告している²⁶。稲垣（2013）は上記のことをふまえて、ベトナム国有企業としてビナシンのケースを取り上げ、国有企業向けの与信は不良債権拡大の原因であるという事を明らかにした²⁷。

図表 8：ベトナム諸銀行の不良債権率と不良債権残高



²⁴ 2014 年 4 月 25 日に Cafef の記事、「Thanh tra NHNN: Khongphan loai theo QD780, no xau la 9.71%」, 2016 年 4 月 15 日にアクセス。

<http://cafef.vn/tai-chinh-ngan-hang/thanh-tra-nhnn-khong-phan-loai-theo-qd-780-no-xau-la-971-2014042516224298718.chn>

²⁵ 2013 年 2 月 5 日に Bloomberg の記事、「Vietnam Targets June Plan to Revamp State Firms, Trung Says」, 2018 年 6 月 6 日にアクセス。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-02-04/vietnam-to-unveil-state-firms-overhaul-plan-by-june-trung-says>

²⁶ The World Bank (2012) “Remaining Resilient”, East Asia and Pacific Economic Update 2012 - Volume 2, pp.107-109。 2018 年 6 月 6 日にアクセス。

<http://documents.worldbank.org/curated/en/576651468234903490/pdf/East-Asia-and-Pacific-economic-update-2012-Volume-2-remaining-resilient.pdf>

²⁷ 稲垣（2013）、p.2。

出所：ベトナム国家銀行²⁸、単位：10億ドン（約500万日本円）

近年、ベトナムの銀行の不良債権問題は表面的には徐々に処理され、銀行システムの健全性が強化されたとの報告もあるが、実際にはなお多くの疑問点が残されている（図表8参照）。そして、ベトナムの銀行の不良債権問題と国有企業向けの与信との間には深い関係があると推測される。

（2）国有企業における国家資産の流失問題

近年、ベトナムにおいて、「経済管理に関する国家規定に意図的に違反し甚大な損害をもたらした」ことや「公務執行にあたり職権を乱用した」などの罪によって、逮捕される経営者が多い。

図表9：ベトナム国有企業の不祥事事件

年	会社名	国家の損失	不正の分類
2006	交通運輸省傘下の PMU18 (第18プロジェクト管理委員会)	約200万米ドル	汚職行為、公用車貸与事件の職権乱用罪（資産の不正使用）などの違法行為
2010	ベトナム国有造船グループ (Vinashin) ²⁹	約43億米ドル	株主（監督省庁）の承知を得ずに出資した。
2012	ベトナム航海グループ (Vinalines)	約10億米ドル	2005～2010年の間に中古船舶を大量に購入するなどして、非効率的な経営を続けて多額の損害を発生させた。
2015	ALC II (Agribank Financial Leasing Company No 2)	約5億米ドル	汚職行為、2007年から2009年にかけて、違法なリース契約書を作成させたなどの違法行為
2016	PVC (Petrovietnam Construction Joint Stock Corporation)	約2億米ドル	規定違反・公的資産横領事件
2017	ベトナム石油ガスグループ (Petrovietnam、PVN)	不明	汚職行為、専門外の分野に進出した（不正投資）などの違法行為

²⁸2017年6月23日に Dautuphaisinh の記事、「Bao cao no xau nganh ngan hang」, 2020年3月10日にアクセス。 <https://dautuphaisinh.com/1615-2/>

²⁹造船を中核事業としていたビナシンはリスクの高い不動産、証券、自動車販売、鉄鋼、二輪車製造などの専門外の分野に進出したが、失敗し、2010年に86兆ドン(43億ドル)もの巨額の負債を抱え、破綻した。ビナシンの経営者は株主（監督省庁）の承認を得ずに出資した。ビナシンは監督省庁の承認を得ず中古船舶を購入し、グループ内の意見を求めずに船舶「バクダンザン号」を勝手に販売したことや、監督省庁の認可を得ずに火力発電所建設案件を実施したことなど違法行為であった。

最終的にビナシンの元会長と社長ら計9人は「経済に関する国の管理規定を故意に違反し、国に重大な損害を与えた罪」に問われた裁判で、禁固3～20年を求刑されたが、国家により投資された資金が回収できなかった。ビナシンのようなケースは珍しくなく、バブル期に他の国有会社もリスクの高い不動産、証券などの分野に出資していた。（稲垣(2013)参考）

2018	モビフォン ³⁰ (MobiFone)	約 3.5 億米ドル	公的資金の管理と使用に関する法律に違反する
------	-----------------------------------	------------	-----------------------

出所：関連資料より筆者作成

ベトナムの国有企業における国家資産の流失問題は度々発生しており、大きな損失を生み出している。以上のことから、ベトナムの国有企業のガバナンスモデルには多くの問題点があると推測される。そのため、近年では国有企業の経営効率化やコーポレート・ガバナンスの問題への関心が高まっている。

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

2005年に改定された会社法は、企業活動の管理を一体化し、すべての所有セクターに「平等で差別のない」活動の場を提供した。株式会社の機関設計としては、ベトナム企業では、取締役会の内部監査委員会を設置するモデルを認めなかったため、取締役会および社長の職務を監督および監査することは、監査役会が担っていた。つまり、全ての株式会社は、株主総会、取締役会、監査役会から構成された。

その後、ベトナム政府は2014年に改定された会社法を発効することによって、株式会社の新たな機関設計である内部監査委員会設置会社を導入した。この新しい機関設計においては、監査役会を設置する必要はない。監査役会に代わって取締役会の内部会計監査委員会を設置しなければならない。取締役会の各委員会は、二つの主な機能を果たす。一つは戦略的計画立案で、もう一つは監督および監査である。新たな機関設計を選択した場合、取締役会では取締役の少なくとも5分の1が独立取締役でなくてはならない。

このようにベトナムにおいてもコーポレート・ガバナンス改革を実行するための、法制度の基盤が着々と整備されてきているのである。

2. 本研究の対象企業

2.1 ベトナム企業概念

(1) 企業の規模

現在、ベトナム企業は2018年に発行された政令第39号で分類される³¹。政令第39号で示されている、ベトナムにおける中小企業の定義を図表10で示す。従業員数では、製造業に

³⁰情報通信省傘下国有大手通信会社のモビフォン(MobiFone)は、2016年初頭には民間の有料テレビ局(Audio Visual Global JSC、AVG社)の株式の95%を買収し、TV市場に参入すると発表した。しかし、政府の検査官によると、首相の承認を得ておらず、モビフォンがAVG社の株式を買収する取引は投資法に違反していた。結果としてAVG社への企業価値評価は大幅に増えた。モビフォンは同社株95%を実質的な価値を大きく上回る8兆8898億VND(約4.3億米ドル)で購入した。政府の検査官の調査結果によると、AVGは設立時から企業評価時点の2015年3月末まで継続して赤字を計上し、財務状況は極めて脆弱であったが、モビフォンは情報通信省から承認を得た上で、AVGの買収を決定し、推定約7兆ドン(約350億円)の損失を被ることになった。(https://www.viet-jo.com/news/social/181114232654.html 参考)。

³¹ベトナム政府、2018年3月11日、政令第39号・2018。

おける零細企業が10人以下、小企業が10人以上100名未満、中企業が100名以上200名未満である。大企業は、従業員数が200人以上、総資産が1000億ドン以上である。

図表 10：ベトナムにおける中小企業の定義

	零細企業	小企業		中企業	
	従業員数	総資本	従業員数	総資産	従業員数
農林水産業	10人以下	200億ドン以下	10人～100人	200億ドン～ 1000億ドン	100人～200人
工業・建築	10人以下	200億ドン以下	10人～100人	200億ドン～ 1000億ドン	100人～200人
商業・サービス	10人以下	500億ドン以下	10人～50人	500億ドン～ 1000億ドン	50人～100人

出所：2018年政令39号

注：2018年10月8日の為替レートによると、100億ドンは497万378円

図表 11 では企業数の内訳を規模別に示している。

図表 11: ベトナムの企業数と割合

	2005年		2010年		2014年		2015年		2017年	
全体	106616	100%	279360	100%	402326	100%	442486	100%	505059	100%
零細企業	59730	56.02%	187580	67.15%	288480	71.70%	322236	72.82%	373262	73.90%
小企業	38506	36.12%	79085	28.31%	98169	24.40%	103753	23.45%	113290	22.43%
中企業	3443	3.23%	5618	2.01%	7266	1.81%	7685	1.74%	8458	1.67%
大企業	4937	4.63%	7077	2.53%	8411	2.09%	8812	1.99%	10049	2%
国有企業部門	4086	3.83%	3281	1.17%	3048	0.76%	2835	0.64%	2662	0.53%
零細企業	54	1.32%	103	3.14%	114	3.74%	90	3.17%	-	-
小企業	1468	35.93%	1256	38.28%	1234	40.49%	1139	40.18%	-	-
中企業	666	16.30%	539	16.43%	449	14.73%	407	14.36%	-	-
大企業	1898	46.45%	1383	42.15%	1251	41.04%	1199	42.29%	-	-
非国有企業部門	98833	92.70%	268831	96.23%	388232	96.50%	427709	96.66%	488395	96.70%
零細企業	59280	59.98%	186061	69.21%	285532	73.55%	319097	74.61%	-	-
小企業	35083	35.50%	74218	27.61%	91942	23.68%	97105	22.70%	-	-
中企業	2399	2.43%	4440	1.65%	5880	1.51%	6304	1.47%	-	-
大企業	2071	2.10%	4112	1.53%	4878	1.26%	5203	1.22%	-	-
外資企業部門	3697	3.47%	7248	2.59%	11046	2.75%	11942	2.70%	14002	2.77%
零細企業	396	10.71%	1416	19.54%	2834	25.66%	3049	25.53%	-	-
小企業	1955	52.88%	3611	49.82%	4993	45.20%	5509	46.13%	-	-
中企業	378	10.22%	639	8.82%	937	8.48%	974	8.16%	-	-
大企業	968	26.18%	1582	21.83%	2282	20.66%	2410	20.18%	-	-

出所：GSO (2015)、VCCI (2016)³²、GSO(2018)³³より筆者作成

³²Ministry of planning and investment (2017) "White paper small and medium enterprises in Vietnam", 2018年10月7日にアクセス。

http://business.gov.vn/Portals/0/2018/ST%20DNNVV%202017_final1.pdf

³³Ministry of planning and investment (2017) "Results of the 2017 economic census", 2020年3月17日にアクセス。<http://www.mpi.gov.vn/Pages/tinbai.aspx?idTin=42625&idcm=37>

ベトナムにおける 1000 億ドン（約 5 千万円）以上の総資産がある企業は大企業に分類されるが、日本や欧米と比べ、規模はまだ小さい。2017 年の時点では、大企業は 10049 社で、全体のおよそ 2%を占めている。

（２）ベトナムの会社形態

法律上、ベトナムの会社は、個人会社、合名会社、有限責任会社と株式会社に分類できる。株式会社という形態が最も普及したが、私人会社や有限会社の形態が多い。また、株式会社の中でも、同族会社では、株主が取締役であり、業務執行者でもある。経済刷新を実施してから 30 年しか経っていないベトナムでは、設立した会社の創業者が現在の経営者として勤める会社も少なくない。つまり、ベトナムにおける民間の株式会社では所有（株主）と支配（経営）がまだ分離されていない。

また、ベトナムへ進出する際、外資企業の進出形態は、有限会社（1 人出資型）、有限会社（2 人出資型）、株式会社の三つの形態がある。その中でも、有限会社（1 人出資型）が最も多く外資企業の大半を占めている。有限会社（1 人出資型）という形では、海外の親会社が出資者となり、100%資本を出資する。いわゆる独資の法人形態なので、他の 2 形態に比べてベトナム法人設立業務が最も簡単である。外国投資家は「株式会社」という三つ目の会社形態も設立できるが、ベトナムで株式会社を設立する際、有限責任会社に比べて非常に複雑で、手間と時間がかかる。つまり、外資企業では、海外の親会社が 100%資本を出資する、有限会社を選択することが多い。

2.2 国有企業と国資企業概念

本研究の対象は、ベトナムの国資企業のコーポレート・ガバナンス・モデルである³⁴。まず、国資企業を選択する理由を説明する。

図表 12：ベトナム企業概念

	国有企業	国資企業	民間企業	外資企業
設立	1986 年以前	1990 年代以降	1990 年代以降	1990 年代以降
企業形態	有限責任会社 (国家が 100%資本 を出資するから)	株式会社 (国有資産管理制度 の変化、現代株式制 度の導入から)	私人会社 合名会社 有限責任会社 株式会社	有限責任会社 (海外の親会社が 100%資本を出資す るから)
企業の規模	大企業が多い	中小企業が多い	中小企業が多い	大企業が多い
エージェンシー 問題	深刻	やや深刻	浅少	浅少

出所：関連資料から筆者作成

³⁴2003 年に改定されたベトナム国有企業法では、株式制形態は公有制企業の一形態であった。株式制によって国と国有企業の関係が国家機関による直接管理から、資本関係による企業コントロールへ転換し、公有制が多様化された。2007 年にベトナムが WTO に加盟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。国有会社法の規定に基づく国有企業から民間企業に適用される株式会社、有限責任会社への転換と、国有企業の資本を保有し管理する持株会社の形成を進めている。そこで、2007 年以降、株式会社制度を導入した国有企業は国資企業と呼ぶ。

図表 12 で示されるように、外資企業は、有限責任会社の企業形態を選択することが多い。国有企業の場合も、国家が 100%資本を出資するため、有限責任会社の企業形態を選択することが多い。上述したように民間企業では、設立した会社の創業者が現在の経営者として勤める会社が多く、所有（株主）と支配（経営）がまだ分離されていない。

バーリ & ミーンズ（1932）の『近代株式会社と私有資産』における研究対象は株式会社であった。株式会社という企業形態の発展によって、株主数が増大した。この結果、株式会社の所有権の分散化が促進するとともに、株式会社の所有（株主）と支配（経営）の分離が発生する。つまり、コーポレート・ガバナンス論の前提は、株式会社の所有権の分散化と会社の所有（株主）と支配（経営）の分離であると考えられる。

そこで、ベトナムにおいて、民間企業、外資企業、国有企業では、上記の二つの前提がさほど成立していないため、本研究では、民営化・株式化された国資企業を研究対象として選び、研究を進める。

次に、国有企業と国資企業の概念を確認する。国有企業は理論的には、「全民所有制企業」と呼ばれていたように、全民によって所有されているものである³⁵。全民を代表する国ないし政府は国有企業の「所有権」を保有し、企業を管理している。社会主義国のベトナムでは、基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制である。国有企業は重大な役割を担っており、例えば、ベトナム国内市場の需給調整や価格管理政策等の政策による、産業育成などの役割が挙げられる。さらに、国民に安価なサービスを提供するように、電気や水道などの公益性の高い事業は国有企業によって運営される。

また、曹(2000)は企業・政府間関係を意識的に狭義と広義という二つの内容に区別することを主張している³⁶。ベトナムにおいて社会主義の計画経済体制の下では、国有企業の所有権と経営権は一体であり、政府の主管部門が企業を直接的に経営管理していた。国有企業は行政機関の一構成部分であり、企業自身に経営に関する権限はなかった。政府は企業の日常の経営活動にも介入・干渉した。80年代末の計画経済から市場経済への転換では、国有企業の経営自主権が拡大され、企業に自立性を持たせようとする政策が実行された。これにより、国有企業と政府との関係は大きく転換した。政府は直接管理から、出資者（株主）としての権限行使に変えた。新たな制度では、政府は資本主義の出資額に応じて、資産から生まれた利益配分を受け取り（剰余金配当請求権）、経営者の選出や重大政策の決定に参加し（議決権）、企業の債務について有限責任を負うが、日常の経営活動に介入しないことが求められる。このような国有企業は独立的な経済主体として、市場で自由に経済活動を行うことができ、自ら損益に責任を負うことになった。

広義では、ベトナム政府の経済的役割に関しては、市場の環境の整備、経済活動の一般条件の整備や経済のマクロコントロールが役割だと指摘されている。具体的には、政府は、

³⁵ 全民とは、全ての国民という意味である。「全民所有制企業」とは、生産手段すなわち土地、資源などの所有が全社会成員の共同所有に属する。

³⁶ 曹(2000) p.8。

狭義とは企業・政府間関係である国有企業と主管部門との関係（コーポレート・ガバナンス）である。広義では、企業・政府間関係とは、国有企業と株主の行政機関との関係だけでなく、企業全体と政府の役割全体との関係をさすという意味である。

会社法や競争法などの法規を制定し、市場のルールを決めることによって、全国的な統一市場における経済主体の経営活動全体を調整する。広義の関係では、国有企業は経済活動を行いながら、政府の有効な手段として、国有企業は国内市場の需給調整あるいは価格管理政策という役割を分担する。

国際慣例では、国有資産による投資または持株が 50%を上回る企業は、国有企業と定義される。だが、1996 年のベトナム国有会社法では、同法に基づいて設立されて、国家が 100%所有する企業が国有企業であり、これらは中央政府、地方政権によって直接管理されていた。2003 年に改正された国有会社法では、国家所有 51%以上は国有企業に分類されていた。2005 年の統一会社法は、2003 年の国有会社法の定義を継続し、国家所有 51%以上の企業は国有企業に分類されていた。ベトナムが参加する環太平洋パートナーシップのための包括的協定 (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP)にも国有企業についての規定が含まれている。CPTPP は、国が議決権の過半数を支配する企業などを国有企業に含める。

しかしながら、2014 年に改正された法律は、「100%国有資産の企業」を国有企業と定義するようになった。この定義に含まれるのは、中央政府と地方政権が直接 100%所有する独立企業や企業グループの親会社のみで、国家機関が 100%所有する企業グループ親会社の 100%出資子会社も国有企業の対象外である。そのため、2014 年に改正された会社法の国有企業の範囲は CPTPP の定義と比べ対象範囲が大幅に狭められたのである。

本研究でもこの定義を採用し、国家が 100%所有する企業を国有企業と呼ぶ。株式会社制度を導入した国有企業は国資企業と定義する。

なお、既に述べたように、本研究では、ベトナムの国資企業のコーポレート・ガバナンスを考察の対象とする。国資企業では、独立取締役制度や内部会計監査委員会制度などの新しい制度を導入するなど、コーポレート・ガバナンス改革を促進し、企業価値を向上させている事例もいくつかみられる。このような改革が効果的なものであるかを検討する上で、主に国資企業を対象とするが、国有企業もそれとの比較対象で考察に含める。

ベトナムでは社会主義を維持しているが、今後、国有企業の民営化・株式化の促進が継続されることが予想されて、国資企業は同国経済において重大な役割を担う可能性が高い。そのため、国資企業のコーポレート・ガバナンス改革を実施することはベトナム経済の成長させるためにも最優先事項になると考えられる。

3. 研究目的

以上の背景をふまえて、本論文の目的は、ベトナムの主に国資企業のコーポレート・ガバナンスについて考察し、検討することによって、以下の点を明らかにすることである。

第 1 に、ベトナムの国資企業のコーポレート・ガバナンス・モデルを明確にする。具体的には国資企業のインサイダー・コントロール型のコーポレート・ガバナンスを概観する。

ベトナムでは 90 年代に入ると、国有会社法を公布するとともに、国有企業の株式化が促進され、それから国有企業の出資形態が転換された。国有企業のガバナンスの面からみると、経済自主権拡大のため、国有企業の経営者・従業員が実態的な経営支配力を強めた。現在、社会主義の国有企業のコーポレート・ガバナンス・モデルは、インサイダー・コン

トロールであると指摘されている。青木（1995）は国資企業のインサイダー・コントロールが、共産主義の遺産から生じた進化的現象だと主張している。

第2に、ベトナムでの国有企業の民営化・株式化に至る経緯を明らかにする。ベトナムの国有企業の改革について論じる際、トラン（2012）は二つの段階に分類されると主張している。1994年までの第一段階は「国営企業」から「国有企業」への変化である。1995年以降の段階は「国有企業」から「私有企業」（民営化）への部分的変化である。この段階で、「国有企業」の株式化が促進される。

第3に、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考察する。近年、ベトナムにおける国有企業の民営化・株式化が促進されている。国資企業では、外国人持株比率が上昇したため、株主重視を軸とする米国型のコーポレート・ガバナンス制度を導入し、執行機関へのモニタリング機能を強化するようになっている。そのコーポレート・ガバナンス改革の効果について二つの効果が考えられる。一つは不祥事防止機能である。国有企業では、不祥事が度々発生しており、株主（政府）の損失が大きい。そのため、独立取締役制度と委員会制度を導入した国資企業では、不祥事発生を抑止するケースも見られる。もう一つは、経営効率性の改善により業績が高まる効果である。実際に国有企業より、国資企業は高い収益性を生み出している。そこで本研究ではベトナム国資企業における独立取締役制度と委員会制度の導入による効果について国有企業（国家持株比率 100%）との比較により検討することが問題意識となる。

最後に、上記の点を踏まえてベトナム企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルについて検討する。これを進めるうえで、同国でのコーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンスに与える影響について、実証分析で確認する。これをもとに、今後の改革に必要な問題点を浮き彫りにしながら、改善点を提示し、同国の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルを提示する。

4. 本論文の意義と構成

4.1 研究意義

コーポレート・ガバナンス論の歴史は長く、バーリ & ミーンズ（1932）によって提唱されて以来、約 90 年間にわたって論争が展開された。この論争の多くは、企業の所有権（株主）と支配権（経営）の分離がコーポレート・ガバナンス論の前提となっている。しかしながら、社会主義国家のベトナムでは、企業（会社）という概念は、1986年の経済刷新以降に誕生した。

1986年より前、ベトナムの経済制度は社会主義の計画経済であったが、同年12月にドイモイ政策（経済刷新）によって市場メカニズムが導入された。1987年に外国資本投資法が制定され、外資系企業への開放が始まった。そして、1990年代に入って、「会社法」と「個人会社法」が制定され、民間セクターは法律上開放された。

そして、ドイモイ政策の実施後、ベトナム国有企業における出資形態が転換して、資本給付から投資に変更された。国有企業に対する所有権として、国家の資本を管理する財務省のベトナム国家資本投資会社（The State Capital Investment Corporation、SCIC）という

機関が設立された。新たな経済体制において所有権と経営権の分離が始まり、ベトナム政府は国有企業に多くの経営管理主権を与えた。

これにより、企業の所有権（株主）と支配権（経営）の分離が進展したが、その時点では、国有企業と国資企業におけるコーポレート・ガバナンスという問題はさほど注目されていなかった。しかしながら、コーポレート・ガバナンスの未整備と欠陥により、ベトナム企業の経営陣が不正行為により逮捕され、資産の流失問題という多くの企業不祥事が多発した。そのため、近年では、それらの問題を克服するための手段として、コーポレート・ガバナンスへの関心が高まっているのである。そこで、本研究では、ベトナム企業の現状のコーポレート・ガバナンスを分析し、問題点を浮き彫りにしながら、その改善点を検討することによって、最適なコーポレート・ガバナンス・モデルを提示することが本研究の意義であると考えられる。

4.2 論文構成

本研究は序章と結章を含め、8章から成り、その中の第1章から第6章までは二つの部分に分けられる。第1部ではコーポレート・ガバナンスの理論及び各国における国有企業のガバナンスモデルを論じる。第2部ではベトナム国資企業のコーポレート・ガバナンスについて論じる。

本論文の構成は以下の通りである。

序章では、本研究の背景や問題意識を明らかにする。そして、研究目的について説明する。

第1章では、最初にコーポレート・ガバナンスの概念について説明する。バーリ & ミーンズの「近代株式会社と私有資産」（1932）等をふまえて、コーポレート・ガバナンス論の源泉について概観する。コーポレート・ガバナンスの定義は、様々存在し、統一的なものはまだない。企業の利害関係者の範囲の視点から、コーポレート・ガバナンスの定義は、狭義のコーポレート・ガバナンスの定義と広義のコーポレート・ガバナンスの定義が存在すると考えられる。広義のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論は、単に出資者と経営者との間の関係のレベルにとどまらず、より広範な利害関係者との関連を含めて、展開されるようになってきている。伊藤（1996）、深尾・森田（1997）、Cochran&Wartick（1998）らは企業行動に影響を及ぼす株主、債権者、従業員、取引先などの利害関係者の視点からコーポレート・ガバナンスを定義している。次に、エージェンシー理論やステークホルダーシップ理論や資源依存理などの理論的なアプローチを取り上げる。

第2章では、日本と米国のコーポレート・ガバナンス・モデルを取り上げる。最初に、ベトナム会社法が強い影響を受けている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・モデルを取り上げる。次に、2014年に改定された会社法は、米国の影響も急速に取り入れたため、米国のコーポレート・ガバナンス・モデルについても考察する。

第3章では、シンガポールと中国のコーポレート・ガバナンス・モデルを取り上げる。シンガポールと中国では、1980年代以降、国有企業の民営化・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

は会社に任され、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で、もう一つはフランスの政府保有株式監督庁（APE）である。国有資産経営の会社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。本節では、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）を概観する。

第4章では、ベトナムの国有企業改革について論じる。ベトナムの国有企業改革については、二つの段階に分けられる。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。この段階は、従来、経営と所有の一体化の「国営企業」から「経営」と「所有」を分離させ、所有権は国家が持つが、様々な人材が経営可能な「国有企業」に変わったのである。1995年以降の段階は「国有企業」から「国資企業」への部分的変化である。この段階では、国有企業にて株式会社制度が導入された。国有企業は国有という名称から「国資企業」と称するようになった。

また、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する。2005年にベトナムの会社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。国資企業では、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二つのモデルを検討したことがあり、最終的にシンガポールのテマセクのようなモデルを選び、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³⁷。

第5章では、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス改革の重要性を明らかにする。最初に、ベトナムにおいてコーポレート・ガバナンスが注目される要因を取り上げる。①国有企業における不祥事発生、②法制度の改正、③外国人投資家の発言力の強まりの三つの要因である。次に、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス改革を明らかにする。それは、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改革である。

それから、ベトナム国有企業と国資企業のコーポレート・ガバナンスを検討する。事例研究として、ベトナム最大の国有企業であるPVNと国有企業の民営化・株式化で実施されたビナミルク社のガバナンスを取り上げる。

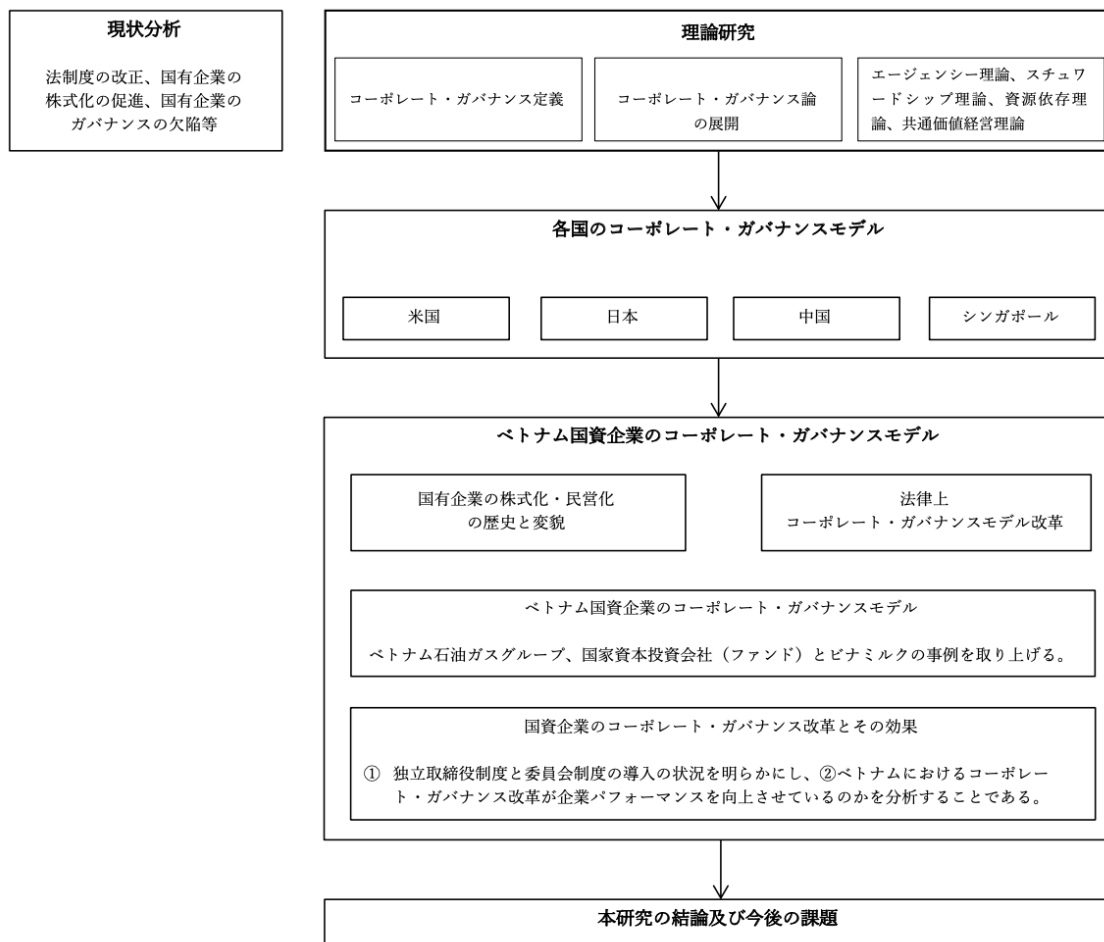
第6章では、独立取締役制度と委員会制度導入の状況を明らかにするため、ハノイとホーチミン証券取引所に上場している企業が発行する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を対象に、調査・分析を行った。その報告書の情報をもとに、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な基本情報、独立取締役の選任状況など経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織や、その他コーポレート・ガバナンス体制の状況と課題を考察する。

³⁷ベトナム政府の決定 151号 (151/2005/QĐ-TTg)、2005年6月20日。

次に、同国のコーポレート・ガバナンス改革が企業業績を向上させるのかを分析する。それから、問題点を抽出しながら、企業業績を高めるためのコーポレート・ガバナンスを構成する要素を導き出す。これをもとに同国のコーポレート・ガバナンスのあり方について検討する。

最終章では、総括を行い、本研究の課題を提示する。

図表 13：本研究の枠組み



出所：筆者作成

第1章：コーポレート・ガバナンスを巡る背景と理論

本章では、本研究を進めるための前提として、コーポレート・ガバナンスの歴史の変遷についての既存研究を取り上げる。そして、本研究でのコーポレート・ガバナンスの定義を定めて、エージェンシー理論、スチュワードシップ理論、利害関係者論、資源依存理論、そして共通価値経営理論などのコーポレート・ガバナンスの理論的枠組みを概観する。

1. コーポレート・ガバナンスの歴史の変遷

1.1 コーポレート・ガバナンス論のはじまり

16世紀から、ヨーロッパでは、共同資本により、貿易や植民地経営のための大規模な企業が設立されるようになった。1602年にオランダ東インド会社が設立されるとともに、株式会社が生じた。

米国では、19世紀末に株式会社制度が普及した。企業規模が拡大するにつれ、企業を効率的に経営するのは容易ではなくなった。そのため、株主の代理人として企業の専門経営者という職位が生じ、会社の所有（株主）と支配（経営）が分離された。そして、企業規模が巨大化すると、多量の資本が必要になり、企業の株主数は増大した。少数の大株主から多くの小株主への変化によって、株式会社所有権の分散化が生じた。経営者は株主総会によって選任され、会社の日常業務を執行することになった。

『近代株式会社と私有資産』において、バーリ&ミーンズ（1932）は非金融上位200の巨大株式会社を分析した後で、以下のように述べている。株式会社の発展によって、経済力が集中し、最大株主の持株比率が低下し、株主数が増大した。そして、株式会社の所有権の分散化が促進されるとともに、株式会社の所有（株主）と支配（経営）の分離あるいは所有と支配の分離が発生することを明らかにした³⁸。それによって、企業の所有者である株主の目的と経営者の目的、それから株主の利益と経営者の利益が相反することが発生し、経営者は株主の利益から離れて自分の利益や目的を追求するようになる。これにより経営者への監視やコントロールという問題が注目されるようになったわけである。そのような問題はコーポレート・ガバナンス論の萌芽と捉えることができる。

1.2 コーポレート・ガバナンス論の展開

1960年から1970年代にかけて、従来の個人株主に代わって機関投資家への株主所有構造の変化を背景として、株主へのリターンを保証するため、企業の統治構造（Williamson, 1975）、企業の所有権と経営権の分離の下での「エージェンシー問題」（Jesen&Meckling (1976), Fama&Jesen(1983)など）について研究がなされるようになった。これにより、モニタリングやインセンティブ・システムという概念が導入された。宮島（2004）によると、

³⁸バーリ&ミーンズ・森泉訳(2014) p.106。

コーポレート・ガバナンスは「権限と責任の配分、インセンティブの提供を通じて経営者の規律づけ、経営効率を維持するしくみの総体」と定義されている³⁹。

そして、機関化現象が進展する中で、米国で1980年代半ばから、日本でも1995年ごろから、「株主価値経営」が流行となった⁴⁰。機関投資家は、総資産利益率（ROA）や自己資本利益率（ROE）や経済的付加価値（EVA）などの効率性指標を重視するため、株主価値経営という概念が注目されるようになったのである。その一方で、1980年代に入ると、これまでの金融の理論的枠組みに対して、一部の学者によってコーポレート・ガバナンス論は、企業の利害関係者は経営者や株主だけでなく、企業行動に影響を及ぼす広い範囲の利害関係者（ステーク・ホルダー）の視点からも捉えられるようになった。

2000年代に入ると、2001年のエンロン事件や2007年のサブプライム問題により発生した世界金融危機発生後に、株主価値経営への批判が高まった。これにより、コーポレート・ガバナンス論では共通価値経営および調和（循環）型経営が提唱されるようになった⁴¹。つまり、株主価値経営から株主以外のステークホルダーとの「共通価値経営」というコンセプトが重視されるようになってきた。つまり、2008年以降、企業パフォーマンスや財務指標だけでなく、経営・社会・環境の側面に関わる活動も重要視されるようになってきたのである。

コーポレート・ガバナンス論についての既存研究を図表14で整理する。

図表 14：コーポレート・ガバナンス論の既存研究

	内容	利害関係者	論文
30年代	エージェンシー理論の誕生	株主（多量個人投資家）	Berle&Means (1932)
1960年～1970年代	モニタリングやインセンティブ・システムの導入	株主（多量個人投資家、機関投資家）	プリンシパル・エージェント問題の解決 (Alchian&Demsetz 1972), 株式会社の取締役の役割 (Mace 1971), 仕事や義務の回避 (Jesen&Meckling,1976), 企業の統治構造 (Williamson 1975), エージェンシー問題 (Fama&Jesen 1983), 短期志向やリスク回避型戦略投(Lambert&Larcker 1985),...
1980年代	株主価値経営の重視、ファイナンス理論、企業と社会の関係性の理論など	株主、投資家、債権者、従業員、取引先など	Carroll (1979), Donaldson&Dunfee (1994), Donaldson&Preson (1995), Freeman, Harrion&Wicks (2007), Cochran&Wartick (1998)...

³⁹宮島（2004）「日本の企業金融・コーポレート・ガバナンス・経済展開：1900－1955」、平成13-15年度科学研究費補助金(基盤研究(B))研究成果報告書、pp.1-225。2019年3月16日にアクセス。

https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=13202&item_no=1&page_id=13&block_id=21

⁴⁰坂本・鳥居(2014)、p.250。

⁴¹坂本・鳥居(2014)、pp.153-157。

近年	株主価値経営から 共通価値経営への 転換	株主、投資家、債権 者、従業員、取引先 など	Hirsch (1986), Davis&Greve (1997), Westphal&Zajac(1994,1998), Fiss&Zajac(2004),...
----	----------------------------	------------------------------	--

出所： 金山（2008）・鈴木（2017）より筆者作成⁴²

整理すると、バーリ & ミーンズの『近代株式会社と私有資産』において会社の所有（株主）と支配（経営）が分離されたことを前提としてコーポレート・ガバナンス論が誕生し、長年にわたって、多様な議論が展開されてきた。現在では、コーポレート・ガバナンスという概念が経営者や株主との関係を表すだけでなく、企業行動に影響を及ぼす利害関係者（ステーク・ホルダー）を含め広い範囲の視点から捉えられるようになった。そして、コーポレート・ガバナンスの目的は、経営者の不正行為を防止することや企業価値向上だけでなく、企業の健全性を維持するため、企業と社会との友好的関係を築くことでもあるとの意識が高まりつつあるのである。

2. コーポレート・ガバナンスの定義

コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) は、企業統治と訳される。「ガバナンス」という言葉はラテン語 (gubernare) からきている。米国において企業を巡る「government」や「governance」という用語が用いられるようになったのは 1960 年代であった⁴³。この定義は、様々で、統一的なものはまだない。

最初に、企業の利害関係者の範囲の視点から、コーポレート・ガバナンスの定義は、狭義のコーポレート・ガバナンスの定義と広義のコーポレート・ガバナンスの定義が存在すると考えられる。

狭義のコーポレート・ガバナンスは、企業の法的な所有者である株主のために、経営者の経営活動を監視・統治するシステムであると考えられる。菊池（2004）は、「コーポレート・ガバナンスとは、企業は誰のものかという所有問題や経営者と株主の利益の分配問題を意味する」と述べている⁴⁴。

広義のコーポレート・ガバナンスをめぐる議論は、単に出資者と経営者との間の関係のレベルにとどまらず、より広範な利害関係者や社会との関連を含めて、展開されるようになってきている。藤（1996）、深尾・森田（1997）、坂本（1988）、Cochran&Wartick（1998）、小山（2008）、坂本・松村（2009）らは企業行動に影響を及ぼす株主、債権者、従業員、取引先などの利害関係者の視点からコーポレート・ガバナンスを定義している。このような広い範囲の利害関係者の視点から捉える定義を以下で述べる。

⁴²鈴木（2017）、pp.69-74。

⁴³尹相国（2010）、「米国におけるコーポレート・ガバナンスの理論的展開」、『人文社会科学研究 第20号』、p.241。 <https://core.ac.uk/download/pdf/96979174.pdf> 2019年9月16日にアクセス

⁴⁴菊池（2004）、p.96。

伊藤（1996）は、「コーポレート・ガバナンスとは、企業が効率よく運営されるためには、株主、債権者、従業員などの企業のさまざまな利害関係者の間で、どのように権限と責任が配分されることが必要か、を議論する命題である」と主張している⁴⁵。

深尾・森田（1997）は「企業が効率よく運営されるためには、株主、経営陣、従業員、債権者、取引先などの企業の様々な利害関係者の間で、どのように権限や責任を分担し、また企業が生み出す付加価値を配分していけばよいか」と論じている⁴⁶。

坂本（1998）はコーポレート・ガバナンスを取り巻く問題が「会社は誰のもの」と「会社は誰のため」という二つの問題を取り上げ、コーポレート・ガバナンスとは現代の公開会社のあり方、あるいは経営行動のあり方、経営者のあり方を論じるものと主張している。

Cochran&Wartick（1998）は、「企業統治は経営陣、株主、取締役会とそのほかの利害関係者との間に生まれて行く特定な諸問題を解決しなければならない」と述べている⁴⁷。

小山（2008）は「コーポレート・ガバナンスというのは、企業のさまざまな利害集団の間の力のバランス、及びこれらの集団の相互作用に関わることである。」と論じている⁴⁸。

坂本・松村（2009）は、「コーポレート・ガバナンスとは、株主の利益のためだけではなく、全てのステークホルダーの利益のためのものでなければならない」と主張している。そして、彼らは、企業のステークホルダーを企業からの報酬の有無で分類することによって、それぞれのコーポレート・ガバナンスにおける立場や役割を明らかにしている（図表15参照）。

図表 15：企業からの報酬の有無と企業への関与

報酬の有無	企業のステークホルダー	企業経営への圧力手段
報酬なし	株主	株主総会（議決権、議案提出）、株主売却など
	銀行（メインバンク）	ローンのための経営審査、業績管理
	国税	税務調査
	証券取引所	証券会社などの検査、インサイダー取引、有価証券報告書嘘偽記載などの調査
	格付機関、アナリスト	企業格付け
	地域社会、マスコミ	企業の社会的責任
	取引先	不正取引、談合など
	労働組合	ドイツの経営評議会
報酬あり	取締役 （社外取締役も含める）	取締役会での執行役の監視
	監査役	監査役監査、内部統制
	内部監査部・監査室	内部監査、内部統制

⁴⁵伊藤（1996） 2018年5月20日にアクセス。

<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf>

⁴⁶深尾・森田（1997） p.55。

⁴⁷金山（2008） p.7。

⁴⁸小山（2008）、p.309。

	監査法人	会計監査、内部統制
	従業員	取締役会通報制度（内部告発）

出所：坂本恒夫・松村勝弘（2009）⁴⁹

企業から報酬を受けていないステークホルダーの代表としては株主である。株主は株主総会で執行役や取締役を選任・退任に追い込む強い権限を持っていることにより、重要なガバナンス機能を有している。また、多額の資金を提供する金融機関は財務数値だけでなく将来の事業計画や投資計画などの企業経営に深く関与する。消費者や地域社会や取引先などのステークホルダーは直接的にガバナンス機能を発揮しないが、企業経営への影響力は大きい。

これまで述べてきた定義を整理する上で田中（1998）の説明はわかりやすい。田中（1998）は、コーポレート・ガバナンスを企業と株主の関係として捉えるもの、そして企業と株主以外の利害関係者の関係として捉えるものの二つに分類されていると主張している。図表 16 で示されるように、田中（1998）も、利害関係者は株主だけでなく、投資家や債権者や従業員などの利害関係者も含めている⁵⁰。

図表 16：利害関係者とその関心

利害関係者	関心	望ましい経営内容
株主	収益の最大化 資産の保全	利益率の高い経営 健全な経営
投資家	投資効率	投資効率のよい投資先
債権者	債権の保全	健全な経営
(銀行)	貸付先の成長	企業の成長
従業員	給料の上昇 雇用の安定 昇進の可能性	利益率の高い経営 健全な経営 企業の成長
消費者	安価で良質な財貨	生産性の上昇
取引先企業	取引の安定 取引の拡大	健全な経営 企業の成長
国家	安定的かつ適正な経済活動	健全な経営

出所：田中（1998）より筆者作成

また、コーポレート・ガバナンスを企業や株主などの目標を達成するための手段として捉える定義として、田中（1998）は、「利害関係者(主体)が、自己の利益(利害)を守る(目的)のために、企業に対して影響力を行使(手段)することである」と主張している。そして彼は、「コーポレート・ガバナンスとは、企業の利害関係者（主体）が、自己の利害に基づいて、自己の利益に合致する経営を行わせることを目的として、何らかの手段によって、経営者の意思決定に影響力を及ぼすことである」と定義している⁵¹。

⁴⁹坂本恒夫・松村勝弘（2009）、p.125。

⁵⁰田中（1998）、p.7。

⁵¹田中（1998）、p.5。

平田（2001）は「コーポレート・ガバナンスは、企業の主要目的を達成するために必要とされる競争能力を最良に高めるように設計された、株主、取締役および経営者からなる中核集団間の関係と責任の構造である」と述べている⁵²。

呉（2008）によると、コーポレート・ガバナンスとは、「①企業における中心的利害関係者を特定すること、②経営者の選任、監視、評価、処分、解任のための制度を構築すること、③経営者に企業家精神を発揮されるための誘引設計を制度として構築すること」と論じている

最後に、青井（2009）は法律上、株主の統治者と広く統治者の視点という三つの方面から以下のようにコーポレート・ガバナンスを定義している⁵³。法律上からみると、コーポレート・ガバナンスとは「会社を健全に経営するための会社法の基本的システム」である。株主の統治者の観点からみると、「企業が株主にとっての経済的な利益を追求することで、健全で効率的な経営判断を導入する仕組み」である。株主だけでなく、債権者や従業員や取引先などの広く統治者の観点からの定義について、コーポレート・ガバナンスとは「多くの利害関係者の視点から見て、バランスのとれた経済活動を確保することで、健全で効率的な経営判断を導入する仕組み」である。

このように、近年のコーポレート・ガバナンスという概念は経営者や株主との関係を表すだけでなく、企業行動に影響を及ぼす彼ら以外の利害関係者（ステーク・ホルダー）を包括する広い範囲の視点から捉えている。そして、コーポレート・ガバナンスの目的として、経営者の不正行為を防止することだけでなく、企業の健全性を維持するため、企業と社会などの関係性が展開されている。

以上のように様々な視点からの定義が存在するが、ベトナムの政治や経済の発展段階を考慮したうえで、本研究でのコーポレート・ガバナンスを、経営者の行動をコントロールすることによって、企業や株主などの目標を達成するための手段として捉える。なぜならば、ベトナムにおいて資本主義的要素が導入されてから日が浅く、国有企業の株式化の進展と同時に、経営者による企業不祥事が多発し、企業パフォーマンスも低下しており、経営者へのコントロールを可能にするための企業に対する統治・監督を強化することが必要であるからである。

このような意味において、平田（2001）や呉（2008）などの定義が本研究に適合すると考えられる。簡単に要約すると、コーポレート・ガバナンスの定義とは、株主などのステークホルダーの視点から企業を統治・監督し、企業価値を向上させるための様々な枠組みと仕組みである。具体的にこれをベトナム企業に当てはめると、コーポレート・ガバナンスとは、国有資産を守るために、企業の経営者を監視・統治し、企業価値を高めるためのシステムであると定義される。

3. コーポレート・ガバナンス論の枠組み

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

(1) エージェンシー理論

⁵²平田（2001）、p.279。

⁵³青井（2009）、p.17。

Jensen & Meckling (1976)、Fama & Jensen (1983)などの経済学者によって提唱されたエージェンシー理論において、プリンシパル・エージェンシー関係は、「依頼人である所有者(株主)が自身の目的のために代理人である経営者に意思決定の権限を委譲し、依頼人の利益に関わる業務を遂行させる契約関係」を意味する⁵⁴。権限を委譲する依頼側はプリンシパルで、権限を委譲される側はエージェントと呼ばれる。このようにプリンシパルは権限をエージェントに委譲するが、情報の非対称性⁵⁵が存在するから、プリンシパルはエージェントの行為を完全に把握することができない。プリンシパルは自らの利益を最大化することを望むため、エージェントの行為を監視することが必要である。

こうしたプリンシパルとエージェントとのエージェンシー関係にかかるコストは、ボンディングコスト、モニタリングコストと残余コストに区分される⁵⁶。ボンディングコストとは、プリンシパルの利益を害するような行為を生じさせないことへの保証や、プリンシパルへの補償を確実にするために、資源を消費し、エージェントへ支払われるコストである。モニタリングコストとはプリンシパルがエージェントの行動を監視することによって発生するコストである。残余コストとは、上記の二つの以外に発生するコストである。残余コストはプリンシパルの意思決定とエージェントの意思決定の間には根本的な相違があり、その違いによって生じる依頼人の富の減少を意味する。

(2) エージェンシー理論とコーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンス問題は、企業組織をめぐる問題の一つであり、所有と支配の分離問題を基礎としている。エージェンシー理論に基づき、株主と経営者間の関係は、株主をプリンシパル、経営者をエージェントとするエージェンシー関係とみなされる。そして、株主は、経営者よりも企業経営に関する情報を知らず、経営者の行動も完全には把握できないため、両者の間には情報の非対称性が存在する。また、株主は、株価上昇と配当から利益を得るのに対して関心をもつが、経営者は、企業利益以外のものにも関心をもつため、両者の利害は必ずしも一致しない。そのため、株主は経営者の行動を完全にはモニタリングしなければならなくなり、エージェンシー・コストが発生する。エージェンシー問題が生み出すエージェンシー・コストを最小化するために、様々な制度、すなわちコーポレート・ガバナンス論が展開されている。言い換えると、ガバナンス論は、株主と経営者間の情報の非対称性を緩和する制度を対象にしていると考えられる。

橋本 (2015)によると、株主と経営者間のエージェンシー問題を解決するためには、次の二つの方法があると主張している。第一に、情報の非対称性を緩和する方法である。第二に、株主と経営者間の利害を一致させる方法である。利害を一致させる方法は、モニタリング・システムの強化と所有経営者化という二つの方法にさらに区別できると指摘している。モニタリング・システムの強化とは、株主が何らかの制度を展開して経営者を

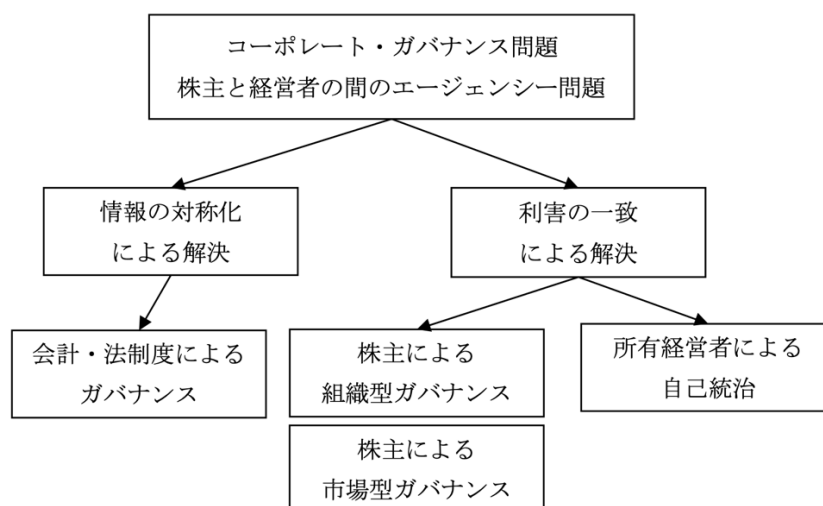
⁵⁴ Jensen, C. and Meckling, W. (1976), pp.305-360.

⁵⁵ 情報の非対称とは、全ての人と同じ情報を持つとは限らなく、情報格差があることを意味する。

⁵⁶ 境(2019)、p.184。

統治するということである。所有経営者化とは、株主が何らかの制度を展開して経営者に自己統治させるという方法である。

図表 17：株主と経営者の間のエージェンシー問題の解決方法



出所：橋本（2015）⁵⁷

このように、株主と経営者の間のエージェンシー問題を解決するためには、情報の非対称性を緩和する方法と株主と経営者の間の利害を一致させる方法の二つの方法がある。具体的に情報の非対称性を緩和する方法として、第一に制度的情報開示や自発的情報開示である IR（インベスター・リレーションズ）が挙げられる。このような情報開示によって、エージェンシー・コストを低下させる可能性がある。さらに取締役株主の意向を酌んだ人材を採用することによって、モニタリングを強化し、情報の非対称性を緩和させる方法もある。第二に、利害を一致させる方法は、インセンティブ・システムの設計であると考えられる。インセンティブを付与する経営者報酬制度について論じる際、境(2019)は次のように主張している。株主は経営者と報酬制度の契約を行うため、株主と経営者の間の利害を一致させるようなインセンティブを与える必要がある。有効なインセンティブメカニズムが構築できれば、株主と経営者間の情報の非対称問題が緩和される⁵⁸。

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

Maslow(1954)、McGregor(1960)、Argyris(1973)等の理論に基づき、Donaldson & Davis (1991) はスチュワードシップ理論を提唱した⁵⁹。スチュワードシップ理論の視点か

⁵⁷橋本（2015）、p.53。

⁵⁸境(2019)、p.193 参考。

⁵⁹ Maslow(1954)は、人間の欲求は低次の欲求が満たされるとより高次の欲求を目指すとし、その欲求段階の頂点に自己実現欲求を位置付けている。McGregor(1960)は、「人間は本来怠け者であり、強要・強制・命令されなければ仕事をしない」とする X 理論と、「条件次第で責任を受け入れ、自ら進んで責任を取ろうとする」とする Y 理論という、二つの側面があることを示す。

ら、経営者は、企業の利益の最大化などの目的を達成するために行動する。経営者の行動は株主の利益と一致するため、株主や取締役会による監視は不要であり、取締役会の役割としては経営者に対する監視よりも助言の役割が大きいといえる。

スチュワードシップ理論は、組織の成功と依頼人の満足の関係は堅固なものであると仮定している。経営者は、自身の効用関数を最大化するために、企業のパフォーマンスを高め、株主の利益の最大化を目指すといわれる。

エージェンシー理論とスチュワードシップ理論を識別する要因は、エージェンシー理論の仮定がスチュワードシップ理論の仮定と異なっているからである。

一つは、両理論の最大の違いは人間観である。エージェンシー理論では、性悪説の立場から、人間は自己利益を追求する利己的で機会主義的な経済人であると仮定されている。そして、エージェントは報酬や監視といった外発的な刺激によって動機づけられる。それに対して、スチュワードシップ理論では、性善説の立場から、会社や組織の目的のために組織人が想定されている。スチュワードは自分自身の成長や自己実現によって内発的に動機づけられる。

二つは、取締役会についての相違点である。エージェンシー理論では、経営者（エージェント）の行動をモニタリングするため、独立（社外）取締役を中心とする取締役会がより効果的である。それに対して、スチュワードシップ理論では、内部知識を持つ社内取締役が中心となる取締役会の方が望ましい。Donaldson & Davis (1991)は、米国企業 321 社を対象として、社長の二重性⁶⁰を説明変数、企業業績(ROE)を被説明変数とし、社長と取締役会議長が兼任される企業と、そうでない企業の ROE を比較した結果、社長の二重性を持つ企業が高い業績を得ている結果を出した。この結果から、社長の二重性は株主利益に影響を及ぼさないと主張している⁶¹。

上記のように、エージェンシー理論とスチュワードシップ理論では、人間観において大きな違いがあり、動機づけや取締役会の構成にも相違がみられる。

図表 18：エージェンシー理論とスチュワードシップ理論の比較

	エージェンシー理論	スチュワードシップ理論
人間観	利己的な経済人 (性悪説)	会社利益に奉仕する組織人 (性善説)
動機	外発的動機づけ	内発的動機づけ
取締役会の構成	独立（社外）取締役の中心	社内取締役の中心
取締役の主機能	経営のコントロールと監視	経営者への助言

出所：橋本（2015）、p.53。

3.3 資源依存理論に基づくコーポレート・ガバナンス論

資源依存理論は、Aldrich&Pfeffer(1976); Pfeffer&Salancik(1978);Aldrich (1979) らによって展開された⁶²。資源依存理論は、「交換アプローチ」と「パワー依存アプローチ」の

⁶⁰社長の二重性とは、CEO と取締役会議長が兼任されることである。

⁶¹ 鈴木 (2016) p.53.

⁶² Pfeffer, J. and Salancik, G.R. (1978).

二つの観点から成っている。組織は、自身を取り巻く他企業・他機関との相互作用なしには存続することはできない。そのため、組織間関係における交換が自発に行われる。Levine & White(1961)によって提起される「交換アプローチ」では、組織間交換はそれぞれの組織の目標、目的実現のための二組織間の自発活動である。

一方、Aldrich (1979) は組織間関係における強制や支配といった側面を考慮していないという点で批判された。そして、Oliver (1990)は、必要である資源を保有する組織が影響力を行使し、コントロールしようと動機づけられるとする。

資源依存理論に基づくコーポレート・ガバナンス論は、企業の環境を反映する。取締役会の存在は、外部依存性の管理、環境の不確実性の削減、環境の相互依存性に関連する取引コストの削減のためである。取締役が多様化している企業は資源を提供する機会が増加するので、業績に良い影響があるという理論である。例えば、Pfeffer(1983)は⁶³、規模の大きい取締役会ほど、個人の認知・判断には限界があるが、個人の資源を集結することにより、問題解決のための資源に関する利用をより得られるかもしれないと指摘している。

つまり、資源依存理論に基づくコーポレート・ガバナンス論は、企業の環境を反映し、外部依存性の管理や環境の不確実性の削減などの取締役の役割を理解するための枠組みを意味する。

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

株主価値経営の時代では、株主が企業に対して企業価値の向上を求めるため、経営者は株主価値の最大化を目標と定め、経営を行った。株主は企業への投資した資金より多くの資金を回収したいと考える。株主にとって、株価あるいは企業価値が高くなるのが好ましいことである。株価が高くなると、株式時価総額が高まる。また、株主にとって配当されることも好ましい。そのため、企業について評価する際、主に自己資本利益 (ROE) や総資産利益率 (ROA) などの指標が重視される。だが、2007年に世界金融危機が発生し、この発生要因として、企業が株主利益のみを追求していることが指摘されるようになり、株主価値経営は多くの批判を浴びた。

そのような状況を背景に、株主の利益だけでなく、他のステークホルダーの利益も同時に追求しなければならないことが要求されるようになっていく。具体的には、ハーバード大学のポーター教授 (M.E.Porter) とクラマー (M.R.Kramer) により、提唱された共通価値経営 (Creating Shared Value・CSV) という概念である。共通価値経営とは、社会的価値と経営的価値は相反するものではなく、両立することによって企業は新たなビジネスをつかめることと定義する。

ポーター教授の共通価値経営理論について論じる際、坂本・鳥居(2014)は、「事業戦略と社会との間に強い関係を築くことが可能な分野に企業は最も力を入れるべきである。どんな企業でも、価値ある提案をするためには、社会的な意義を持たせる必要がある。事業戦略と社会を結びつけることは、企業にとって新たなチャンスの一つになりつつある」と述べた⁶⁴。

⁶³Pfeffer, J (1983), pp. 299-357.

⁶⁴ 坂本・鳥居(2014)、p.249。

つまり、2008年までに、社会的価値と経営的価値は企業の活動展開において相反すると信じられたが、ポーターとクラマーにより提唱されたCSVの考え方は、相反ではない。CSVとは、社会のニーズや問題を取り組みで社会的価値を創造し、その後、経済的価値が創造されるアプローチである。企業価値を向上しながら、社会貢献も同時に行う共通価値経営に基づくコーポレート・ガバナンス論は、企業価値の最大化や企業とステークホルダー間の問題を解決するための枠組みを意味する。

以上のように、コーポレート・ガバナンス論についての理論的なアプローチがいくつか存在する。本研究では、ベトナム国資企業のコーポレート・ガバナンス・モデルを検討するにあたっては、主にエージェンシー理論に基づいて議論を展開する。上述したように国有企業の株式化が進められているなかで、企業不祥事が多発している。これを抑制するためには、コーポレート・ガバナンス改革によって独立（社外）取締役や委員会制度を導入し、経営者へのモニタリング・システムを強化しながら、経営者と株主の間の情報の非対称性を緩和させる方法が必要であるからである。また、今後のガバナンスのあり方を議論する上では、世界的なESGに対する関心が高まっている状況なので、共通価値経営理論も援用することも必要であると考えられる。

4. 取締役会構造と株式所有構造に関する先行研究

本節では、実証分析を用いることによって、取締役会構造と企業パフォーマンスとの関係について検討している先行研究を紹介する。なぜならば、本研究においてもベトナム国資企業におけるコーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンスに及ぼす影響を実証分析によって検討するためである。その際に、独立（社外）取締役と委員会制度の導入が主となるが、これらのサンプル数に問題がある。そこで、ベトナム企業の今後の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルを検討する意味でも、取締役会の規模と株式所有構造等の他の要素についても検討した先行研究も提示する。

4.1 取締役会の多様性

近年、欧米企業のコーポレート・ガバナンス改革が促進されるとともに、取締役会の構造も多様化している。取締役会の多様性とは、独立（社外）取締役を増加させ、外国人役員や女性役員を選任することなどが挙げられる。取締役会における委員会制度と独立（社外）取締役制度が業績に与える効果として以下の四つの理論を挙げている。資源依存理論、人的資本理論、エージェンシー理論、社会心理理論である。四つの理論は、それぞれ取締役の多様性は業績に対して正にも負にもなりえることを示している。コーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンスに与える影響に着目した研究には、次のようなものがある。

取締役会の多様性と企業の業績の関係に関して、Adams and Ferreira (2009) は、S&P1500に採用されている企業を対象に分析し、その結論については、二つの効果を認めている⁶⁵。①取締役会の多様性の増加はガバナンス体制の強化に繋がり、経営者と株主間に

⁶⁵Adams, R. B. and Ferreira, D. (2009), pp.291-309.

生じるエージェンシー問題を改善させて業績を向上させる効果がある。②取締役会による監視が強くなり過ぎることは、株主価値を減少させる効果がある。

取締役会の多様性と業績の関係は先行研究において正負両方の効果が認められている場合と、効果が見られない場合がある。Erhardt, et al. (2003) は 1993年から 1998年の *Fortune* に記載されている 112 社の企業について実証分析を行い、取締役会の構成の多様化が ROA・ROI といった指標で測った業績を高める効果を認めている⁶⁶。しかしながら、Rose (2007) は 1998年から 2001年のデンマークの企業について同様の分析を行い、取締役会の構成と業績の間に統計的な関係を見出していない⁶⁷。

独立取締役とパフォーマンスの関係を検討する文献に関して、Black and Khanna (2007)はインド企業について実証分析を行い、取締役の独立性を向上することで企業パフォーマンスが改善される結果を認めている⁶⁸。Black and Kim (2012) が韓国企業について分析した結果によると、取締役の独立性を向上することで企業パフォーマンスが改善される結果を主張している⁶⁹。中国企業の場合、Liu et al., (2015) は 独立取締役比率と企業パフォーマンスの正の関係を示している。

一方、企業パフォーマンスとは有意な結果は得られないとする先行研究もある。宮島・小川 (2012)は、事業の複雑さ、モニタリングの複雑性、情報獲得の困難さなどの要因によって独立(社外)取締役制度を導入する企業では、独立(社外)取締役の選任や比率の増加が企業価値を引き上げることはないと証明している⁷⁰。また、Baysinger and Butler (1985)⁷¹, Hermalin and Weisbach (1991)⁷², Agrawal and Knoeber (1996)⁷³などの研究では、独立(社外)取締役比率と企業パフォーマンスに負の相関(マイナスの影響あるいは無影響)があると証明している。その理由としては、次の2点があげられる。①情報の非対称の問題のためである。Fama and Jensen (1983)⁷⁴, Jensen (1993)⁷⁵が指摘したように、独立(社外)取締役は企業の内部取締役と比べて、内部情報の制約の原因で独立(社外)取締役が監視機能を十分に発揮できない。Duchin et al., (2010)⁷⁶, Nguyen and Nielsen (2010)⁷⁷が情報の入手コストの高い企業において、独立取締役が十分に機能できずに、企業パフォーマンスの向上が見られないことを主張している。上記の先行研究からみると、

⁶⁶Erhardt, N., Werbel, J. and Shrader, C. (2003), pp.102-111.

⁶⁷Rose, C. (2007), pp.404-413.

⁶⁸Black, B. and V. Khanna, (2007), pp.749-796.

⁶⁹Black, B. and W. Kim, (2012), pp. 203-226.

⁷⁰宮島英昭・小川亮 (2012)「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか?:取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、2020年2月29日にアクセス。

<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf>

⁷¹Baysinger, B. and H. Butler, (1985), pp.101-124.

⁷²Hermalin, E., and S. Weisbach, (1991), pp.101-112.

⁷³Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996), pp.377-397.

⁷⁴Fama, F. and C. Jensen(1983), pp.301-325.

⁷⁵Jensen, C. (1993), pp.831-880.

⁷⁶Duchin, R., J. Matsusaka, and O. Ozbas, (2010), pp.195-214.

⁷⁷Nguyen, B. and K. Nielsen, (2010), pp. 550-567.

情報の非対称の問題のため独立取締役がパフォーマンスを改善できない可能性がある。②もう一つの理由は独立取締役を含む役員達のインセンティブが不足していることである。Xu(1997)⁷⁸は、役員賞与と業績との間に有意な正の関係があることを確認している。

4.2 取締役会の規模

取締役会は経営者を監督し、適切な意思決定を行うためには十分な議論を尽くすことが重要である。しかし、取締役の人数が多いと機動的な取締役会の開催が困難である。

ジェンセン(Jensen, 1993)や Guest(2009)などの研究によれば、取締役会の規模が大きくなるほど、経営上の意思決定のスピードが低下する可能性がある⁷⁹。取締役会の規模の拡大により、企業パフォーマンスが低下する。

取締役会の規模と業績の関係に関して、Konari Uchida (2010) は2002年度と2004年度末の東証一部上場企業（銀行と保険を除く）について回帰分析を行い、2002年度末以降に取締役数を一定程度以上に削減した企業は、取締役数の減少が2人以下の会社と比較すると、2002年から2004年の業績改善効果が劣っている⁸⁰。

一方、Zahra and Pearce(1989)⁸¹ やLarmou and Vafeas (2010)⁸²などの研究では取締役会の規模が大きいくほど、専門家が多く、取締役員の多様性が高いことを明らかにしている。

4.3 外国人株主と機関投資家

外国人株主の株式所有について論じる際、シュライファーとヴウイシュニー(Shleifer and Vishny,1986)は、次のように主張している⁸³。外国人株主はバブル崩壊以降に持株比率を高め、多くの企業では大株主になっている。外国人株主が大株主である企業では、経営者に対するモニタリング活動の便益が費用を上回り、外国人株主がモニタリングを行う可能性が高い。そして、外国人株主は株主総会で議決権を行使し、取締役選任や役員報酬などを決め、経営者の行動を制限する可能性がある。つまり、外国人株主の持株比率の高さが経営者の権限を弱めるかもしれない。

機関投資家の役割について、宮島・小川 (2012) は、2005年から2010年の東証1部上場の非金融事業法人(1627社)を対象として、分析を行い、機関投資家の保有比率の高い企業では、事業の複雑性、モニタリングの必要性などの企業特性に対応して合理的な取締役会構成が選択されている効果を認めている⁸⁴。

日本に特徴的な株主のうち投資信託、年金、ファンド、外国法人等の安定大口株主の存在が業績に与える影響を分析する研究もある。非安定大口株主の役割について論じる際、

⁷⁸Xu,P. (1997), pp.319-346.

⁷⁹Jensen, M. C.(1993), pp.831-880.

⁸⁰Uchida, K. (2011), 562-73.

⁸¹Zahra, A., and A. Pearce, (1989), pp. 291-334.

⁸²Larmou, S., and N. Vafeas, (2010), pp. 61-85.

⁸³Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny (1986), pp.461-488.

⁸⁴宮島英昭・小川亮(2012)「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、2020年2月29日にアクセス。

<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf>

江頭憲治郎(2013)によると「非安定大口株主」の持株比率と独立（社外）取締役の存在とに正でかつ統計上有意な相関関係がある。

本章では、コーポレート・ガバナンス論の変遷と定義について説明し、理論的な枠組みでの先行研究を紹介した。そして、本研究におけるコーポレート・ガバナンスの定義を、株主などのステークホルダーの視点から企業を統治・監督し、企業価値を向上させるための様々な枠組みと仕組みであると規定した。次に、取締役構造ならびに株式所有構造と企業パフォーマンスとの関係を実証分析により検討した先行研究を概観した。これらの実証分析の手法をもとに、ベトナムでのコーポレート・ガバナンス改革の効果については第6章で検討する。

第2章：日米のコーポレート・ガバナンス

本章では、先進国のコーポレート・ガバナンスについて、日本と米国のコーポレート・ガバナンス・モデルを紹介する。理由として、ベトナム会社法は大陸法の法体系を採用している日本を参考に行っている点と、2014年に改定された会社法は、米国の会社法も取り入れているからである。つまり、ベトナムのコーポレート・ガバナンス・モデルは日米双方から大きな影響を受けている。なお、本章では日米のコーポレート・ガバナンス・モデルの是々非々について深く考察するものではない。今後の議論を進展させるための足掛かりとするものであるため、双方のモデルについては概観するに留める。

1. 米国のコーポレート・ガバナンスの歴史と変貌

これまで、米国会社における株主主義に基づく「株主資本主義モデル」(Stockholder Capitalism Model) やドイツ・日本などの企業共同体主義に基づく「利害関係者資本主義モデル」(Stakeholder Capitalism Model) などといった様々なコーポレート・ガバナンスの形態が議論されてきた。本節では、米国のコーポレート・ガバナンスについて、独立取締役制度に焦点を当てながら、論じる。

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

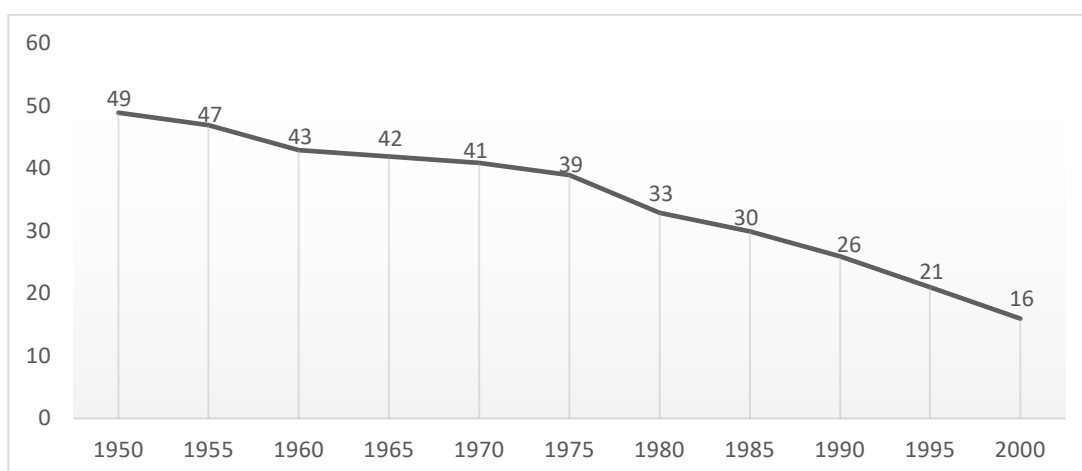
米国企業のコーポレート・ガバナンスの一般的なイメージは、株主主義に基づく「株主資本主義モデル」の経営を実践していると考えられている。だが、1950年代の米国企業では、ステークホルダー重視の経営が一般であった。

1.1.1 ステークホルダー主義

上述したように『近代株式会社と私有資産』において、バーリ&ミーンズ(1932)は、株式会社所有権の分散化が促進するとともに、株式会社の所有(株主)と支配(経営)の分離あるいは所有と支配の分離が発生することを明らかにした⁸⁵。企業の株主構成に関して、企業規模が巨大化すると、多量の資本が必要になり、企業の株主数は増大した。少数の大株主から多くの小株主への変化によって、株式会社所有権の分散化が生じ、経営者・従業員による実態的な経営支配が強まった。1980年に入るまでは、米国の企業は長期雇用や内部昇進という制度を維持していた。図表19は、米国の大企業における取締役会の内部者昇進の比率を示す。

図表19：米国企業における取締役会の内部者昇進の比率

⁸⁵バーリ&ミーンズ・森泉訳(2014) p.106。



出所：Gordon(2007),p.1473.

図表 19 からみると、取締役会の内部者昇進の割合は、1950 年代には 49%であった、1990 年代には 26%、2000 年代には 16%まで低下したことを明らかにした。ジャコービィ（2007）によると、1970 年代まで、米国企業の CEO の多くは内部者昇進であった。このように経営者や取締役は多くの企業内部者昇進であったことから、彼らは従業員利益を重視した。企業は従業員に雇用保障や年金や健康保険などを提供し、利益も従業員と共有した。また、1980 年代まで、米国企業の経営者報酬は従業員の賃金との格差が小さかった。1930 年代には、企業トップ 1%の年収は 18%であったが、1980 年代には 8%まで低下した⁸⁶。

また、厚東（2013）によると、1950 年代から 1970 年代にかけて、米国企業は、失業、貧困、教育や福祉などの多くの社会問題に関心があり、「公共の目的」のため、活用された⁸⁷。ジャコービィ（2007）は、同時期に、米国企業は長期的な観点から経営を行い、長期計画を立て、長期的な投資を行ったと述べている⁸⁸。つまり、1950 年代から 1980 年代にかけて、米国企業においてステークホルダー重視の経営が一般であった。

一方、1980 年代に入って、世界競争の激化のため、米国企業の国際競争力を失ったのをきっかけに、米国企業のコーポレート・ガバナンスに大きな変容があった。次は、米国のコーポレート・ガバナンスと「株主資本主義モデル」を取り上げる。

1.1.2 株主資本主義モデルの高まり

この節では米国企業において、「株主資本主義モデル」の経営を導入するまでの変遷について論じる。

⁸⁶ 境(2019)、p.80.

⁸⁷ 厚東(2013)、p.18.

⁸⁸ サンフォード・M・ジャコービィ(2007)、「コーポレート・ガバナンスと雇用関係の日米比較」独立行政法人労働政策研究・研修機構。2020年3月20日にアクセス。

http://www.jil.go.jp/foreign/labor_system/2007_3/america_02.html,

1950年代以降、機関投資家の株式投資額及び持株比率は増大傾向にあった⁸⁹。1960年代から70年代になると、米国の株式所有構造は従来の個人所有の段階から機関所有の段階へと移行し、年金基金や生保などの機関投資家による所有が大きな比重を占めるようになった。年金基金は労働者からのお金を集めて株式市場で投資するので、こうした仕組みによって米国の株式会社の所有者は究極的には労働者であると把握された。こうした機関所有のもとでは経営者支配となっているというのが基本的な見方で、これを「経営者資本主義」の時代と呼んだ⁹⁰。

70年代以降は、企業の買収と合併、あるいは年金制度の運営の失敗などがきっかけで、企業のコーポレート・ガバナンスの改革が要求されるようになった。1974年にはエリサ法(Employee Retirement Income Security)を立法し、年金基金はコーポレート・ガバナンス活動ができるような法的根拠になった。エリサ法は加入者の立場から、年金資金の受託者に対して基本的な議決権行使義務を果たすように規定した。

80年代に入ると、保険会社、投資信託、年金基金、財団、大学基金などの機関投資家の企業への発言権がさらに高まってきた。三和(1999)は、「1980年代半ば以降は、機関投資家が会社の運営機構に株主として参加するようになり、機関投資家の株主としての行動が注目されるようになった」⁹¹と述べている。つまり、1980年代以降、機関投資家は株主として、企業に対するモニタリングを強めてきたのである。

1.2 米国のコーポレート・ガバナンス・モデルの特徴

米国のコーポレート・ガバナンス・モデルは、図表20で示される、いわゆる一元制と呼ばれるもので、経営者を取締役会で監視・監督するものである。取締役会内に人事・報酬・監査委員会などの各種委員会を設置し、その過半数を独立取締役で占めるようにし、執行機能と監督機能を分離したことである。

柏木(2015)は、米国型コーポレート・ガバナンスシステムを論じる際、二つの特徴を取り上げている⁹²。第1に、監査委員会・報酬委員会・指名委員会等の専門委員会における独立取締役には権限が与えられるため、彼らの影響力は高い。各委員会は、上記で述べたように取締役会の下に設置されているが、その専門委員会の大半が独立取締役で構成されることが規定されている。第2に、独立取締役の独立性が高いという特徴である。柏木(2015)によると、NYSEやナスダック市場に上場する企業に独立取締役の選任が義務付けられるため、全米取引役協会(NACD)などの第三者機関による独立取締役の人材紹介の需要はある。第三者機関は、企業の独立取締役に求める条件からデータベースを検索し、適切な人材を紹介する。そして、第三者機関は独立取締役に育成・研修などのことも行なっている⁹³。

⁸⁹ 三和(1999)、p.134。

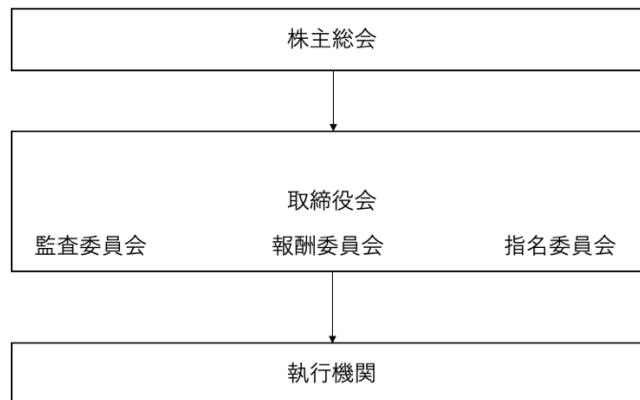
⁹⁰ 勝部伸夫(2016)「株式会社の歴史・理論・課題」『経営学論集第86集』、pp.14-21。
https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/86/0/86_14/_pdf/-char/ja 2020年3月25日にアクセス。

⁹¹ 三和(1999)、p.2。

⁹² 柏木(2015) p.20。

⁹³ 柏木(2015) p.200。

図表 20：米国のコーポレート・ガバナンス・モデル



出所：金山（2000）⁹⁴

図表 21：全米取引役協会（NACD）の第三者機関による独立取締役の研修内容

取締役の専門性	ガバナンスなど取締役のための基本的ビジネス概念
上級取締役の専門性	取締役の経験に基づきタイムリーな戦略、役割など
監査委員会	監査委員会の質と行動レベルを上げるための取締役の責任、役割など
効果的な取締役会	取締役の役割、影響力、決定権など
ガバナンス戦略とリスクにおける取締役の役割	ガバナンスにおける主なリスク要因など
ガバナンス委員会の役割	取締役選任プロセス、ガバナンス・コード
指名委員会の役割	高報酬役員への株主説明、役員の評価、報酬決定プロセスなど
危機における取締役の役割	危機への準備、責任、評価、コミュニケーション、危機前後など
M&A における取締役の役割	取締役の責任とリスク、株主への長期的利益
役員賠償責任	D&O（責任限定保険）の対象など

出所：柏木（2015）、p.201。

1.3 米国における独立取締役制度の導入

土屋・岡本(2003)は、コーポレート・ガバナンスにおいて、四つのモニタリングが存在すると指摘する⁹⁵。第一に、株主総会による専門経営者へのモニタリングである。株主総会によるモニタリングとは、取締役の選任と解任、利益配当、取締役の報酬の決定という権限である。第二に、株主による専門経営者へのモニタリングである。株主による専門経営者のモニタリングとは、「株主提案権」や「株主総会招集権」ならびに「帳簿閲覧権」などの権限である。第三に、取締役会による専門経営者へのモニタリングである。取締役会は株主の代わりに会社の業務を監督することを任務としている。第四に監査役お

⁹⁴金山（2000）、p.102。

⁹⁵土屋・岡本(2003)、p.173。

よび監査役会による専門経営者へのモニタリングがある。米国は監査役会を設置しないため、監査の機能は独立取締役が担っている。本項では、米国における独立取締役制度の歴史について論じる。

1.3.1 独立取締役とは

米国において「独立取締役」の法令上定義が明確になったのは2002年のSOX法が初めてである。SOX法301条によると、発行会社の監査委員会の構成員は、その会社の取締役会の構成員であるものとし、独立している者でなければならないとされる。独立性について、「本項の独立性の要件を満たすためには、発行会社の監査委員会の構成員は、監査委員会、取締役会、取締役会その他の委員会の構成員としての立場によるもの以外、①発行会社からいかなるコンサルティング、助言もしくはその他の手数料を受け取ってはならない。または、②発行会社もしくはその子会社の利害関係者であってはならない」と定めている⁹⁶。

また、ニューヨーク証券取引所の上場会社マニュアルは、取締役会が、上場会社といかなる重要な関係もないと認める者でなければ独立取締役の独立性の要件を満たさないことを規定している。その「重要な関係」とは、親族関係上の取締役個人だけでなく、商業上、産業上、銀行取引上、コンサルティング上、法律上、会計上、及び慈善上取締役が関連している組織体も配慮しなければならない⁹⁷。

図表 22：米国企業における新任独立取締役のバックグラウンド (S&P 500)

	2002	2006	2011	2016	2019
他会社の CEO/chair/president/COO/vice chair	52	40	43	38	30
現役	41	29	24	19	15
退職	11	11	19	19	15
他社のエグゼクティブ	7	15	21	23	29
金融的なバックグラウンド	21	24	18	25	27
学者・非営利組織	6	8	7	4	4
コンサルタント	7	5	4	3	3
法律家	5	2	1	1	1
その他	2	6	6	6	6

出所：2012, 2016, 2019 U.S. Spencer Stuart Board Index, p13⁹⁸。

単位：%

図表 22 は新任独立取締役のバックグラウンドを示している。2019年に、取締役会の構成員からみると、「他社の CEO/chair/president/COO/vice chair」、「他社のエグゼクティブ」、「金融的なバックグラウンド」、「学者・非営利組織」、「コンサルタント」、

⁹⁶大杉謙一(2014)「社外取締役(独立取締役)」、アメリカ法 2004(1)、p.13。

⁹⁷呉曉青 (2011)、p.270。

⁹⁸Spencer Stuart Board Index(2016), 2020年3月31日にアクセス。

https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/ssbi-2019/us_board_index_2019.pdf
Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020年3月31日にアクセス。
<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/28/2016-spencer-stuart-board-index/>

「法律家」など多様な職業かで構成されている。主に、「他社の CEO/chair/president/COO/vice chair」、「他社のエグゼクティブ」、「金融的なバックグラウンド」という順で高い割合（86%）を占めている。

1.3.2 独立取締役制度の導入

米国企業では投資家保護の視点から、1950年代から上場企業の取締役会で独立取締役制度が導入された。1973年にニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange、以下、NYSE）は上場企業に対し監査委員会の設置を求めた。1977年にNYSEは上場規則を改定し、上場企業では監査委員会の設置も義務化された。NYSEは独立取締役の選任と監査委員会の設置の義務化によって、上場企業の取締役会の経営監査機能を強化したのである。1992年に、米国法律協会（American Law Institute, ALI）は「コーポレート・ガバナンスの原理一分離と提言 3.05」において「大規模公開会社は監査委員会を設置し、財務書類の監査と業務執行者を監督する機能を支援する」ことを求めた⁹⁹。

図表 23：ALIコーポレート・ガバナンス原則において監査委員会（独立取締役）の役割

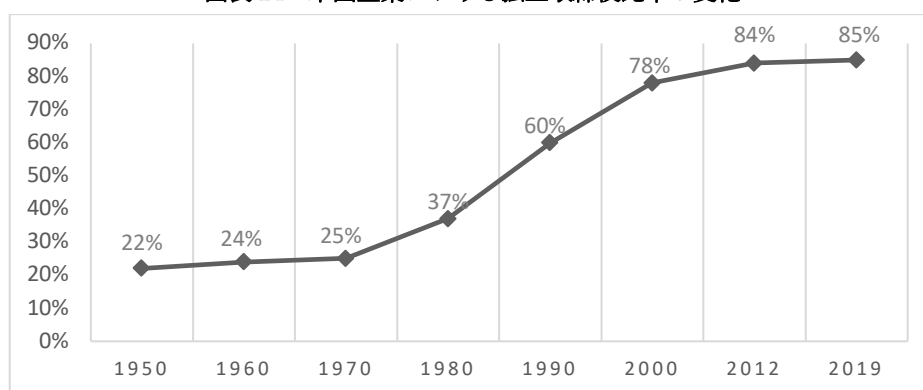
会計事務所の指名・解約、外部独立監査委員の報酬・監査契約、内部監査担当役員の指名
外部独立監査人の監査結果、報告書、提案
内部監査部門の監査から導かれた会社全体の業務監査報告書
外部独立監査人と経営者による意見をまとめ、内部統制の適正性
外部独立監査人や内部監査担当役員から指摘された会計方針の変更、資産の運用状況

出所：吉岡・柏木（2018）、p.31。

ALIコーポレート・ガバナンスの原理からみると監査委員会（独立取締役）の役割は財務及び会計の監査が中心となっていた。当時、証券取引所の上場会社マニュアル（NYSE company manual）においても、構成員の1人以上は会計士を求めた。これらのことは取締役会の監査の機能を向上すると思われる。

1950年以降の米国企業における独立取締役比率の変化は下のように示す。

図表 24：米国企業における独立取締役比率の変化



⁹⁹吉岡・柏木（2018）、pp.29-48。

出所：佐久間（2017）¹⁰⁰，2019 U.S. Spencer Stuart Board Index, p.8¹⁰¹。

つまり、米国では、1950年代から上場企業の取締役会で独立取締役制度が導入され、1977年に監査委員会の設置も義務化された。企業形態としては、監査の機能は監査委員会（独立取締役）が担っている。株主中心の米国型コーポレート・ガバナンスでは、独立取締役制度を採用することによって、株主の代理として経営者のモニタリング機能を果たしている。

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

2001年にエンロンやワールド・コムなどの不祥事が発生した後に、米国型コーポレート・ガバナンスシステムの弱点が露呈されるようになった。ここでは、2001年12月に行ったエンロン事件とコーポレート・ガバナンス改革を取り上げる。

1.4.1 エンロン事件

エンロン社は1985年7月、天然ガス・パイプライン会社ヒューストン・ナチュラル・ガスとインターノース・オブ・オマハが合併して設立された。2000年に入って、エンロン社の売上高、総資産は急激に拡大し、2000年には売上高が1000億ドルを突破し、全米第7位の巨大企業となった。同社のコーポレート・ガバナンス・モデルは模範的であると高く評価されていた。2001年に入り、不透明な会計処理を行っているとの疑惑がもたれるようになり、株価が低下し始めた。2001年10月16日にエンロン社は7億ドルの税引前損失が発生したことを発表し、2001年12月に同社は倒産した。同社の破綻は米国の企業統治史上最大の事件であった。不祥事発生の要因は、独立取締役の客観性・独立性に欠けていたからであったことが指摘されている。

光定（2005）によると、エンロン社の問題点は、監査法人が監査と同時に経営コンサルティングも行ったから、監査機能を果たすことができなかったからである¹⁰²。エンロン社の監査法人は、当時の世界5大会計事務所（Big 5）の一つで、アーサー・アンダーセン（Arthur Andersen）である。事件発生の時、エンロン社とアンダーセン社とは10年も経つと親密な関係になった。エンロン社からアンダーセン社へ一年間で支払った額は一億ドルにも上っていた。アンダーセン社はエンロン社のメイン会計監査を担当していたが、会計粉飾やその証拠隠蔽に関与していたことが発覚した。

また、エンロン社の独立取締役はテキサス州立大学の学長であった。エンロン社はこの大学に対して多額の寄付行為を行っていたので、その学長はエンロン社に対して厳しいことが言えなかった。他の取締役もエンロン社の経営陣と近い関係にあった。結局、独立取締役は経営者のモニタリング機能を果たさなかった。

¹⁰⁰佐久間（2017）p.42。

¹⁰¹ Spencer Stuart Board Index(2016), 2020年3月31日にアクセス。

https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/ssbi-2019/us_board_index_2019.pdf

¹⁰²光定（2005）、p.10。

佐久間（2017）によると、独立取締役が増加する以前の 1950 年代にも、上場企業の取締役会の構成は経営者が自分と良い関係にある取引先の役員や友人を取締役として誘ったため、外部取締役といっても経営者の身内であり、監査の機能が働かず、このことを経営者の『助言モデル』と呼んだ。

エンロン事件の不祥事をきっかけに、S O X 法（Sarbanes-Oxley Act 法）などが定められ、コーポレート・ガバナンス改革が促進した。次は、米国における 2002 年以降コーポレート・ガバナンス改革を明らかにする。

1.4.2 SOX 法の成立

上記の説明のとおり、2001年にエンロンやワールド・コムなどの不祥事が発生した後、米国型コーポレート・ガバナンスシステムの弱点が露呈されるようになった。そこで米国議会は2002年7月にSOX法（Sarbanes-Oxley Act法）を成立させた。

法は11章から構成されている。このうち、企業ガバナンス、会計と監査に関する規制は、主に第1章から第4章までである。第1章は、監査業界の監視を行う公開会社会計監視審議会（Public Company Accounting Oversight Board、PCAOB）を扱っている。第2章は、監査人の独立性を扱っている。第3章は企業の責任で、取締役会の監査委員会の権限と独立性の強化、財務諸表に対する最高経営責任者（CEO）と最高財務責任者（CFO）の宣誓の義務化などである。第4章は開示の強化で、内部統制報告書に対する宣誓、内部者取引の開示、非 GAAP¹⁰³ベースの数値開示、監査委員会の財務専門家の明示などを扱っている¹⁰⁴。

つまり、SOX法では、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取締役の過半数の確保、経営者の不正に対する罰則強化などを制度化した。

1.4.3 ドッド・フランク法の成立

2008年に世界金融危機が発生した。危機の大きな要因として、大手金融機関のコーポレート・ガバナンスシステムの欠点が指摘されている¹⁰⁵。金融危機をきっかけに、米国は2010年にドッド・フランク法（Dodd-Frank）を成立させ、株主権を強化するコーポレート・ガバナンス改革を促進させた。

ドッド・フランク法によって、全ての上場企業における、コーポレート・ガバナンス規制の強化が進み、金融機関のインセンティブ報酬、セイ・オン・ペイ（Say on Pay）、公益通報に関する規制の概要を導入した。

神山（2011）によると、連結資産10億ドル以上の金融機関については、不適切なリスクに繋がる過度なインセンティブ報酬などが禁じられた。連結資産500億ドル以上の金融

¹⁰³米国会計基準（Generally Accepted Accounting Principles、GAAP）とは、米国の財務会計に使用される規則集である。

¹⁰⁴ https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20190311160144.pdf?id=ART0009882930、p.149、2018年12月15日にアクセス。

¹⁰⁵佐久間（2017）、p.45。

機関については、それに加え、(1) 金融機関を重大なリスクに晒し得る職員を特定し、そのインセンティブ報酬を承認・文書化すること、(2) 役員インセンティブ報酬の50%以上を3年以上繰り延べること、などのことが求められた¹⁰⁶。

セイ・オン・ペイとは、ドッド・フランク法951条として採用され、上場企業の株主が株主総会において、役員報酬に対して株主から賛否の意思表示をする拘束力のない定期的な諮問型投票を義務づける。セイ・オン・ペイは、投資家と企業の対話を促進する効果も期待されている。同法の952条では、上場企業の報酬委員会は全員が独立取締役であるメンバーから構成されることを求めている¹⁰⁷。

上記の改革は金融機関のガバナンスであるが、全ての上場企業にも適用された。

1.4.4 自主規制機関の規則

米国における企業の資金調達には間接金融より直接金融が主であるため、証券市場からのモニタリングが強い。証券取引所は投資家の信頼を確立させるため、企業に対する適切な上場会社マニュアルを厳しく規定している。NYSEは、金融危機をきっかけに、上場企業の監査制度が有効に機能していないと批判されたことに対応するため、監査委員会のメンバーの独立性を強化するために、監査委員会全員は独立取締役でなければならないことを求めた¹⁰⁸。2009年の上場規則では、全ての上場企業は指名・報酬と監査委員会を設置しなければならない。そして、上場企業の取締役会では、過半数の独立取締役を選任することも義務づけられている。

上場企業に独立取締役の選任が義務付けられた後で、全米取引役協会(NACD)などの第三者機関による独立取締役の人材の紹介への需要は高まった。第三者機関は、企業の独立取締役に求める条件からデータベースを検索し、適切な人材を紹介している。そして、第三者機関は独立取締役に育成・研修などのことも行なっている¹⁰⁹。

図表 25：米国コーポレート・ガバナンスに関する法制度

年度	主な法制度の動き
1933	1933年証券法制定。独立の監査法人による監査済みの財務諸表および監査報告書の提出が義務づけられる。
1934	1934年証券取引法 SEC (U.S Securities and Exchange Commission) 創設
1942	SEC 株主提案権制度採用
1956	NYSE (New York Stock Exchange) 2人以上の独立取締役を義務化
1977	NYSE 独立取締役会による「監査委員会」の義務化
1992	NYSE 役員報酬の個別開示(上位5名)義務化
1994	内国歳入庁2人以上の独立取締役からなる「報酬委員会」義務化

¹⁰⁶ 神山 (2011) 「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」、2020年3月20日にアクセス。<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr11.pdf>

¹⁰⁷ 佐久間 (2017)、p.54。

¹⁰⁸ 吉岡・柏木 (2018)、p.32。

¹⁰⁹ 柏木 (2015)、p.200。

	COSO (追補版・外部関係者向け報告) 発表
2001	エンロン、ワールドコム破綻 企業改革法 SOX 法成立 公開会社会計監視委員会 (Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) 設置
2003	NYSE、NASDAQ 独立取締役の要件厳格化
2004	COSO (エンタープライズ・リスクマネジメント・フレームワーク) 試案公表 PCAOB 「内部統制監査基準 (AS2)」 発表 SOX 法による内部統制評価報告開始
2006	SEC、SOX404 案ガイダンス提案 PCAOB 「内部統制監査基準変更案」 発表
2008	リーマンブラザーズ破綻
2010	全上場企業に報酬委員会を設置する Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DF 法) 成立

出所：正田 (2008) ¹¹⁰、佐久間 (2017) ¹¹¹。

1.5 米国のコーポレート・ガバナンスの特徴と問題点

米国企業のコーポレート・ガバナンスの一般的なイメージは、株主主権主義に基づく「株主資本主義モデル」の経営を実践していると考えられている。だが、1980年代に入るまで米国企業では、ステークホルダー重視の経営が一般であり、長期雇用や内部昇進という制度を維持し、経営者報酬と従業員の賃金との間の格差が小さかった。一方、1980年代に入って、世界競争の激化と機関化現象の進展とともに、米国企業では株主利益中心の経営システムの導入が志向されて、同時にコーポレート・ガバナンスに大きな変容があった。

米国の機関設計について、日本とドイツのような監査役会を設置せず、監査機能は独立取締役が担っていた。しかしながら、2001年に発生したエンロンやワールド・コムなどの不祥事をきっかけに、米国型コーポレート・ガバナンスシステムの弱点が露呈されるようになった。この要因として、1950年代から独立取締役制度が導入されたが、独立取締役の客観性・独立性に欠けたからであったことが指摘されている。具体的には、上場企業の取締役会の構成は経営者が自分と親密な関係にある取引先の役員や友人を取締役として誘ったため、社外取締役といっても経営者の身内であり、監査の機能が働かず、経営者の『助言モデル』と呼ばれた。そのため、独立取締役が株主の代理として経営者のモニタリング機能を果たさなかった。

そこで米国議会は2002年7月にSOX法 (Sarbanes-Oxley Act 法) を成立させた。同法では、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などを制度化した。以上のことから、独立取締役の独立性を高めることによって、彼らによる経営者へのモニタリングとコントロールを強化してきたことが、アメリカのコーポレート・ガバナンスの特徴であると考えられる。

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」

¹¹⁰坂本・松村 (2009)、p.118。

¹¹¹佐久間 (2017)、p.46。

大谷（2013）は、日本企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与える要素は内部経営システムと外部経営システムに分けられると主張している¹¹²。内部経営システムとは、従業員と経営者の人事システムである。企業内や企業間の組織システムは長期採用契約によって発達し、企業特種的な技能が無形資産として蓄積できる。外部経営システムとは内部経営システムを支える資金調達及び取引関係あるいはメインバンク制や株式持合いの株式所有構成である。そのため、日本企業のコーポレート・ガバナンスを論じる際、内部経営システムと外部経営システムの双方を研究することが必要であると考えられる。

2.1 内部経営システム

野村（2007）、岡本（2012）、大谷（2013）は日本的経営を論じる際、「終身雇用」、「年功序列」、「企業別労働組合」という三つの特徴を取り上げている。そして、1972年に松永正男氏は上記の三つの特徴が日本的経営の「三種の神器」であり、日本企業の急成長あるいは日本経済の大きな発展の理由であると主張している¹¹³。

「終身雇用」によって、日本企業は長期安定的な労働力を確保し、労働者は企業特種的な技能の無形資産を蓄積することを可能にするというメリットがある。長期雇用あるいは終身雇用という制度は1920年代から導入された¹¹⁴。

「年功序列」とは企業における勤続年数（年功）に基づいて昇進（地位）や昇給（給与）を決める制度である。入社年が早い先輩社員は後輩社員より、会社における地位や給与が高い。だが、若年労働者の賃金を労働生産性より低く、逆に中高年労働者の賃金を労働生産性より高く設定するインセンティブ制度は高齢者への対処の難しさや中途採用への対処の難しさなどのデメリットとして批判されることも多い¹¹⁵。

「企業別労働組合」とは雇う側に対して弱い立場にある雇われる側が団結し、自分たちの賃金や労働条件などの改善を求める団体である。

上記の三つの特徴と関連して、日本企業の業務執行意思決定機関（取締役会）と最高執行機関（経営者）のメンバーは従業員からの内部昇進である。日本企業では新卒一括で採用した従業員に、様々なスキルを習得させることによって、人材育成を行う。新卒一括で採用した従業員が最終的に役員に昇格することが多い。日本企業の経営者選抜について論

¹¹²大谷（2013）、p.78。

¹¹³経済協力開発機構(OECD; Organisation for Economic Co-operation and Development)（1972）『OECD 対日労働報告書』

1972年に出版されたOECDの『OECD 対日労働報告書』では、当時の労働事務次官、松永正男は次のような文章を「序」に寄せている。「OECDが日本の労働力政策を検討するにあたっての中心関心と問題意識は、日本的風土のもとに形成された生涯雇用、年功賃金、企業別労働組合という雇用賃金慣行—報告書ではこれらを総称して「日本的雇用制度」(Japanese Employment System)といている—が、いわゆる<三種の神器>として日本の経済成長にいかん貢献したか、それが現在どのように変貌しつつあり、労働力政策に対してどのような課題を投げかけているか、ということにあった。」。こうして、終身雇用、年功賃金、企業別組合が日本的労使関係の「三種の神器」と呼ばれるようになった。（野村（2007）p.95 参考）

¹¹⁴境（2019）、p.40。

¹¹⁵岡本（2012）、p.10。

じる際、小宮（1993）は、日本企業では経営者は従業員の中から「代表として選任され、その地位につく」と述べている¹¹⁶。Dore(2000)は日本企業において経営者がほぼ 100%社内から選ばれると主張している¹¹⁷。取締役会の構成の割合は、1921年には「内部昇進者」が 26.1%、「外部招聘」が 18%、「派遣役員」が 13.5%であったが、1955年には「内部昇進者」が 74.8%、1970年には 88.1%、1985年には 89.9%と拡大していた¹¹⁸。

図表 26: 日本企業の取締役会構成の推移

年	所有者	派遣	内部昇進	外部招聘	同系企業からの移動	その他
1921	28.8%	13.5%	26.1%	18%	5.4%	8.1%
1928	21.2%	16.7%	30.3%	18.2%	5.3%	8.3%
1937	15.5%	12.8%	46.6%	15.5%	6.1%	3.4%
1955	1.6%	8.5%	74.8%	5.3%	3.7%	6.1%
1970	0.5%	3.7%	88.1%	4.2%	0.5%	2.9%
1985	0.4%	5%	89.9%	2.9%	0.2%	1.5%
2000	0.6%	5%	88.4%	3.0%	0.6%	2.5%

出所：谷川寿郎(2016),p.82.

また、日本企業において、日本的経営は経営者と従業員の労使一体を生み出す可能性がある¹¹⁹。日本企業は従業員のものであり、企業（経営者）は従業員のためにその権力を行使するとよく言われている。岡本（2012）は、日本企業では株主の力は相対的に弱く、「企業自体の立場」で従業員主体の経営が行われているので、企業の目的はその企業の「長期の維持発展」であると主張している¹²⁰。そして、法律上で企業は株主のものだが、日本企業は従業員のものとする人も多い。なぜなら、企業は人間の組織体なので、中にいる人間が主役となってその目的を設定する。また、終身雇用制度なので、従業員にとって会社は単なる労働の場ではなく、生活の場とも言える。そのため、日本企業は従業員のものであるとの考え方は不自然ではないと考えられている。

2.2 外部経営システム

上述したように外部経営システムとは内部経営システムを支える資金調達及び取引関係あるいはメインバンクシステムや株式持合いの株式所有構成である。日本の外部経営システムは、米国と違って、企業資金の調達は主に銀行からの間接金融が多い。また、メインバンクシステムは企業と銀行の間の株式持合い関係を伴った。

「株式持合い」とは企業間で相互に株式を長期にわたって持ち合うことである。そして、同じ集団に属する企業同士はお互いの株を所有しあうケースが多い。そのため、企業パフォーマンスが悪くても、株主である同じ集団に属する企業同士は文句を言わず、「安定

¹¹⁶小宮隆太郎（1993）「日本企業の構造的・行動的特徴」、第10章、伊丹敬之・伊藤元重・加護野忠男、『日本の企業システム—第1巻 企業とは何か』、有斐閣。

¹¹⁷Dore(2000)、p.32.

¹¹⁸境（2019）、p.41。

¹¹⁹大谷（2013）、p.79。

¹²⁰岡本（2012）、p.10。

株主」や「長期の維持発展」の役割を果たす。だが、この株主構成における株式市場からの監視・監督機能や外部株主の力が弱いとよく指摘されている。

メインバンクシステムは日本企業のコーポレート・ガバナンスに重要な役割を果たしてきた。1980年代までは経営者に対して投資計画、資金調達後の経営活動に対するチェック、投資活動後の監査など三つの段階におけるモニタリング機能の統合性が強かった。青木(1996)はそれについて以下のように述べている。メインバンクは、企業の投資プロジェクトを評価し、企業のモニタリングを実行し、企業の業績が悪化した際、金融機関からの役員派遣によって、企業の効率的な経営を促進することができる。

また、メインバンクによって、情報の非対称性問題が解決でき（銀行の情報生産機能）やエージェンシー・コストを引き下げるなどのメリットもある¹²¹。小山(2011)は、情報の面で優位性を持つメインバンクが同時に株主と債権者の双方を兼ねるため、一般の株主に代わって行うことによって、プリンシパルとエージェントの間の情報の非対称性の問題を解決すると主張している¹²²。

岡部(2009)は、メインバンクシステムは、三つの機能を持つと主張している。すなわち、①情報生産の効率化、②企業が経営危機の場合、メインバンクが経営に介入する、③企業経営のモニタリングの3点である。花崎(2010)は企業にメインバンク制度が役割を果たすために、六つの要件が必要だと主張している。すなわち、①最大の債権者である、②銀行中で株式保有比較が最大である、③広範囲の金融取引、④長期継続的に行なっている、⑤役員派遣を通じ、人的関係を保っている、⑥経営危機時の経営支援において中心的役割を果たす、という要件である。

だが、近年日本企業のコーポレート・ガバナンスにメインバンクの果たす役割が見直されるようになってきた。広田・宮島(2001)は、メインバンクの役割が、1990年代に入って低下していると主張している。そして、田中(1998)は、「企業経営を外部から規律づけるメカニズムが機能せず、日本のコーポレート・ガバナンスは空白の時期を迎えていた可能性がある」と述べている。このように、1980年代以降メインバンクの企業に対するモニタリング機能が低下したとの指摘は数多い。

2.3 日本企業の機関設計

2.3.1 日本企業の「二院的制度」

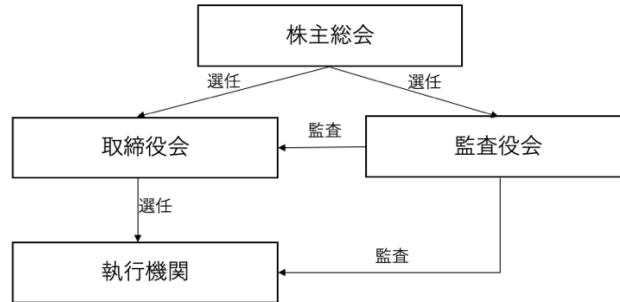
築(2015)によると、日本の戦前の商法は、ドイツの「二元的制度」を導入した¹²³。「二院的制度」の基本は、企業の執行（業務執行機関）と監視・監督の機能（監査役）を分離する制度であった。そして、戦後以降、取締役会制度が導入されはじめたが、監査役制度は廃止されなかったため、企業の業務執行機関は取締役会と監査役からの監査・監督を受けることになって、これはいわば「二院制」とも呼ばれている。いわゆる監査役会設置会社がこれに該当する。

¹²¹大谷(2013)、p.81。

¹²²小山(2011)、p.213。

¹²³築先姫(2015)、p.349。

図表 27：日本企業の「二院的制度」



出所：金山（2000）¹²⁴

2.3.2 1990年代までのコーポレート・ガバナンスの特徴とその改革の背景

1990年代までの日本の株式会社の機関設計の機能について論じる際、佐久間（2019）は、次のように主張している。① 企業の株主総会の開催日の集中である。これまで上場企業の株主総会は一斉に開催されていた。例えば、1996年6月27日には2241社の株主総会が開催された。② 欧米企業と比べて日本企業の株主総会の時間は短かった。90年代まで、大部分の総会が30部程度で終了し、質問もあまりなかった。③ 株主総会に社員株主やOB株主を多数出席させたことである¹²⁵。

また、取締役会に関して、四つの問題点がある。一つは、取締役会はほとんど業務執行担当者で占められ、意思決定、監督と業務執行の機能が分離されていない。二つは、取締役会のメンバー達はほとんど業務執行担当者によって占められるから、取締役会の中でも執行機関の序列が維持していた。三つは、社外取締役が少ない問題であった。四つは、取締役会のメンバーの多さであった。

さらに重要な問題として、監査役会が監視機能をほとんど果たしてこなかったことが指摘されている。この要因として以下のことが挙げられる。監査役は株主総会で選任されるが、安定株主からの委任状を握り、株主総会で議決権を持つ社長が監査役の人事権を掌握した。社長は自らの活動に対する強い監視を望まないから、監査役の監視機能の形骸化を推し進めた。また、日本企業は内部昇進制であり、監査役も役員から昇進することが多い。そのため、実質的に役職上上位にいる社長への監査はほとんど不可能であり、同時に監査役が内部情報を集めることもかなり困難であった。上記のことより、日本企業において、監査役の機能はほとんど機能していなかったと考えられる。

また、一部の日本企業で、執行役員制が90年代から導入された。一般に、執行役員は取締役会の下位機関に位置づけられる。執行役員制の導入によって、取締役会の構成員数の削減や監査機能の強化や取締役会の意思決定の迅速などの効果が謳われていた。しかしながら、取締役と執行役員の兼務のケースが多く、従来の問題点が解決されたとはいえなかったと考えられる。

¹²⁴金山（2000）、p.102。

¹²⁵佐久間（2019）、pp.76-84。

そして、90年代末から、日本企業のコーポレート・ガバナンス改革が促されるようになった。これについて、坂本（1998）は以下の四つの背景があると主張している。①日本企業の不祥事が多発したことである。②バブル経済の崩壊による、景気や企業業績の低迷である。③日本の法制度の改正である。④機関投資家の発言力の強まりである。

さらに日本企業の不祥事が発生したこともガバナンス改革を促した。例えば、2000年から2002年にかけて発生した雪印食品や日本ハムなどの食品業界の企業の偽装・食中毒事件、2002年から2003年にかけて発生した日本信販株式会社などの企業内部ガバナンスによる監視能力の欠如の事件、2011年に発覚したオリンパス社の巨額の損失を粉飾会計で隠していた事件等が挙げられる。それから、日本の法制度の改正に関して、2005年に企業法が改正され、企業のガバナンス形態に変化をもたらすようになった。最後、機関投資家の発言力の強まりについて、日本企業の国際化・グローバル化により、社外取締役の導入が普及し海外投資家の株式保有比率が上昇すると株主重視を軸とする米国型のコーポレート・ガバナンス制度への移行にいつそう拍車がかかった。

日本企業のコーポレート・ガバナンスに関する法制度を以下の図表28で整理した。

図表 28：日本のコーポレート・ガバナンスに関する法制度

年度	主な法規制の動き
1949	証券取引法施行。証券取引委員会（1948－1952）設置
1950	取締役会および代表取締役の新設 証券取引委員会を廃止し、大蔵省証券局となる
1974	監査役に会計監査だけでなく、業務監査権限を付与 会計監査人制度を新設
1981	数の常勤監査役制度の導入、会計監査人の株主総会での選任、会計監査法人と 監査役の連携強化、取締役会の監督権限と専決事項の法制化
1989	インサイダー取引規制の強化
1992	証券取引所など監視委員会新設
1993	監査役3人以上、任期3年。社外監査役および監査役会制度の導入
2002	金融庁企業会計審議会「改定監査基準」公表 経産省「リスク管理・内部統制に関する研究会」報告書公表
2003	委員会等設置会社の選択制導入
2004	日本監査役協会「監査役監査基準」改定 日本内部監査協会「内部監査基準」改定
2005	取締役の責任制限、監査役の権限強化（任期4年、半数以上の社外監査役、社 外監査役要件の厳格化、監査役の独立性確保）
2006	内部統制報告書（会社法、金融商品取引法）2008年度決算から全ての上場企業 に適用
2007	金融庁、内部統制報告制度に関するガイドライン案発表 内部統制に関する内閣府令交付

出所：坂本・松村（2009）¹²⁶

¹²⁶ 坂本・松村（2009）、p.120。

2.4 コーポレート・ガバナンスに関する法規制

2020年現在、日本におけるコーポレート・ガバナンスに関する規制の枠組みは、会社法（2014年改正会社法）や金融商品取引法などのハードロー及び有価証券上場規定やコーポレートガバナンス・コードならびにスチュワードシップコードなどのソフトローである。

本節では、会社法の企業の機関設計について規制を取り上げる。それから、日本におけるソフトローを紹介する。

2.4.1 会社法と機関設計

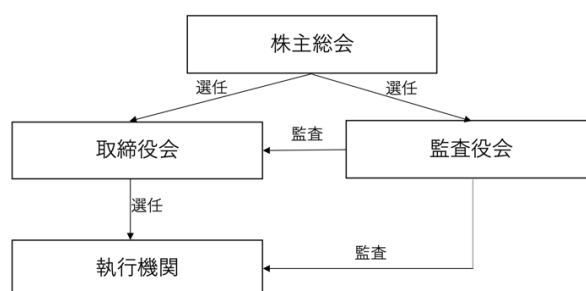
機関設計の設計に関して、澤田（2014）と佐久間（2019）は、三つの構造に分けられると主張している¹²⁷。具体的には、取締役会設置会社あるいは監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の三つである。

（1）監査役会設置会社

監査役会設置会社とは、株主総会、取締役会、監査役会と執行機関から構成される会社である。

日本では、監査役会制度が導入されたのは、1890年の最初の旧商法¹²⁸であった。この旧商法では、株式会社の機関に監査役が設置され、監督と会計検査の権限が備わっていた。1950年の商法改正では会計検査機能のみに限定された。しかし、1974年、1981年、1993年、2001年の商法改正によって、監査役の権限と独立性が広範囲に強化され、監査役の監査機能に加えて、業務監督機能が備わった。2002年には、監査役が取締役会の出席が義務付けられた。2005年までには監査役会の半数以上を社外監査役としなければならない¹²⁹。

図表 29：取締役会設置会社



出所：澤田（2014）より筆者作成

株主総会は、株式会社の最高機関であり、定款の変更や解散、合併、配当などの重要な事項及び取締役や監査役の選任、解任に関する決定権が認められる。取締役会と監査役会は監査する役割を担う。監査役会は、株主総会で選任され、会社の業務と会計の監査を責任とする。取締役会も株主総会で選任され、株主の代わりに会社の業務を監督することを

¹²⁷坂本・鳥居（2014）、p.282。

¹²⁸明治23年法律番号32号。

¹²⁹吉岡・柏木（2018）、p.36。

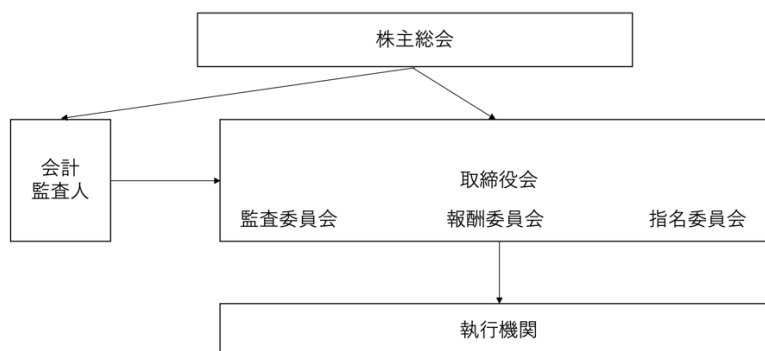
任務としている。日本企業では、取締役会は意思決定機関であり、業務執行機関ではない。法律上、取締役会は株主の利益を保護する機関であり、執行機関の業務などの監査を責任とするが、佐久間（2019）によると、取締役会のメンバーはほとんどが業務執行担当者によって占められ、意思決定と業務執行担当者が一体化している。そのため、意思決定と業務執行の分離が行われていなく、取締役会の監査機能を果してこない¹³⁰。人数を増やす社外取締役の選任は、日本の長年の課題を解決すると考えられる。

（2）指名委員会等設置会社

2002年の商法改定では、「委員会等設置会社」を導入した。委員会等の設置会社とは、取締役に指名委員会、報酬委員会と監査委員会を設置する会社である。業務執行は、代表取締役が行う。取締役会の指名委員会、報酬委員会と監査委員会は執行機関を監督する役割を担う。

「委員会等設置会社」を選択した企業は社外取締役の選任が業務づけられ、それから取締役会の中に指名委員会、報酬委員会、監査委員会の三つの委員会を設置することが必要である。取締役会傘下の三つの委員会は、3人以上で構成され、その過半数は社外取締役でなければならない。また、業務執行役は取締役会によって選任、解任される。

図表 30：指名委員会等設置会社



出所：澤田（2014）より筆者作成

（3）監査等委員会設置会社

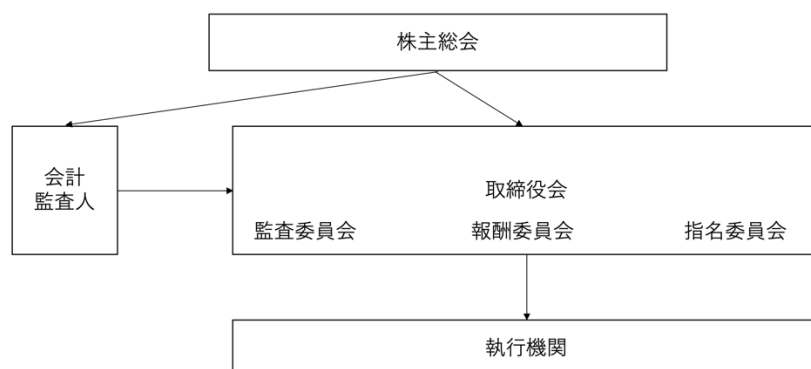
2014年改正会社法では、監査等設置会社が導入された。監査等委員会設置会社とは、監査等委員と呼ばれる特別な権限を持つ取締役から構成される。監査委員は、株主総会によって選任されるが、他の取締役と区別されている。

「監査等委員会設置会社」を選択した企業は社外取締役の選任が業務づけられ、それから取締役会の中に監査委員会を設置することが必要である。監査役の監査能力の選任条件

¹³⁰佐久間（2019）、p.74。

や独立性、監査としての取締役への調査権限などの強化は十分に規定されないが、監査委員会の過半数は、社外取締役とすることが必要である¹³¹。業務執行は、代表取締役が行う。

図表 31：監査等委員会設置会社



出所：澤田（2014）より筆者作成

佐久間（2019）によると、2017年7月末という時点では、全ての上場企業のうち、監査役設置会社を選択した企業が2665社（75%）、2014年以降導入された監査等委員会設置会社798社（23%）、指名委員会等設置会社は74社（2%）であった¹³²。佐久間氏の調査の結果からみると、監査役会設置会社が多数を占める状況である。

2.4.2 コーポレート・ガバナンスに関するソフトロー

コーポレートガバナンス・コードは2015年6月に上場企業に適用された。これによると、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する¹³³。(1)株主の権利・平等性の確保(2)株主以外のステークホルダーとの適切な協働(3)適切な情報開示と透明性の確保(4)取締役会等の責務(5)株主との対話——の五つでそれは構成されている。この中でもコーポレート・ガバナンスに関わる、重要な内容は、株式相互持合いの解消と社外取締役の進展である。コーポレートガバナンスコードでは、株式相互所有について、持合いの理由を説明することを求め、取締役会の中で独立社外取締を2名以上選任することが求められている。

コーポレート・ガバナンスの有効性を向上するため、機関投資家の行動規範を求める日本のスチュワードシップコードは2014年2月に制定された。受け入れる機関投資家は、毎

¹³¹監査委員会は3名以上で、社外取締役委員の過半数を占める必要がある(会社法326条2項、331条6項、399条2第1-3項)。

¹³²佐久間（2019）、p.84。

¹³³株式会社東京証券取引所（2018）『コーポレートガバナンス・コード』、p.1。

年にウェブサイトで受け入れ表明やスチュワードシップ責任を果たすための原則や指針などを公開する¹³⁴。

日本における、スチュワードシップコードの導入状況を図表 32 に示す。

図表 32：スチュワードシップコードの受け入れ状況

機関の業態	署名数
信託銀行等	6
投信・投資顧問会社等	188
生命保険・損害保険会社	23
年金基金等	49
その他（議決権行使助言会社他）	7
合計	273

出所：金融庁ウェブサイト（2019年12月27日時点）2020年1月2日にアクセス。

2.5 社外取締役制度と委員会制度導入の状況

日本において「独立取締役」は法的概念ではない。法令上、社外取締役の定義が明確になったのは 2003 年の商法改正からである。本項では、「社外取締役」の定義を確認し、導入の状況を明らかにする。

2.5.1 社外取締役とは

日本の法制において、初めて「社外」役員概念が出現したのは、1993 年の商法改正であった。会社法第 2 条第 16 項は、社外監査役の定義を、過去に当該会社または子会社の業務執行取締役、執行役、支配人その他使用人になったことのない監査役とする。社外取締役は 2003 年の商法改正で、委員会等設置会社と重要財産委員会の要件として導入された。会社法では、委員会設置会社制度における外部の監督者として取締役に就任する者は「社外取締役」である。「社外取締役」とは、会社法 2 条 15 項によると、「株式会社の取締役であって、当該株式会社またはその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となることがない者」である。この定義は、旧商法の社外取締役の定義をそのまま引き継いだものであるが、社外取締役の要件として、過去又は現在に会社の役職員でなければ社外性の要件を満たす。

東京証券取引所においては、経営陣から独立した役員を確保することを目的として、独立役員（社外取締役・社外監査役）の確保に係る企業行動規範が導入された。

独立性の基準は、「(a)当該会社の親会社又は兄弟会社の業務執行者、(b)当該会社を主要な取引先とする者・その業務執行者、又は当該会社の主要な取引先・その業務執行者、(c)当該会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家、(d)最近において(a)から(c)までに該当していた者、(e) 次の e 次の(a)から(c)までのいずれかに掲げる近親者」となっている。そして、独立性基準に

¹³⁴スチュワードシップ責任とは「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど受託責任を果たすことより、中長期な投資リターンの拡大を図る責任」である。三和（2019）p.220 を参照せよ。

抵触しない場合であっても、「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない」とはいえない場合には、独立役員要件を満たさないとされている点に留意が必要とされている（上場規程施行規則 211 条・226 条）。

また、そこでは、上場内国株券発行者では、独立役員（社外取締役・社外監査役）を 1 名以上確保することが義務付けられる（上場規程施行規則 436 条）。独立役員届出書の提出が義務付けられている（同 436 条）。

図表 33：社外取締役の前職又は現職（2018 年）（単位：％）

	監査役会設置会社		指名委員会等設置会社		監査等委員会設置会社	
	全体	上場	全体	上場	全体	上場
親会社の役職員	13.7	1.2	4.4	4.0	4.5	3.3
親会社以外のグループ会社の役職員	3.9	1.4	0.9	1.0	2.8	2.3
大株主の役職員	15.8	8.6	4.4	5.1	13.6	11.9
取引銀行の役職員	3.0	3.7	0.0	0.0	2.3	2.3
取引先の役職員	10.9	11.9	8.8	4.0	10.2	11.3
会社の無関係な会社の役職員	25.2	35.0	58.4	63.6	28.6	30.1
公認会計士又は税理士	5.0	7.1	1.8	2.0	7.6	8.3
弁護士	8.4	12.7	7.1	8.1	11.0	11.9
大学教授	6.7	10.0	8.0	8.1	7.9	8.3
官公庁	3.2	4.0	3.5	3.0	2.3	2.6
その他	4.3	4.5	2.7	1.0	9.1	7.6
合計	100	100	100	100	100	100

出所：公益社団法人日本監査役協会「役員等の構成の変化などに関する 第 19 回インターネット・アンケート集計結果」2019 年 5 月 24 日 <http://www.kansa.or.jp/support/library/secretariat/enqtotal19-1.html>

図表 33 が示しているように、社外取締役の前職又は現職をみると、「親会社の役職員」、「親会社以外のグループ会社の役職員」、「大株主の役職員」、「取引銀行の役職員」、「取引先の役職員」、「会社の無関係な会社の役職員」、「公認会計士又は税理士」、「弁護士」、「大学教授」、「官公庁」などの多様な職業で構成されている。

監査役会設置会社の場合、「会社の無関係な会社の役職員」と「大株主の役職員」と「親会社の役職員」という順で高い割合を占めている。

指名委員会等設置会社の場合、「会社の無関係な会社の役職員」が全体の半分以上を占めている。

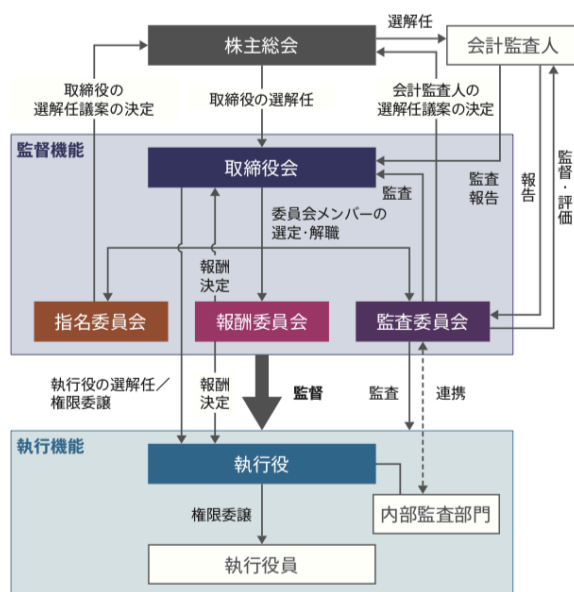
監査等委員会設置会社の場合、「会社の無関係な会社の役職員」と「大株主の役職員」ならびに「弁護士」という順で高い割合を占めている。

社外取締役の前職又は現職をみると、「親会社の役職員」「親会社以外のグループ会社の役職員」「大株主の役職員」「取引銀行の役職員」「取引先の役職員」が多く、社外取締役の独立性についてはさほど高くないことがうかがえる。

2.5.2 社外取締役と機関設計の導入状況

バブル崩壊後の 1997 年以降、ソニーや東芝ならびに日立などの日本の大手企業は、最初に、執行役員導入と並行して社外取締役を選任し、委員会制度を採用して、米国型コーポレート・ガバナンスをモデルにした改革に取り組んだ。

図表 34：ソニーのコーポレート・ガバナンス・モデル



出所：ソニーのホームページ¹³⁵

図表 35 からみると、監査役会設置会社は全体の 70.3%を占め、監査等委員会設置会社は 26.8%で、指名委員会等設置会社は全体の 2.9%しか占めてない。

図表 35：会社法上の機関設計の選択状況

集計対象	社数	指名委員会等 設置会社		監査等委員会 設置会社		監査役会設置会社	
		会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率
市場第一部	2,148 社	63 社	2.9%	576 社	26.8%	1,509 社	70.3%
		(+3 社)	(+0.1%)	(+64 社)	(+2.4%)	(-18 社)	(-2.5%)
市場第二部	488 社	4 社	0.8%	163 社	33.4%	321 社	65.8%
		(+1 社)	(+0.2%)	(+2 社)	(+1.9%)	(-26 社)	(-2.1%)
マザーズ	291 社	5 社	1.7%	75 社	25.8%	211 社	72.5%
		(+1 社)	(+0.2%)	(+27 社)	(+7.2%)	(+4 社)	(-7.4%)
JASDAQ	712 社	4 社	0.6%	187 社	26.3%	521 社	73.2%
		(±0 社)	(±0.0%)	(+18 社)	(+3.1%)	(-35 社)	(-3.1%)
全上場会社	3,639 社	76 社	2.1%	1,001 社	27.5%	2,562 社	70.4%
		(+5 社)	(+0.1%)	(+111 社)	(+2.8%)	(-75 社)	(-2.9%)
JPX 日経 400	397 社	36 社	9.1%	67 社	16.9%	294 社	74.1%
		(+1 社)	(+0.3%)	(+7 社)	(+1.8%)	(-10 社)	(-2.1%)

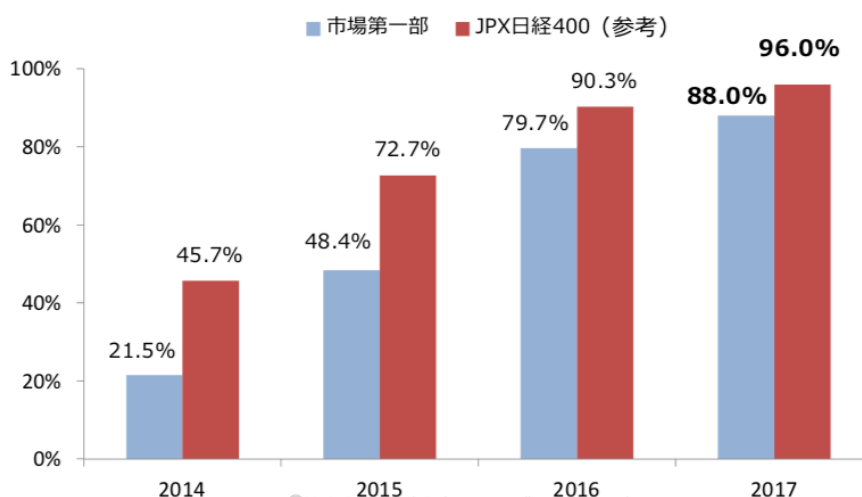
¹³⁵ソニー株式会社 (2019) 『ソニー株式会社第 101 回定時株主総会』、2019 年 8 月 15 日にアクセス。
https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/library/101_ogm_J_all.pdf

出所：東京証券取引所（2019）「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」、2019年8月1日、p.15

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000045rlr-att/nlsgeu0000045rou.pdf>

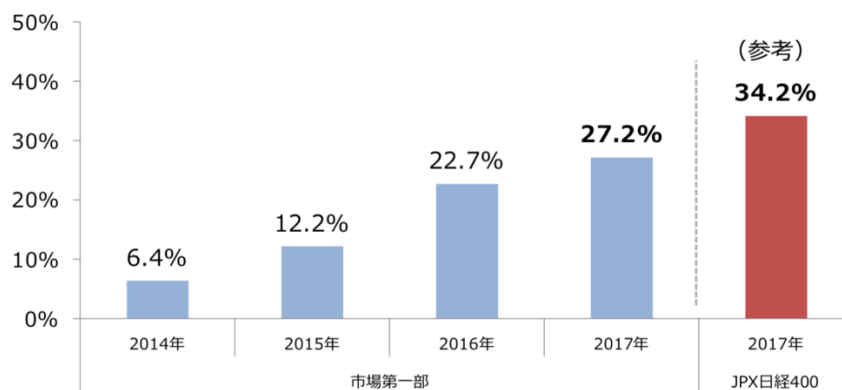
東京証券取引所(2018)によると、2名以上の社外取締役を選任している上場会社(市場第一部)の割合は、2014年の21.5%から2017年には88%にまで上昇した。

図表 36：2名以上の社外取締役の選任比率の推移



出所：東京証券取引所（2018）¹³⁶

図表 37：3分の1以上の社外取締役を選任する上場会社(市場第一部)の比率推移



出所：東京証券取引所（2018）¹³⁷

¹³⁶ 東京証券取引所（2018）「コーポレート・ガバナンス改革の進展と独立社外取締役への期待」、2020年2月15日にアクセス。https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180129c2.pdf

¹³⁷ 東京証券取引所（2018）「コーポレート・ガバナンス改革の進展と独立社外取締役への期待」、2020年2月15日にアクセス。https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180129c2.pdf

つまり、日本企業では、社外取締役を選任している上場会社(市場第一部)の割合は高いが、委員会設置制度を導入している企業の割合はまだ低い。また、取締役会の構成員に占める社外取締役数は少ない点には注意が必要である。

3. 米国と日本のコーポレート・ガバナンス比較

米国企業のコーポレート・ガバナンスについて論じる際、大谷（2013）は株主主権や株式市場および機関投資家のガバナンスという二つの特徴を取り上げている¹³⁸。米国企業の株主は期待利益などの指標について満足できない場合、株主総会における決定権を行使するか（発言）、株式市場で持っている株式を売却するか（退出）が選択できる。そして、株式市場及び機関投資家のガバナンスは、投資先の情報の提供を求め、企業の株主として企業の経営戦略に影響を与えるなど、企業のガバナンスに重要な役割を果たす。米国企業のコーポレート・ガバナンス体制は業務執行意思決定機関と最高執行機関から成り立っている。最高意思決定機関の取締役は企業の経営戦略を決定し、執行機関（経営陣）の執行状況を監督・監視する。最高意思決定機関の監視・監督機能を強化するため、米国企業の取締役では独立取締役制度が導入されている。独立取締役制度を導入することによって、執行と監視・監督の機能が分離され、株主の利益を守るなどの効果が期待されるからである。この点で、米国企業のコーポレート・ガバナンスは独立取締役の役割が大きいアウトサイダー型のガバナンス・モデルと捉えることができる。

日本の上場企業のコーポレート・ガバナンスについて、社外取締役制度の導入は進展しているが、その取締役会に占める比率は低い。また機関設計についても、上述したように2019年現在、東京証券取引所上場企業の中、監査役会設置会社は全体の70.4%を占め、監査等委員会設置会社は27.5%で、指名委員会等設置会社は全体の2%しか占めてない。つまり、監査役会設置会社という機関設計を選択した企業の割合はまだ高く、法律改正がガバナンスの強化に影響を与えていることはあまりないと考えられる。なぜならば、日本企業では、幅広い「利害関係者資本主義」や従業員が主人である「人本資本主義」から株主への利益還元を軸とする「株主資本主義」への転換が簡単ではないからであると考えられる。このような意味においては日本企業のコーポレート・ガバナンスはインサイダー型のコーポレート・ガバナンス・モデルと捉えることができる。

最後に以下の図表 38 は、日米企業のコーポレート・ガバナンスの比較を示している。

図表 38：日米企業のコーポレート・ガバナンスの比較

	日本型経営システム	米国型経営システム
	インサイダー型	アウトサイダー型
主権	従業員（経営者+従業員）	株主
	組織の論理	管理の論理
コントロール	メインバンク・労働組合・監督官庁	資本市場・機関投資家
経営者	内部昇格・従業員兼務取締役	外部登用・社外取締役・委員会
経営の視点	長期	短期

¹³⁸大谷（2013）、p.81。

経営指標	規模（売上高・総資産）	効率性 (ROE)
意思決定	部分最適の集合（集団主義）	全体最適
採用システム	長期・安定的（企業特殊的技能）	短期・流動的
	①終身採用制・定期異動	中途採用
	②年功序列	成果主義・年棒制
	③企業別労働組合	産業別労働組合
金融調達	間接金融中心（メインバンク制）	直接金融中心
	長期・安定的な相対取引	銀行借入は短期・個別
	内部留保	
取引関係	長期・継続的	短期
	慣行、暗黙的	契約、明示的
	企業グループ・系列・supply chain	不特定多数
株主構成	長期・安定的	短期・浮動的
	集中	分散
	株式持合い	投機目的

出所：大谷（2013）

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

中国とシンガポールでは、国有企業の民営化・株式化が進展し、所有権と経営権は分離された。これと同時にコーポレート・ガバナンス改革も実施された。本章ではシンガポールと中国のコーポレート・ガバナンスについて考察する。なぜならば、ベトナムのコーポレート・ガバナンスは両国の影響も受けているからである。

そして、中国とシンガポールの国有企業のコーポレート・ガバナンスの形成に大きな影響を与えている資本主義国家ではみられない機関について考察する。シンガポールの持株会社テマセク（Temasek Holdings）と中国の国務院国有資産監督管理委員会（SASAC）である。両社の性質は異なるが、政府傘下のもとで運営は行われている。テマセクは政府系のファンドで、国有企業を管理する組織で、国有企業の所有権を有する株主であるが、SASACは国務院傘下の機関として、行政経済管理モデルで国有企業を管理している。国有企業の管理について、ベトナム政府はシンガポールの持株会社モデルと中国の省庁間委員会モデルの二つのモデルを検討し、最終的に後者のモデルを採用した。こうした背景から、本章では、SASACとテマセクについても考察を加える。

1. 中国におけるコーポレート・ガバナンス改革

本節では、ベトナムと類似の政治体制下において市場メカニズムを導入した中国企業のコーポレート・ガバナンスについて論じる。

1.1 中国企業を取り巻く企業環境の変遷

1.1.1 中国の「漸進型移行」

中兼（2002）は、体制移行（systemic transition）について次のように主張している¹³⁹。体制移行とは、これまでの計画中心から市場中心へ、また社会全体が社会主義から資本主義へトータルに変化することである。そして、計画から市場への転換に関しては劇的な民主改革の緩やかな形あるいは「ビッグバン型移行」と「漸進型移行」という形に分類している。二つの形の事例について以下のように取り上げる。

20世紀の80年代末に旧ソ連諸国、チェコ、ハンガリーなどの東欧諸国における劇的な民主改革によって、社会主義政権が崩壊し、経済体制がこれまでの計画経済から市場経済へ移行し、これらは「ビッグバン型移行」と呼ばれている。

一方、中国とベトナムは、それぞれ1978年改革開放と1986年の経済刷新（ドイモイ政策）という政策を確立することによって市場メカニズムを導入した。中国やベトナムの形は社会主義的政権を維持しながら、漸進的に市場経済化を目指し、緩やかな形あるいは「漸進型移行」と呼ばれている。経済面に関しては、中国は、旧ソ連・東欧諸国とは異なり、一党支配体制を維持しながら、市場経済を導入し、非国営経済セクターを認めた結果、経済は急速な発展を遂げた。「漸進型移行」のもう一つの特徴は、基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制である。

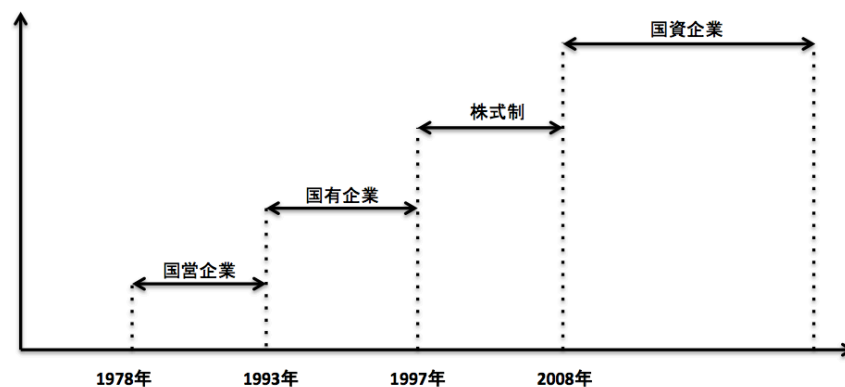
¹³⁹ 中兼（2002）、p.5。

1.1.2 中国における国有企業改革：国営企業から国有企業への道

1978年以前、社会主義国家である中国では国営企業が主な企業形態で、私有制や外資系企業が認められていなかった。だが、国営企業は赤字経営などの大きな経済的な問題を抱えたために、その改革が主な目標となった。

1978年に国営大型企業に対して経営自主権の拡大という方針を打ち出したことにより、中国における国営企業の形態は様々に変化をしている。国営企業から現代の形態への転換を以下の図表39で整理した。

図表 39：国営企業から現代の企業形態への転換



出所：金山（2008）より筆者作成¹⁴⁰

1978年12月の中国共産党第11回3中全会から第12期3中全会までの段階：企業の自由権拡大の段階であった。この段階での企業主権拡大の改革とは、まだ計画経済制度の枠組みの中での変革のことであった。国営企業の改革は単なる商品生産者としての改革であって、自ら経営にも携わる組織体としてまでの改革には至らなかった。経済体制の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制であった。そして、主な企業形態は国有企業で、私有制や外資系企業は認められていなかった。国営企業における工業長は全権・全責任でなく党委員会と従業員代表に影響されつつ企業を運営した。1956年9月に中国共産党第8次全国大会で国営企業では党委員会指導下の工業長責任制と党委員会指導下の従業員代表大会制度を実施することを決定した¹⁴¹。つまり、1978年以前に国営企業の統治システムは党委員会、従業員代表大会、工会（労働組合）の三会であった¹⁴²。

第12期3中全会から1993年までの段階：所有権と経営権の分離の段階である。国営企業は所有権と経営権の分離を図り、経営権のみを企業に与えた。そして、所有権と経営権の分離により、国営企業から国有企業へ転換を促進させることであった。

¹⁴⁰金山権（2008）、pp.81, 83, 85。

¹⁴¹郭（2008）、p.34。

¹⁴²唐（1999）、pp123-145。

中国共産党の 13 回大会では、「党政分離」・「政企分離」の実施が経済・政治体制改革の鍵として強調されたのである¹⁴³。国有企業における党指導体制の内容は「党政分離」「政企分離」の方針の下で、1988 年 4 月に「工場長責任制」が全国企業において実施され、党委員会指導制は最終的に廃止された。企業党委員会の地位と職能に関しては、党と国家の方針・政策の実施に対する「保証・監督」の権限に限定された。だが、天安門事件の後、1989 年 6 月から、それは大幅に変わり、企業における党組織の思想政治指導が強調されるようになった¹⁴⁴。唐 (1999) によると、政治の核心の党書記と経営の核心の工場長の二つの核心が同時に存在するようになり、党政分離論が放棄され、党権力・党指導が再強化された¹⁴⁵。つまり、社会主義の主な企業形態である国営企業は国有企業への転換が採択されることになった。

1993 年の第 8 期全国人代第一次会議で、国営企業から国有企業への転換、1997 年の中国共産党の第 15 期全国大会で国有企業の株式制転換が決定された。

1993 年 12 月には公布された「公司法」(会社法)によって、国有企業への株式会社制度が導入されて、組織構造の変更が図られた。株主総会・取締役会・社長の組織機関の設置により、責任権利、利益が明確化された。株主総会は会社の最高意思決定機関であり、株主総会によって選任された取締役会は会社の意思決定と管理監督機構であり、社長は経営に関わる会社の全体的な業務管理を行う。中国の国有企業の株式制改革とともに、取締役会の役割が重要になってきた。

一方、国有企業の会社化への転換と同時に、党委員会の権限を強化しようとすることも図られた。1994 年 4 月に党中央組織部は以下の 3 点を規定した¹⁴⁶。

- ・ 党委員会が企業の生産経営、技術開発、人事などの問題について意見および提案を提出する。
- ・ 企業の重大問題の決定に参加する。
- ・ 経営者は重要な意思決定の前に必ず党委員会の意見を参考しなければならない。

2008 年 10 月の第 11 回全国人代常務委員会第 5 次会议では「企業国有資産法」が決定され、「企業国有資産法」の第 5 条により国有企業と国有株式制企業は国資企業の以下の四つの形態に分けられた¹⁴⁷。

- ・ 国有独資企業：全額国家の非株式制の国有企業である。
- ・ 国有独資会社：国家による 100%の出資で設立された株式制の国有企業である。会社法では株式有限責任の会社と称している。

¹⁴³中国では全ての主体の活動は共産党の指導下で行われている。共産党と政府の関係を指すが、特に共産党指導が憲法にも明記されている中国ではこの関係は重要である。だが、鄧小平は 1986 年に「党政分離」を唱え、党の直接全面指導は否定されるようになり、中国の政治革命を目指した。(日本戦略研究フォーラム参考：<http://www.jfss.gr.jp/home/index/article/id/358>)

「政企分離」とは、政府が行政機関と国有企業管理の職能を分離することである。

¹⁴⁴1989 年 8 月 28 日、「中共中央の党建設強化に関する通知」。

¹⁴⁵郭(2008)、pp.33-39。

¹⁴⁶郭 (2008) p.35。

¹⁴⁷金山 (2013)、p.673。

- ・ 国有資本の持ち株式会社：国家の単独全額出資、または相手会社の 50%以上の株式を所有している。
- ・ 国有資本参加会社：相手企業への資本参加であるが、相手は国有企業とは限らない。

1.2 中国におけるコーポレート・ガバナンス理論

1.2.1 コーポレート・ガバナンスの概念

(1) 社会主義者の観点からの定義

ここでは、社会主義者の観点からのコーポレート・ガバナンスの定義を紹介する。柏木(2015)は劉新(2008)を参考に、さまざまな定義を再引用した¹⁴⁸。代表的な定義を図表40に整理した。

図表 40：中国企業のコーポレート・ガバナンスの定義

学者名	定義
王保樹	企業権力を合理的に分配すること、経営者の業務執行行為への有効な監督
梅慎実	上場企業の会社権力の分配と行使機関の構築、特に無機能株主と取締役の権力の分配と行使関係を中心に構築すべき体制
劉連煜	所有権と経営権を分離した状況で、経営者による不法行為を防止するための監督
李維安	株主にとって経営者に対する監督より、株主利益を最大化することが目的、企業の科学的的意思決定

出所：劉新(2008)、柏木(2015) p.35 をもとに筆者が作成

上記の定義を整理すると、コーポレート・ガバナンスは、経営権を分離することで不正取引を防止し、権力を分散し、監督機能を強化するシステムである。

また、金山(2008)は、中国企業のコーポレート・ガバナンスにおいては、内部者支配(インサイダー)問題が存在する中で、企業不祥事の防止、経営者の自己規制力の増強、革新的な経営者や従業員の育成力の強化などが重要であると指摘し、証券取引所と金融機関の自主的な改善が必要であるとしている。

次に、外部の視点から中国のコーポレート・ガバナンスを検討する。

(2) 外生的要因を考慮したコーポレート・ガバナンスの定義

BurnsStalker(1961)¹⁴⁹、Woodward(1965)¹⁵⁰、Lawrence-Lorsch(1967)¹⁵¹、加護野(1980)などの学者によって提起されたコンティンジェンシー理論(Contingency theory)によると、「組織の合理性は、組織の内部環境によってのみ決定されるのではなく、組織の外部環境に適応することによって達成される」ということである。加護野(1980)は、「環境が異なればそれに応じて組織の内部特性も変わらなければならない」、それから

¹⁴⁸ 柏木(2015)、p.35。

劉新(2008)、pp.27-28。

¹⁴⁹ Burns, T. and Stalker, G. (1961).

¹⁵⁰ Woodward, J. (1965)

¹⁵¹ Lawrence, P. R. and J.W. Lorsch (1967), (吉田博訳、『組織の条件適応理論, 産業能率大学出版部, 1977)

「組織の合理性は、組織の内部環境によってのみ決定されるのではなく、組織の外部環境に適応することによって達成される」と主張している¹⁵²。上記のため、中国の国有企業は組織として論じる際、企業の外部環境について研究することが不可欠だと考える。

経済転換期の過程では、中国国有企業のコーポレート・ガバナンスの外部要素（中国政府が株主として企業活動に及ぼす影響と中国の政治制度）は異なる。ここでは、政治制度（国有企業の外部要素）について論じる。中国では経済刷新あるいは改革開放によって市場メカニズムを導入したが、旧社会主義国の市場経済体制は資本主義のそれとは大幅に異なっていた。中国において、1992年2月に、中国共産党の指導者の鄧小平氏は以下のように主張している。計画経済すなわち社会主義ではなく、資本主義にも計画があり、市場経済すなわち資本主義ではなく、社会主義にも市場がある。そして、計画と市場は経済発展の手段に過ぎなく、中国の経済体制は資本主義の市場経済ではなく、「社会主義市場経済体制」である¹⁵³。

それから、社会主義体制を維持している中国は市場メカニズムを導入して、経済移行期を過ごしている。郭（2008）によると、社会主義体制を維持している中国では全ての主体の活動は中国共産党の指導下で行われている。国有企業もその例外ではない。中国の国有企業のコーポレート・ガバナンスについて論じる際、所有者と経営者の関係だけを論述するのは不十分であり、政治指導体制などの外部環境と企業のコーポレート・ガバナンスとの関係を論じるのが必要不可欠である。そして、中国企業統治の特徴は、市場原理を重視する専門的経営者と「党支配」の維持という二重構造をもっていることと指摘されている¹⁵⁴。唐（2005）は、中国は共産党による一党指導制であり、生産手段全体における公有制あるいは「集中的所有構造」の比重が相対的に高いことなどを特色として取り上げている¹⁵⁵。

つまり、中国国有企業の外部環境の視点を踏まえる際、国有企業のガバナンスとは国の社会制度、政治制度、文化と密接に変わっており、主として株主、経営者、従業員、共産党などの企業の様々な利害関係者との関係である¹⁵⁶。

1.2.2 インサイダー・コントロール型コーポレート・ガバナンス・モデル

(1) 国有企業のインサイダー・コントロール

上述したように、中国では、90年代に入ると、国有会社法等の法制度が整備されるとともに、国有企業の株式化が促進されて、その後に国有企業の出資形態が転換された。国有企業のガバナンスの面からみると、経済自主権拡大のため、国有企業の経営者・従業員による実態的な経営支配が強まった。

¹⁵²加護野（1980）、p.93。

¹⁵³関志雄（2007）「所有制改革の行方—イデオロギーの壁を如何に乗り越えるか—」、2018年8月15日にアクセス。
<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/070129kaikaku.html>。

¹⁵⁴郭（2008）、pp.37-38。

¹⁵⁵唐（2005）、pp.1-17。

¹⁵⁶唐（2005）、pp.1-17。

1978年12月の中国共産党第11回3中全会で、「現在の我が国有経済管理体制の大きな欠陥は大きな権限が中央に集中されているので、大胆に権限を下放し、企業にもっと多くの経営管理自主権を与えなければならない」ということが主張された¹⁵⁷。そのため、国有企業の経営者・従業員が実質的に経営コントロール権を強め、外部によるコントロールが弱まってきた。

国有企業では国家から経営管理の支配権が委譲されたという背景をもとに、企業のコントロール権の実質的部分が経営者によって掌握された。青木(1995)はそれをインサイダー・コントロールと名付けた。そして、国有企業のインサイダー・コントロールが、社会主義の遺産から生じた進化的現象だと主張している。

(2)インサイダー・コントロール形成の要因

インサイダー・コントロールを形成する上で様々な要因がある。具体的には、国有企業の経営者のコントロール権の強化、経営者の自立性を高めること、市場競争のメカニズムの不足、従業員利益の重視等が挙げられる。

青木(1995)は国有企業の経営者のコントロール権を強化させ、経営者の自立性を高めたことがインサイダー・コントロールの形成要因だと主張している¹⁵⁸。

そして、川井(1998)は以下のような要因を述べている¹⁵⁹。具体的には、政府の管理権を国有企業に徐々に委譲する方法の実施、外部利害関係者による経営者に対してのモニタリングの脆弱さ、市場競争のメカニズムの不足、株式市場と経営者市場の未成熟、国有企業の経営者の権限と責任の不統一等である。

さらに唐(2001)は国有企業の「政企混在」¹⁶⁰、「株主形骸化」、経営者の監督メカニズムの不在や従業員利益の重視という要因を指摘している¹⁶¹。

インサイダー・コントロールの形成に関して、下記の二つの特徴を取り上げる。

第1に、国有企業の経営者が従業員と利益共同体を形成し、国有資産を分かち合うということがある。中国の国有企業は経営組織ではなく、行政組織でもあり、政治組織でもあり、社会組織でもある。そして、国有企業では「従業員の収入増大」という目標が一番重要なものである。唐(2001)は1979年から1997年まで中国国有企業の資本と労働力の収益性を分析して、以下のように主張している。企業が赤字経営に陥っても、経営者は銀行融資で従業員の賃金やボーナスを支給する。そして、企業業績が年々低下しているにも関わらず、従業員の賃金とボーナスが上昇する結果となっている¹⁶²。

¹⁵⁷金山(2013)、pp.449-472。

¹⁵⁸青木(1995)、p.160。

¹⁵⁹川井(2002)、pp.37-72。

¹⁶⁰国有企業は欧米のような経済組織ではなく、中国では政府が社会をコントロールするための媒介としての支配装置としてそれは機能しており、企業への関与が強い。唐(2001)はそれを「政企混在」と名付けた。

¹⁶¹唐(2001)、pp.117-130。

¹⁶²唐(2001)、pp.119-120。

第2に、中国の国有企業の株式化への移行過程において、国有企業の一部の株は安い価格で従業員に分配されている。言い換えると、国家の一部の資産を国有企業の従業員に分配することである。唐（2001）によると、企業の株式化への移行過程において、国有企業の一部の株は内部従業員に分配されて、企業が株式市場に上場する際、株の市場価格は安価で購入した価格の5～10倍にまで上昇したことがある。そして、内部従業員の株は国家の株より配当率が高めに設定されることもある。

1.3 コーポレート・ガバナンスに関する規制

中国では、コーポレート・ガバナンスに関する規制は、会社法や証券法などの法規制、政府（国務院）の行政法規、官庁の諸規制、証券取引所の基準の4点に分かれる。

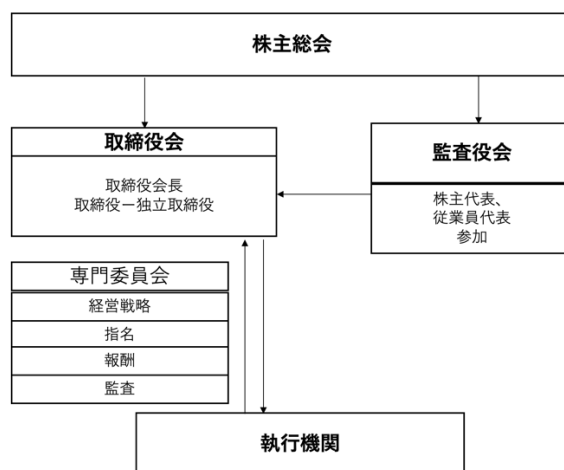
本節では、コーポレート・ガバナンスに関する規制を考察する。

1.3.1 中国における機関設計と独立取締役制度

（1）会社の機関設計

中国の監査制度は、イギリスと日本の制度を参考にした。中国企業の機関設計は二院制である。企業では、業務執行機関と取締役会、監査役会が分離されている。会社法によると、取締役会（董事会）と監査役会（监事会）は株主総会によって選任され、任期は3年である。

図表 41：中国企業の内部統治システム



出所：金山権（2000）より筆者作成¹⁶³

取締役会（董事会）は5名から19名で構成される。取締役会長（董事長）は取締役会によって選任される。取締役会は年に最低でも2回以上、過半数の取締役の出席を要件として開催される。執行役は、取締役会によって選任されるが、取締役が執行役を兼任することはない。

¹⁶³金山（2000）、p.102。

監査役会（監事会）は3名以上で構成される。中国では、監査役会制度が導入されたのは、1909年の会社法であり、同年に会計監査が設置された。1929年に公布された公司法では、財務の監査、取締役と執行機関の監督する機能を担った監査役会が設置された¹⁶⁴。1992年に国务院の「株式会社規範意見」では、監査役会制度が強化された。監査役会は取締役会の監査だけでなく業務執行の監督なども担うようになり、1993年に監査役会は1名から3名に増加した。

また、中国の監査制度はドイツの従業員代表監査制度も取り入れ、監査役会の中では、株主の代表と従業員の代表を含まなければならない¹⁶⁵。つまり、従業員の関与が強い¹⁶⁶。従業員は、「従業員代表大会」や労働組合などを媒体として企業の経営活動に影響を与える。

（2）独立取締役制度の歴史

中国では、2001年に企業の監査・監督機能の強化を目的として独立取締役の設置が義務付けられた。柏木（2015）は、独立取締役制度の導入を以下のように説明している¹⁶⁷。

1997年に、中国证券监督管理委员会（CSRC、以下：証監会）が上場企業のガイドラインの第112条に「必要に応じ独立取締役を設置することができる」と明記した。そして、1999年に公布されたものでは、「外部取締役が取締役の過半数、そのうち2人以上の独立取締役の設置」と記されている。2001年には、証監会が「上場企業における独立取締役制度の導入に関する指導意見」を公布し、独立取締役の設置が義務付けられるようになった。2002年の「上場企業における企業統治準則」では、企業の取締役会の各専門委員会の委員長は独立取締役が担当することを義務付けた。

ニューヨーク証券取引所の上場会社マニュアルを参考に、2005年の公司法（会社法）では、3名以上の独立取締役の設置、そのうち1人が会計士でなければならないとした。

¹⁶⁴吉岡・柏木（2018）、pp.34-35。

¹⁶⁵ドイツの企業統治構造は、業務を執行する取締役会とそれを監視する監査役会という「二元的制度」である。業務執行機関である取締役会(Vorstand)が企業を代表し、経営業務を執行している。だが、企業の最高統治機関は監査役会(Aufsichtsrat)となっている。監査役会は、取締役を選任し、監督し、企業にとって根本的意義を決定する権限がある。監査役員は株主総会において株主により選任されるが、共同決定制度のため、監査役会の3分の1または、2分の1は、企業の労働者によって選出される。企業の労働者は監査役会を通じて、取締役の選任と経営業務への意見を表明し、そして経営計画の承認という権限を持つと規定している。業務を執行する取締役とそれを監視する監査役の兼任は禁止と決められている。

ドイツの企業統治構造は、業務を執行する取締役会とそれを監視する監査役会という「二元的制度」である。業務執行機関である取締役会(Vorstand)が企業を代表し、経営業務を執行している。だが、企業の最高統治機関は監査役会(Aufsichtsrat)となっている。監査役会は、取締役を選任し、監督し、企業にとって根本的意義を決定する権限がある。監査役員は株主総会において株主により選任されるが、共同決定制度のため、監査役会の3分の1または、2分の1は、企業の労働者によって選出される。企業の労働者は監査役会を通じて、取締役の選任と経営業務への意見を表明し、そして経営計画の承認という権限を持つと規定している。業務を執行する取締役とそれを監視する監査役の兼任は禁止と決められている。

(JPX 金融商品取引法研究会（2014）・みずほ銀行（2015）、p.342 参照)

¹⁶⁶吉岡・柏木（2018）、p.34。

¹⁶⁷柏木（2015）、p.36。

また、社外取締役の構成について、独立取締役の割合は3分の1以上を占めることと独立取締役が監査委員会の委員長を務めることを求めている。

ここで、独立取締役制度導入の効果についての先行研究を紹介する（図表42参照）。

図表42：独立取締役制度導入の効果

于东智 (2003)	独立取締役の設置は会社の業績を上げることは出来ず、逆に制限作用がある。
袁萍 (2006)	独立取締役制度による企業の業績促進作用は明らかである。
王躍堂 (2003)	独立取締役の設置は企業の情報の信頼性を高める。
彭有桂 (2006)	独立取締役の割合と上場企業の情報開示の質は関連性がない。
余峰燕、郝項超 (2011)	政府系出身の独立取締役を雇用している企業は、政府系出身の独立取締役を雇用していない企業と比較して、情報の質がマイナスになる。
申富平 (2007)	独立取締役の指名と選任は主に大株主や総経理の意向が反映。大多数の首席執行官は独立取締役選任に対して影響を与えたいと感じている。
叶康涛 (2011)	企業が危機状態の時は、独立取締役は監督機能を発揮できるが、多くの場合、独立取締役は管理者たちの行為に対して疑義を唱えることができない。
唐雪松など (2010)	独立取締役は、独立的な意見を提言することで監督者として誇りに思うという動機よりも資格・利益を喪失することのほうが怖いと感じる。

出所：柏木（2015）p.38。

それを整理すると、中国の独立取締役制度の効果に関する先行研究では、学者によって見解が異なり、統一的なものはまだない。業績を上げる効果のみならず、逆に業績抑制効果があるとの意見も出ている。そして、独立取締役制度と企業の情報開示の関連性について、情報の信頼性を高めるという意見もあるが、開示される情報の質とは関連性がないという意見もある。

（3）独立取締役の導入・企業の所有構造と企業パフォーマンスに関する研究

王楽（2018）は、企業の所有構造、独立取締役の導入と企業パフォーマンスに関して、中国の上場企業に対する実証分析を行った¹⁶⁸。

独立取締役の導入と企業パフォーマンスに関して、中国の上場企業に対する実証分析を行った¹⁶⁹。実証結果により、以下の三つの効果が認められた。①独立取締役の導入改革によって導入された独立取締役の人数が多いほど、企業のパフォーマンスが良くなる。②独立取締役は、企業の経営管理コストと資金調達コストを削減する効果がある。③中国上場企業において低報酬では経営者に十分なインセンティブを与えられない。独立取締役の導

¹⁶⁸王楽（2018）「コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス：中国上場企業における検証」、『博士学位論文』<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/29379/1/com020201800103.pdf>。

¹⁶⁹王楽（2018），pp.93-103。

入は経営者及び取締役の報酬を上げることで、インセンティブの不足問題を低減すると考えられる。

また、企業の所有構造と企業パフォーマンスに関して、実証結果によれば、以下の四つの効果が確認された¹⁷⁰。①中国上場企業の CEO と取締役の選任には、株主が大きな影響力を持つことを示している。中国政府が大株主の場合、政策を確実に実行するために政府と密接な関係を持つ経営者を任命し、企業の経営面にも影響を及ぼしている可能性が高い。政府系 CEO¹⁷¹ は企業パフォーマンスを悪化させている。②企業パフォーマンスに及ぼす影響について、外部出身 CEO が企業パフォーマンスを向上させる効果が認められた。③政府系独立取締役¹⁷²が企業の収益性、成長性に影響を及ぼしていないことを示している。④上場企業の所有構造の集中度に関して、集中度は企業パフォーマンスを改善させる効果が観察された。

1.3.2 政治制度と銀行

(1)政治制度

中国企業は、ほとんどの場合党委員会に設置している。そして、中国政府は国内企業の株式会社の非流通株を保有していることから、企業の株主として、経営活動へ影響を与えることが当然と考えている。

孫 (2012) は『中国共産党規約』や『会社法』などを引用している¹⁷³。『中国共産党規約』第 29 条では、「企業や農村や政府機関などにおける正式党員が 3 名以上いるところには、すべて党の末端組織を作るものとする」と記されている。そして、第 32 条では、企業や集団所有制企業における党の末端組織が重要な問題の決定に参加することを求めている。

そして、1993 年の『会社法』の第 17 条は、「会社における中国共産党の基層組織の活動は中国共産党規約による」ということを規定した。2005 年の『会社法』の第 19 条は、「中国共産党規約の規定に基づき、会社内に中国共産党の組織を設立し、党の活動を行うものとする。会社は、党組織の活動のために必要な条件を提供しなければならない」と規定した。

2003 年 10 月の中国共産党第 16 期で、形成された「権力分立」では、企業の党組織が、政治的核心の役割を果たし、企業における重要問題の決定に参加することを要求した。さらに、2009 年 9 月の中国共産党第 17 期で、国有企業の党組織に対し、重要事項の決定への参加という要求がもう一度提出された。

郭 (2008) は国有企業の会社化への転換と同時に、党委員会の権限を強化しようとする動きも強まっていると述べている。1994 年 4 月に党中央組織部は次のことを規定した。①党委員会が企業の生産経営、技術開発、人事などの問題について意見および提案を提出する。②企業の重大問題の決定に参加する。③経営者は重要な意思決定の前に必ず党委員会の意見を参考にしなければならない。

¹⁷⁰王楽 (2018), pp.10-21.

¹⁷¹ 政府系 CEO とは、国有企業で働いたことがある CEO や中央政府に勤めたことのある CEO である。

¹⁷² 政府系独立取締役とは、退職後の官僚が企業の独立取締役として任命される独立取締役である。

¹⁷³孫 (2012) 、 pp. 97-119。

1997年1月に党中央の通達によると、党は幹部を管理する原則を堅持し、管理権に応じ、法に従って、国有資産権の代表及び企業経営管理責任者を選任し、推薦する。党委員会書記と取締役会長を一人で兼任することができるという「双方向進入」である。

(2)銀行

劉(2005)によると、中国企業にとって、銀行から間接金融は最も重要な金融調達方法である。そのため、銀行による監査機能がよく期待されるが、中国の銀行は不良債権などの問題に直面しているため、銀行自体のガバナンスの悪化が問題視される状況である。そして、中国の四大銀行では、政府の影響が強い。以上のことから、銀行から国有企業へのガバナンスへ及ぼす影響は有効性が低いと考えられる。

楊(2011)によると、2003年末中国金融機関の不良債権残高は2兆4406億元であったが、2010年末の残高が4293億元になったと述べている。さらに、1998年及び2010年末に中国の国有銀行の不良債権残高はそれぞれ2兆2620と億元3081億元であった。中国の金融システムに関する、国有銀行の不良債権残高は中国金融機関全体の7~9割を占めている。そのため、中国における不良債権問題は主に大国有銀行の問題だと言える¹⁷⁴。

1999年から2002年の中国の国有銀行の公式発表の不良債権比率は以下の図表43の通りである。

図表 43：中国の国有銀行の公式発表の不良債権比率

	1999	2000	2001	2002
不良債権比率	25%	25%	25.3%	25.3%
貸出残高	65,369	66,901	74,000	77,462
不良債権額(億元)	16,342	16,726	18,722	19,597
GDPの比率	19.9%	18.7%	19.5%	19.1%

出所：裴桂芬(2013)¹⁷⁵より作成

図表43からみると1999年~2002年の不良債権率は25%台で推移し、中国の国内総生産(GDP)の19%前後となった。さらに、2001年に中国の国有銀行における貸し出しが急に増加し、不良債権率も増加した。

中国における四大国有銀行の不良債権の処理方法は上記に述べたように間接償却と直接償却の二つの方法がある。

銀行は債権のリスクに応じ、引当金を積まなければならない。玉置・山澤(2005)によると、中国における貸出債権は債権のリスクに応じ、債権は正常、関注、次級、可疑及び損失の五つのグループに入る¹⁷⁶。次級、可疑、損失というグループが不良債権として計算される。さらに各グループの引当率に応じてお金を積まなければならない。不良債権が回収できなければ、引当金で損失を穴埋めすることになる。

中国の各国有銀行の不良債権の貸し出しなどの情報に図表44に示す。

¹⁷⁴楊巧麗(2011)、p.40。

¹⁷⁵裴桂芬(2003)、p.14。

¹⁷⁶楊巧麗(2011)、p.39。

図表 44：三大国有銀行の不良債権の引当金（2002年12月31日）（億元）

	中国工商銀行			中国銀行			中国建設銀行		
	残高	シェア	引当金	残高	シェア	引当金	残高	シェア	引当金
総合額	29578	100	3119.2	18161.9	100	2865.9	17663.9	100	1485.5
正常	18335	61.99	0	11556.1	63.6	0	11671.1	66.1	0
関注	3644	12.32	72.9	2520.5	13.9	50.4	3312.4	18.8	66.2
次級	1178	3.98	294.5	656.8	3.61	164.2	821.9	4.7	205.5
可疑	4586	15.51	2293.1	1554.4	8.56	777.2	1289.2	7.3	644.6
損失	1835	6.2	458.7	1874.1	10.3	1874.1	569.2	3.2	569.2

出所：裴桂芬（2003）より作成¹⁷⁷

さらに、中国の各国有銀行の所有者持分を以下の図表45に示す。

図表 45：四大国有銀行の貸借対照表

銀行		1997年	1998年	1999年	2000年
中国工商銀行	資産総計	29367.84	32387.38	35398.66	39737.37
	貸出金	19950.56	22715.39	24271.22	24135.91
	所有者持分	968.56	1838.93	1814.75	1873.66
中国建設銀行	資産総計	16817.59	19236.46	22010.65	25316.95
	貸出金	11519.97	12966.95	12220.32	14048.38
	所有者持分	495.80	1004.76	1068.69	1148.50
中国農業銀行	資産総計	15739.47	20224.30	22758.35	21848.85
	貸出金	10182.17	14055.35	15896.66	14843.56
	所有者持分	397.60	1348.28	1344.66	1347.42
中国銀行	資産総計	22317.14	24753.93	26180.90	28933.42
	貸出金	11607.89	13126.50	13642.19	12365.22
	所有者持分	877.13	1395.50	1468.67	1628.62

出所：西崎賢治（2013）より作成¹⁷⁸

図表43と図表44からみると、中国の国有銀行は間接償却方法によって引当金を積み、不良債権を処理することがかなり困難であったと考えられる。引当金とは当期の利益であり、将来の損失を低減するように準備するが、将来の損失が大きくなりすぎれば当期の利益などの資本が足りなくなる恐れがある。

1.4 国有企業のコーポレート・ガバナンス

1.4.1 国有企業の内部統治

西村（2004）、黄（2004）、唐（2005）、霍（2016）らは中国国有企業の内部統治について研究している。

¹⁷⁷ 裴桂芬（2003）『中国資産管理会社〈AMC〉の運営とあり方』、2019年11月30日にアクセス
<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/13928/1/wp2003-16a.pdf>

¹⁷⁸ 西崎（2013）、p.6。

唐（2005）の調査によると、昇給、昇進、奨励金や福祉の分配などの企業内の重要な決定は党書記からの影響力が非常に強いとの回答が得られた。

西村（2004）は、中国の会社法で会社機関（新三会）の制度を導入したが、実際では現在においても、「旧三会」（党委員会、労働組合、従業員代表大会）は株式会社制度のもとでの会社機関（新三会）と並存していると主張している。そして、旧三会の中で、任務影響力が一番強い党組織は企業内において党と国家の政策を貫徹させて、重要な意思決定に参加することや思想・政治面での指導などの主要な任務がある。さらに、国有企業は株式市場に上場しても、党組織の影響力はまだ強いということを西村（2004）は主張している。

霍（2016）は中国の上場会社におけるコーポレート・ガバナンスを論じる時、党委員会、労働組合、従業員代表大会の「旧三会」は内部の監督の役割を果たすということを述べている。

黄（2004）は中国国有企業のガバナンス制度を確立する際、最も困難なのは「新三会」と「旧三会」の関係をいかにスムーズにするかであると指摘している。株式会社制度の「新三会」組織を導入することにより、国有企業におけるガバナンス体制は「6会」になった。だが、党委員会の「旧三会」と取締役会などの「新三会」を相互に兼任することによって、党委員会の取締役会などの意思決定システムに対する影響力は強い。

郭（2008）のアンケート調査の結果から、企業内の意思決定に関しては工場長（社長）が最も大きな影響力を持っているが、党書記の影響力は依然として強い。1997年1月に「企業における党の建設活動をいっそう強化し改善することについての通達」によると、党中央は、党が幹部を管理する原則を堅持し、管理権に応じて、法に従って、国有資産権の代表及び企業経営管理責任者を選任し、推薦する。党委員会書記と取締役会長を一人で兼任することができるという「双方向進入」である。1998年3月から2003年8月まで中国の山西省の11社の国有企業での調査結果からみると、株式会社の取締役会長はほとんど党書記が兼任し、取締役会や監査役会の構成員は60%以上が党委員会のメンバーであった¹⁷⁹。また、2008年3月の調査結果は会社の意思決定システムも変わっておらず、そのまま維持しているという状況である。上場企業の意思決定システムもほぼ同じである。取締役の58%と会長と社長の91%は共産党の党员で、党员比率が高い¹⁸⁰。つまり、国有企業は株式制を導入しても、上場企業でも、党書記の取締役会などの意思決定システムに対する影響力が強い。経済移行期の過程にある中国の国有企業のコーポレート・ガバナンスを研究する際、政治指導体制などの外部環境とそれとの関係を論じるのが不可欠だと考える。そして、郭（2008）は中国における企業統治の特徴は、市場原理を重視する専門的経営者と「党支配」の維持という二重構造をもっていることを述べている。国有企業の統治制度改革を成功させるためには、党の政治指導制度の改革が必要になる。

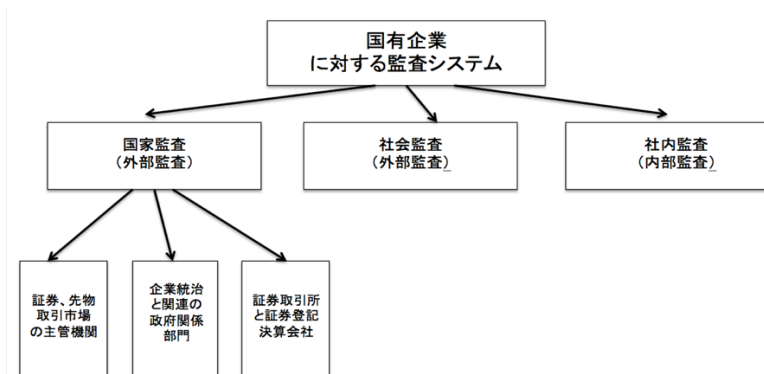
1.4.2 外部統治

¹⁷⁹郭（2008）、pp.35-37。

¹⁸⁰郭（2008）、p36。

金山（2008）によると、国有企業に対する監査システムは国家監査（外部監査）、社会監査（外部監査）、社内監査（内部監査）から構成されている。国有企業に対する監査システムを図表 46 で示した。

図表 46：国有（国資）企業の監査システム



出所：金山（2008）より筆者作成

国家監査（外部監査）は国家監査機関による監査と独立会計事務所などにより行われる監査である。監査の目的は国家財政、財務収支の実態を明らかにし、国家財政秩序を維持し腐敗を防ぎ、清廉な政治構造を保つことである。

社会監査（外部監査）とは会社との関係がない会計・税務や経営コンサルタントなどの第三者と契約を結び、契約に基づき監査を行うことである。

社内監査（内部監査）とは企業内部者が内部統治の有効性、財務情報の真実性、完備制および経営活動の効率と効果などに対して監査することである。

そして国家監査（外部監査）の監査のシステムは以下の三つに分けられている。

第 1 に、証券、先物取引市場の主管機関である中国証券監督管理委員会（証監会）による監査である。証監会は全国証券先物取引市場の統一管理、市場秩序の維持、コンプライアンスなどの使命をもっている。証監会は 2001 年 1 月に上場会社の企業統治準則を公表し、同年 8 月に米国型の独立取締役の導入に関するガイドラインを公表した¹⁸¹。

第 2 に、企業統治と関連の政府関係部門による監査である。財務省は財務、会計に関する法律や規則などを制定し、監督する。それに、中国企業の財産の監督管理や国有資本 収益の管理などの役割もある。「国有資産監督管理委員会（以下国資委という）」は中央企業の国有資産の管理監督を行い、国有企業の改革と再編を指導し、企業統治構造に最善化を図る。

第 3 に、証券取引所と証券登記決算会社である。証監会は証券取引所の規制を制定し、株式上場を審査し、上場会社を監督管理し、取引市場情報の管理と公布することを担当している。中国証券登記決算会社は市場のリスクの防止と市場能率の向上をはかり、証券市場の更なる発展とサービス提供を目指すことが方針となっている。

¹⁸¹金山（2013）、p.674。

1.4.3 中国の国務院国有資産監督管理委員会 (SASAC)

(1) 国有資産監督管理委員会の設立

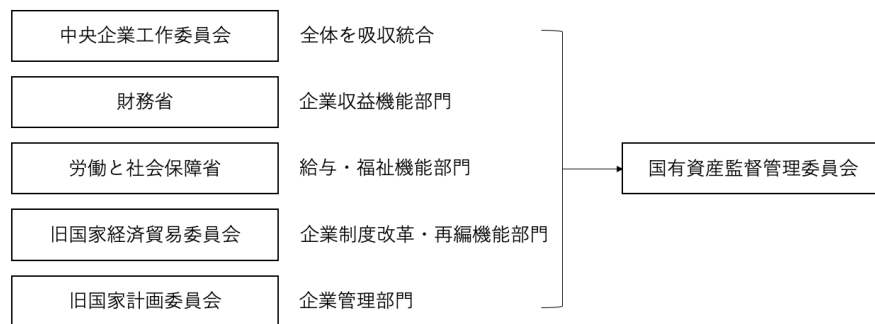
1978 年以前の社会主義国家である中国の経済体制は計画経済体制であった。経済体制の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制であった。国営企業における工業長は全権・全責任でなく党委員会と従業員代表に影響を受けながら企業を運営した。

中国共産党の 13 回大会では、「党政分離」、「政企分離」の実施が経済・政治体制改革の鍵として強調されたのである。国有企業における党指導体制の内容は「党政分離」、「政企分離」の方針の下で、1988 年 4 月に「工場長責任制」が全国企業において実施され、党委員会指導制は最終的に廃止された。

1988 年から 2003 年までの間に、国有企業の出資者権限は国有資産管理局や財政省などの政府機関に分かれており、お互いに制限することを狙っていた。だが、権限が分散されるため、権限の重複と責任が不明確であった。

金山 (2013) は中国国有企業の外部監査・監督を踏まえる際、国有企業の経営レベルでは、市場メカニズムに基づきつつ、資本関係では国資委が国有株主を代表して国有企業を支配する責任を有しており、資産管理、人事及びほかの重要経営事項についても監督・管理することになっていることを述べている。国資委は国有企業資産の運営や管理を統括するため、国有企業の管理制度に関して、中国の財政省、労働社会保障省、国家経済貿易委員会、国家計画委員会、中共中央企業工作委員会などの五つの機関に分散されていた。しかし、2003年に国務院（中国政府）はこの制度を廃止し、国務院国有資産監督管理委員会（国資委、SASAC）を設立した。

図表 47：国有資産管理の統一



出所：座間 (2006) ¹⁸²

(2) 国有資産監督管理委員会の機能

2006 年の企業国有資産法 12 条・22 条によると、国資委は国有企業に対し、国を代表して出資者としての株主権を持ち、決議の参加や経営者の選任などの会社の経営に関する決

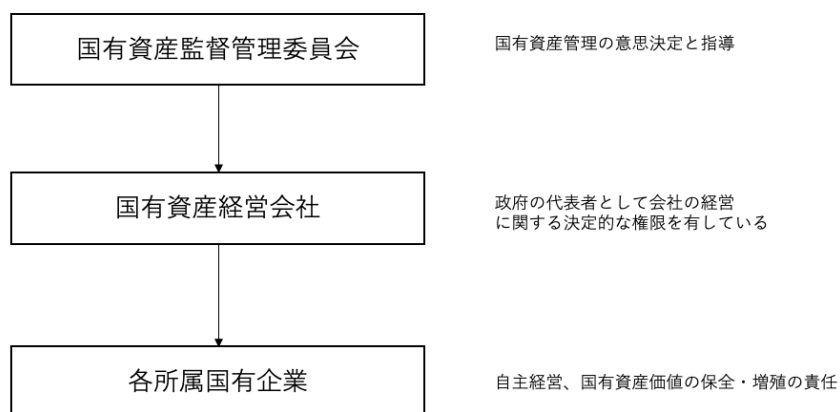
¹⁸²座間 (2006)、p.63。

定的な権限を有している¹⁸³。国資委の監督・管理範囲は、中央管轄企業（金融分野の企業を除く）である。

一方、国資条例 13 条では、国資委は国有資産監督機関として国有資産を監督する権限も有している。つまり、国資委は出資者と監督者の二つの身分を兼ねている。「政企分離」を実施すると言っても、企業の日常経営に政府が介入する可能性は高い。

政府監督と企業経営の分離をはかるため、国資委傘下の国有投資会社を設立し、国有資産の管理構造を国資委－国有投資会社－国有企業に転換させることを、金山（2006）は、3段階体制と呼ぶ¹⁸⁴。国有投資会社は国資委が 100 % 株式を保有する持株会社である。国資委が国有企業に対して保有した人事、報酬などの権限は国有投資会社に委任する。国有投資会社は決議の参加や経営者の選任などの会社の経営に関する決定的な権限を有している。

図表 48：国有資産管理における 3 段階体制



出所： 座間(2006) ¹⁸⁵

国有投資会社の設立によって国資委が出資者と監督者の二つの身分を兼ねている問題を解消したと考えられる。

1.5 小結

中国企業の機関設計は二院制である。企業では、業務執行機関と取締役、監査役会が分離されるが、社会主義国である中国のコーポレート・ガバナンスは、社会主義の要素を抜くことができない。コーポレート・ガバナンスの特徴として「従業員代表大会」や労働組合などの従業員の組織への関与が強い。また、日本とは異なり、執行役は、取締役会によって選任されるが、中国の取締役が執行役を兼任することはない。最後に、中国は、日本より企業の監査・監督機能の強化を目的として独立取締役制度を導入し、義務付けたが、その効果については定まっていない。

¹⁸³座間（2006）、p.57。

¹⁸⁴座間（2006）、p.63。

¹⁸⁵座間（2006）、p.63。

1988年以降、中国国有企業では「党政分離」及び「政企分離」が促進されている。上述したように国有企業の外部監査・監督制度について、中国の財政省、労働社会保障省、国家経済貿易委員会、国家計画委員会、中共中央企業工作委員会などの五つの機関に分散されることになった。だが、2003年に、国有企業の監督・管理制度を統括するため、中国の国務院（中国政府）はこの制度を廃止し、国務院国有資産監督管理委員会（国資委、SASAC）を設立した。国資委は政府の機関で、国有株主を代表して国有企業を支配する責任を有し、資産管理、人事などの重要経営事項についても監督・管理することになっている。つまり、2003年以降、中国政府は国資委を設立したが、1988年から2003年にかけての段階と比べて、政府と国有企業の関係は変わってはいないと考えられる。続いて、シンガポール国有企業のガバナンス制度について分析する。

2. シンガポールにおけるガバナンス改革

2.1 シンガポールの法規制と会社形態

シンガポールは独立国家としての歴史が60年ほどで、急速な成長を遂げた。シンガポール証券取引所（Singapore Exchange, SGX）は、アジアで重要なマーケットの一つである。1998年に、SGXは、シンガポール証券取引所（Stock Exchange of Singapore, SES）とシンガポール国際金融取引所が合併することによって、設立された。

シンガポールは、イギリス統治時代のイギリスを母国とする英米法系に属している。コーポレート・ガバナンスに関する規制としては、会社法と「コードオブコーポレート・ガバナンス」（Code of Corporate Governance, CCG）が存在する。

法律上、シンガポールの企業は、株式の公開性の視点から私企業と公開会社に分類できる。株式会社の99%以上が私企業であるが、ファミリー企業や国有企業の子会社または関連会社の形態が多い。ファミリー企業あるいは同族会社では、株主が取締役であり、業務執行者でもある。独立国家としての歴史が60年しか経てないシンガポールでは、イギリスから独立した後で設立した会社の創業者が現在の経営者として勤める会社も少なくない¹⁸⁶。もう一つの特徴としては、同国は国家資本主義であり、企業への政府の関与が強いことである。政府は、国有企業（Government Linked Companies, GLCs と呼ぶ）を通じて、国内外の民間企業に間接的に影響を与えている。

70年代にシンガポール政府は3大国有企業を設立した。それぞれは、財務省傘下のテマセク（Temasek Holdings）、国土開発省傘下のMND（MND Holdings）、国防省傘下のシンガポールテクノロジーズ（Singapore Technologies）である。

2.2 シンガポールにおける株式会社機関

シンガポールにおける企業統治の機関は、株主総会、取締役会、監査委員会、経営執行委員会から構成されている。三和（2016）によると、シンガポールは、イギリスと同様の機関構成を採用している。シンガポールのコーポレート・ガバナンスの特徴は、経營業務を執行することとそれを監督する業務が単一で行われるという特徴である¹⁸⁷。

¹⁸⁶三和（2016）、p.115。

¹⁸⁷三和（2016）、p.108。

図表 49：シンガポールにおけるガバナンス規制

法令 (Laws)	会社法(Companies Act) 証券先物法(Securities and Futures Act)
規制 (Regulations)	銀行法(19章):銀行コーポレート・ガバナンス規制 2005 (Banking Act)
会計基準 (Accounting Standards)	財務報告基準 (SFARS)
上場ルール (Listing Rules)	SGX 上場マニュアル (SGX Listing Manual)
コードとガイドライン (Official Codes and Guidelines)	コーポレート・ガバナンス・コード (Code of Corporate governance)

出所：中村 (2017) p.57.

法律上、シンガポール企業の機関は株主総会、取締役会、会計監査人（外部監査）、会社秘書役、監査委員会によって構成される。取締役会は会社法及び実務において業務執行者に対する監督機関として主に機能しているが、経営上の意思決定機能も担っている。ガバナンス・コードの規定によれば、取締役会の構成員の少なくとも 3 分の 1 は独立取締役とすることを要求している¹⁸⁸。独立取締役は、専門性は要求されておらず、単純に業務執行者からの独立性が担保されている取締役である¹⁸⁹。そして、ガバナンス・コードは取締役会の独立性を保つ規定として、取締役会の会長と最高業務執行者は分離されていなければならないことを要求している。

¹⁸⁸シンガポール財務省(Ministry of Finance)は 1997 年に、コーポレート・ガバナンス委員会 (Corporate Governance Committee)を設置した。コーポレート・ガバナンス委員会は、2001 年に Report of The Committee and Code of Corporate Governance として提出し、ガバナンス・コードを公表した。その後、2005 年にガバナンス・コードについて再検討がなされ、その後、ガバナンス・コードの改正が公表された。

Lawrence Lee, *Findings on the Singapore Governance & Transparency Index(SGTI)*, CGIO NUS Business school, p.3, 3 Aug. 2016 と中村 みゆき (2017) 「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス・コード導入のプロセスと意義」創価経営論集 第 41 巻第 2 号 pp.49-64 に詳しい。

¹⁸⁹ 独立取締役の基準について、コーポレート・ガバナンス・コードは具体的に以下のように規定している。①過去 3 年以内に当該会社またはその会社に関連する会社の従業員であった者である。②過去 3 年以内に当該会社またはその会社に関連する会社との間において報酬委員会で決定した報酬を上級執行役として受けた者である。③過去数年間、取締役としての報酬以外に会社から別途報酬を受けていたか、もしくは、現に受けている者である。④過去数年間、当該会社もしくは子会社において、会社のパートナー、主要株主、執行経営者であった者、またはそのような地位にいた親族を持つ者である。⑤過去数年間、当該会社もしくは子会社から受けた収益がかなりの額(200,000S\$ 以上)になる者、またはその親族に該当しない取締役であることが、独立取締役の要件とされる。林孝宗「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンスー取締役会の機能と独立取締役の役割を中心にー」社学研論集 Vol. 16 2010 年 9 月 pp.299-314 に詳しい。

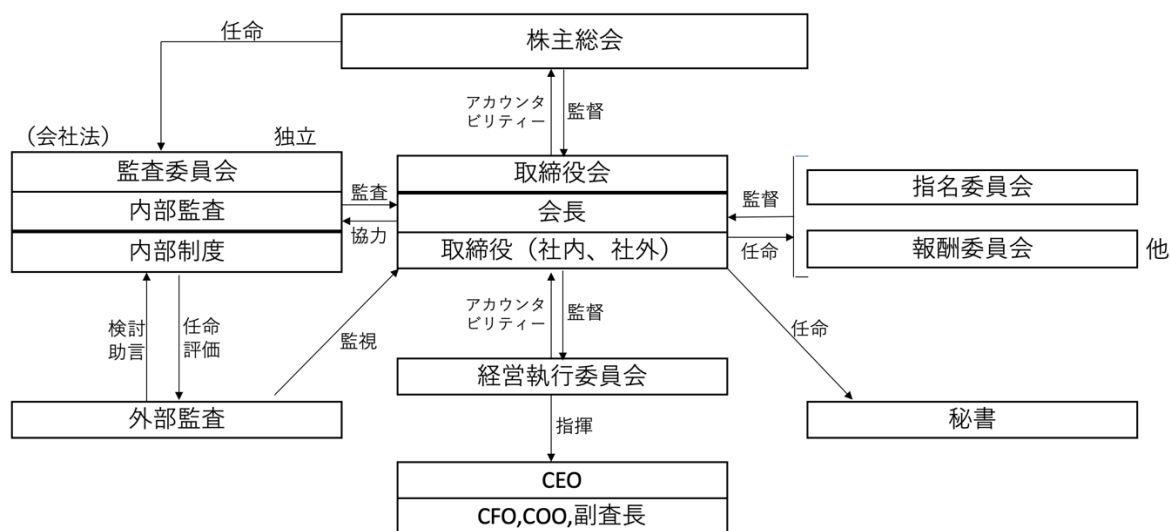
監査委員会については、会社法上、上場会社に設置が義務付けられている。また、多くの上場会社において以下の指名委員会と報酬委員会と監査委員会の3委員会が設置されている。

指名委員会：指名委員会は、取締役の任命・再任に関して検討し、毎年、年次報告書で、指名委員会の各委員に関する情報が公開される。指名委員会は、3名以上の取締役によって構成されなければならない、指名委員会の委員長を含め過半数は独立取締役でなければならない。

報酬委員会：報酬委員会は、全ての取締役と業務執行者の報酬の方針と報酬パッケージを策定し、毎年、年次報告書において報酬委員に関する情報を公開しなければならない。報酬委員会の全ての構成員は非業務執行取締役でなければならない、また報酬委員会の委員長を含め過半数は独立取締役でなければならない。

監査委員会：監査委員会は、会計監査人の任命・解任や報酬・任命期間に関して取締役会に勧告することである。監査委員会は、3名以上の取締役によって構成されていなければならない、監査委員会の委員長を含め全員または過半数は非業務執行取締役かつ独立取締役でなければならないとされる。また監査委員会では、少なくとも2名以上は財務経験を有した者でなければならない。

図表 50：シンガポール企業のガバナンス・モデル



出所：三和 (2016) p.108。

以上のような3委員会に共通することは、3名以上の取締役によって構成されなければならない、各委員会の委員長を含め過半数は独立取締役でなければならない点である。独立取締役の専門的スキルについて、2012年5月にシンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)はコーポレート・ガバナンス委員会によるガバナンス・コードの改正案を承

認し、役員研修ルールを強化することを公表した¹⁹⁰。また 1998 年にシンガポール取締役協会(Singapore Institute of Directors, SID)が創設されガバナンスの啓蒙教育と調査研究を実施している。SID は取締役教育に関して、シンガポール国立大学(NUS)や シンガポール経営大学(Singapore Management University : SMU)大学と提携する研修プログラムが開始されている。

2000 年代から、シンガポール証券取引所に上場する企業は、コーポレート・ガバナンスに関する情報を開示することが義務付けられるようになった¹⁹¹。そして、株主保有構造の視点からみると、株式持ち合いが多い。そして、シンガポールの上場会社では、同族会社や国有企業の子会社または関連会社が多数を占める。同族会社では、創業者一族が支配株主で、取締役会長や最高経営責任者を兼任することが多いため、株主総会と取締役会の経営意思が一致しやすく、取締役会の監査機能が強いと考えられる。また、国家資本主義のもとで、政府機関が支配株主となっている上場会社が多く、政府は上場企業への関与がまだ強いと判断される。市場を開放し、グローバル化を促進するため、コーポレート・ガバナンスなどの規定は国際基準による法制度が整備されている。そして、シンガポール金融市場は、アジアで重要なマーケットの一つである。だが、シンガポール企業では、政府と大株主（創業者とご家族）以外の利害関係者の利益への関心が弱い¹⁹²。

次の節では、同国で代表的な国有企業（Government Linked Companies）であるテマセク(Temasek Holdings)を事例として取り上げる。

2.3 シンガポールのテマセク社

国有企業の管理について、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二つのモデルを検討した。最終的にベトナム政府はシンガポールのテマセクのようなモデルを選び、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。ベトナムの国資企業のガバナンス制度を論じる前に、シンガポールのテマセクモデルを検討する。

2.3.1 テマセクとは

シンガポールは、数世紀にわたりイギリスの植民地下で東西貿易における中継貿易拠点として位置づけられてきた。1965 年独立後のシンガポール政府は雇用を確保するために製造業を促進し、運輸、造船などを中心に数多くの GLCs（Government Linked Companies：政府系企業）を設立した。1970年代初めから、GLCs の数が増加するに連れて管理が困難となった。そこで、1974年に財務省の傘下にテマセク(Temasek Holdings)が設立され、政府と GLCs との間の「仲介役」のような存在として位置づけられた¹⁹³。

テマセク傘下企業は、運輸、港湾、電力、空輸、金融、通信、造船などの GLCs である。

¹⁹⁰シンガポール金融管理局は、シンガポールの銀行、証券会社などの金融・証券会社の監督や通貨などの管理を行っている官庁である。

¹⁹¹三和 (2016)、p.113。

¹⁹²三和 (2016) pp.115-116。

¹⁹³中村 (2004)、p.55。

図表 51：テマセク社傘下企業（2018年3月末時点）

企業名	所有比率 (%)
金融サービス	
AIA Group Limited	3%
China Construction Bank Corporation	4%
DBS Group Holdings Ltd	29%
Industrial and Commercial Bank of China Limited	2%
Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.	2%
PT Bank Danamon Indonesia Tbk	54%
Standard Chartered PLC	16%
通信、技術	
CenturyLink, Inc.	10%
Singapore Technologies Telemedia Pte Ltd	100%
Alibaba Group Holding Limited	1%
Singapore Telecommunications Limited	52%
消費者、不動産	
A.S. Watson Holdings Limited	25%
CapitaLand Limited	40%
Olam International Limited	54%
Ascendas-Singbridge Pte Ltd	51%
Mandai Park Holdings Pte. Ltd.	100%
Mapletree Investments Pte Ltd	100%
SATS Ltd.	40%
運送、産業	
Keppel Corporation Limited	20%
PSA International Pte Ltd	100%
Sembcorp Industries Ltd	49%
Singapore Technologies Engineering Ltd	51%
Singapore Airlines Limited	56%
SMRT Corporation Ltd	100%
Singapore Power Limited	100%
エネルギー、資源	
Pavilion Energy Pte Ltd	100%
生命科学、農業	
Celltrion, Inc	13%
Celltrion Healthcare Co.,Ltd	11%

出所：テマセク（2018）¹⁹⁴。

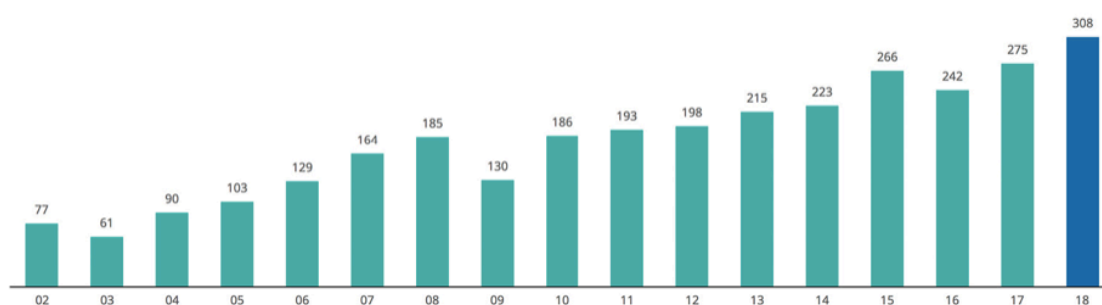
テマセクは設立時、シンガポール国内に限って投資を行った。2002年から、アジア地

¹⁹⁴テマセク（2018）“Temasek Overview 2018”、2018年8月8日にアクセス。

https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/our-financials/investor-library/annual-review/en-tr-thumbnail-and-pdf/Temasek_Overview_2018_EN.pdf

域の株式などへの投資も始まり、米州、欧州にも広げている。2018年3月末時点でのテマセクの運用資産残高は308億シンガポールドルで、2002年と比べ、約4倍と大幅に増加した。シンガポール以外のアジア地域の投資比率は41%（中国26%）、シンガポール国内は27%、その他の地域は32%を占めている。テマセクの運用資産残高と投資先は、下図の通りである。

図表 52：テマセクの運用資産残高



出所：テマセクのホームページ

図表 53：テマセクの投資先



出所：テマセクのホームページ¹⁹⁵

2.3.2 テマセクのコーポレート・ガバナンス・モデル

テマセクはシンガポール会社法（Companies Act）に基づいて設立され、シンガポール政府の資産を投資・管理する持株会社である。シンガポール財務省がテマセクの100%の株式を保有する。財務大臣は意思決定及び監督に専念し、テマセクは国有資産の投資・管理を行う。シンガポールの財務省傘下であるが、テマセクは政府機関ではない。

¹⁹⁵ <https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/portfolio-performance.html> 2018年8月8日にアクセス。

テマセクは、民間の株式会社と同じ、取締役会及び経営陣によって商業原則に基づき運営され、税金を払い、株主に剰余金の配当を行う。財務大臣はテマセク唯一の株主であるため、政府からの行政関与のリスクが大きい。そして、テマセクの最高責任者（CEO）は Lee Hsien Loong 首相兼財務大臣夫人の HO Ching である。政府からの行政関与のリスクを防止するため、財務大臣のテマセクにおける取締役の選解任に関して大総統の同意が必要とされている。そして、取締役会の会長と最高責任者（CEO）は分担されている。取締役会長は、全国労働組合会議中央委員会（National Trades Union Congress、NTUC）の元事務総長の LIM Boon Heng 氏で、最高責任者（CEO）は HO Ching 氏が勤めている¹⁹⁶。

また、テマセクはシンガポール会社法の定め、非業務執行独立取締役を中心に取締役会は構成されている。シンガポール会社法は独立取締役の設置を要求していないのに対し、コーポレート・ガバナンス・コードは取締役会メンバーの三分の一以上は独立取締役で構成されるべきであるとしている。また、会長がCEOを兼ねているなど強い利害関係を持っている場合に、取締役会メンバーの半分以上は独立取締役とすべきであると定めている。

独立取締役を中心に構成された取締役会はテマセクモデルにおける核心である。テマセクの取締役会を図表54で示す。

図表 54：テマセクの取締役会

氏名	国籍	
LIM Boon Heng 2013年8月より	シンガポール	全国労働組合会議中央委員会 (National Trades Union Congress、NTUC) の元事務総長
CHENG Wai Keung 2013年11月より	シンガポール	Wing Tai Holdings の創業者・会長兼社長
Bobby CHINNYC 2014年6月より	シンガポール	NTUC の副会長、Managing Partner of KPMG Singapore (監査法人)
FU Chengyu 2019年2月より	中国	China Petroleum and Chemical Corp (Sinopec) の会長
GOH Yew Lin 2005年8月	シンガポール	GK Goh Holdings の会長
HO Ching 2002年5月より	シンガポール	Lee Hsien Loong 首相兼財務大臣夫人
Stephen LEE CY 2017年7月	シンガポール	Singapore Airlines の会長
LEE Theng Kiat 2019年4月	シンガポール	Singapore Technologies Telemedia (STT) の会長兼社長
Robert NG CS 2014年6月	ホンコン	Sino Land Company Limited の会長
TEO Ming Kian 2006年10月	シンガポール	Vertex Venture Holdings Ltd. の会長
Peter RVOSEER	スイス	Royal Dutch Shell の社長

¹⁹⁶ https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-leadership.html#item-content-temasek-corporate-en-who-we-are-our-leadership-jcr:content-par-tabbed_content-tabbed_content_item-tabpar-gridtabs-item
2018年8月8日アクセス。

2015年1月		
Marcus WALLEMBERG 2008年7月	スウェーデン	Skandinaviska Enskilda Banken (スウェーデンの銀行)の会長
Robert B ZOELLICK 2013年8月	米国	World Bank Groupの前会長(年期2007-2012)

出所：テマセクのホームページ¹⁹⁷

テマセクの取締役会は民間企業から来た非業務執行独立取締役を中心とする13名(2018年3月末時点)で多国籍の取締役で構成されている。テマセクの取締役会をみると、「非シンガポール人」の取締役は5名である。

2.3.3 テマセクへの批判的な意見

シンガポールのGLCsは、国の経済において重要な役割を担う。以上のようにGLCsを管理するため、テマセクが設立されて、財務省とGLCsの間にある「仲介役」として機能している。テマセクは直接的にGLCsの企業経営に関与せず、株主権の行使により、GLCsに対する管理を行う。

財務省が100%テマセクの株式を保有するが、同機関は独立取締役制度を導入している。テマセクの独立取締役は、シンガポール民間企業の創業者や労働組合の会長や金融機関の会長などから構成されている。独立取締役制度により政府及びテマセクからの政治関与を防止するとともに、GLCsに対する効率的・効果的な監督を実現する。

一方、1997年に行ったアジア通貨金融危機の後で、テマセクなどの国有企業について批判的な意見が多く出てきた¹⁹⁸。例えば、第一に、国有企業は民間企業より政府からの支援を受けやすい。第二に、民間企業の投資機会を奪うことである。第三に、政府官僚と国有企業との癒着問題である。第四に、国有企業の情報開示が明らかにされない。第五に、国有企業の外国投資は自由経済諸国において、マイナスイメージであるという指摘がある。

3. 中国とシンガポールの比較

3.1 両国のコーポレート・ガバナンスの特徴

菊澤研宗(2004)は経済発展過程における東アジア諸国の政府によるコーポレート・ガバナンスに注目し、これは以下の三つの政府と企業のスタイルに分けられると主張している¹⁹⁹。①政府による市場型コーポレート・ガバナンスである。政府が企業を直接指導するのではなく、政府はできるだけ多数の企業が自由に市場取引できるようにさまざまな制度を形成し、市場が失敗しないように統治するスタイルである。②政府による組織型コーポレート・ガバナンスである。政府が直接的に企業を統治するスタイルである。このような政

¹⁹⁷ https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/our-leadership.html#item-content-temasek-corporate-en-who-we-are-our-leadership-jcr:content-par-tabbed_content-tabbed_content_item-tabpar-gridtabs-item10 2018年8月15日にアクセス。

¹⁹⁸ 楊(2017)「中国国有企業ガバナンス改革の視点—シンガポール・テマセクモデルを参考に—」、pp.91-122。2019年12月5日にアクセス。 <http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/81009962.pdf>

¹⁹⁹ 菊澤(2004)、p.55。

府ガバナンスのもとでは、企業は政府の命令に従って絶えず組織的に行動する。③中間的なハイブリッド型コーポレート・ガバナンスである。政府が状況に応じて市場フレンドリーな統治を行ったり、組織的な統治を行ったりする方法である。このような政府ガバナンスのもとでは、企業の経営活動は経営者に従って行動するが最終的には政府が介入する。

中国国有企業のコーポレート・ガバナンス形態は組織型コーポレート・ガバナンスだと考えられる。社会主義を維持している中国の場合、国家所有または集団所有という公有制が重視されるため、国の経済に占める国有企業の割合が極めて高い。90年代以降、中国国有企業の株式化が促進され、企業の出資形態も転換されたが、企業への政府の関与が強い。

民営化されたものの多くの株式を政府が保有している企業では、取締役会において直接的に経営上、意思決定に政府が関与することが多い。また、民間企業でも、共産党末端組織を作ることが多い。『中国共産党規約』第29条では、「正式党員が3名以上いるところには、すべて党の末端組織を作るものとする」と記されている。以上のことから、中国企業の主な特徴として、政府からの関与が強いことが指摘できる。

一方、1978年の改革開放の後で、設立した中国企業の創業者が現在の経営者として勤めることも多く、創業者の持株比率が高い。そのため、中国民間企業のもう一つの特徴は、所有（株主）と支配（経営）がまだ分離されていないことである。

シンガポールの場合は、中間的なハイブリッド型コーポレート・ガバナンスだと考えられる。政府は企業への関与が強いが、企業を直接指導するのではない。シンガポール政府は国有企業の株主となり、その権利を行使することで企業に影響を与えることができる。

シンガポールにおいて、株式の公開性の視点から企業を私企業と公開企業に分類できる。株式会社の99%以上が私企業であるが、ファミリー企業や国有企業の子会社または関連会社の形態が多い。独立国家としての歴史が60年しか経っていないシンガポールでは、設立した会社の創業者が現在の経営者として勤める会社も少なくない²⁰⁰。これら多くの企業では、創業者一族が支配株主で、取締役会長や最高経営責任者を兼任することが多く、株主総会と取締役会の経営意思が一致しやすく、取締役会の監査機能が強いと考えられる。

両国における国有企業の管理制度について、中国では、国有企業を管理するため、国有資産監督管理委員会が設立され、出資者（株主）や監督者（行政機関）として機能している。シンガポールの国有企業の管理制度モデルと異なるところは、中国の委員会モデル（行政経済管理）が国を代表して国有企業の経営に関する決定的な権限を有しているだけでなく、国有資産監督機関として国有資産を監督する権限も有していることである。

3.2 独立取締役制度の導入

3.2.1 中国

中国では、上述したように企業の監査・監督機能の強化を目的として独立取締役の設置が義務付けられた。1997年に、中国の証監会が上場企業のガイドラインの第112条に「必要に応じ独立取締役を設置することができる」と明記した。そして、1999年に公布されたものでは、「外部取締役が取締役の過半数、そのうち2人以上の独立取締役の設置」と記している。2001年には、証監会が「上場企業における独立取締役制度の導入に関する指導

²⁰⁰三和（2016）、p.115。

意見」を公布し、独立取締役の設置が義務付けられるようになった。2002年の「上場企業における企業統治準則」では、企業の取締役会の各専門委員会の委員長は独立取締役が担当することを義務付けた。2005年の公司法（会社法）では、3名以上の独立取締役の設置、そのうち1人が会計士でなければならない。また、社会取締役の構成について、独立取締役の割合は3分の1以上を占めることと独立取締役が監査委員会の委員長を務めることを求める。

3.2.2 シンガポール

シンガポールでは、2001年3月21日に最初のコーポレート・ガバナンス・コードが公表された。2012年版のコーポレート・ガバナンス・コードの主な項目は以下の通りであり、それぞれ、原則(principles)とガイドライン(guideline)から構成される。

図表 55：シンガポールのコーポレート・ガバナンス・コード（2012年版）

取締役会	取締役会による業務の遂行 取締役会の構成とガイダンス 議長および最高経営責任者 取締役会メンバー 取締役会の業績 情報へのアクセス
報酬	報酬に関する方針の策定手続き 報酬の水準と構成 報酬の開示
説明責任と監査	説明責任 リスク管理と内部統制 監査委員会 内部監査
株主の権利と責任	株主の権利 株主とのコミュニケーション 株主総会の実施
コーポレート・ガバナンス体制の開示	

出所：金融庁（2014）、2020年3月19日にアクセス。

(<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20141020/11.pdf>)

この独立取締役に関しては、2012年のコードのガイドライン2.3において、次のように規定している。「独立取締役」とは、経営者が会社利益のために独立した経営判断を行使する上において、会社、関連会社、10%以上を保有する株主、またはその役員との間に妨げるになる関係、または合理的に妨げると認識される関係がない取締役を指すと規定されている。

また、取締役が独立性を欠いていると思われる事例として、(a) 取締役が当該事業年度か、過去3年以内に当該会社、または関連会社に雇用されている場合、(b) 取締役の近親者が、当該事業年度か、過去3年以内に当該会社、または関連会社に雇用され、報酬が報酬委員会で決定している場合、(c) 取締役またはその親近者が、事業年度もしくは直近の

事業年度に、取締役の報酬以外に、サービス提供の対価として多額の報酬を会社、もしくは関連会社から受け取った場合、(d) 取締役が次に該当する場合、(i) 取締役が当該事業年度、または直近の事業年度において、または(ii) 取締役の親近者が事業年度、または直近の事業年度において、ある組織の10%の株式を保有する株主かパートナー、業務執行取締役または取締役であり、事業年度または直近の事業年度において、会社がその組織または子会社に多額の支払い、または重要なサービスを提供し、またはそれを受けた場合、(e) 取締役が会社の10%株式を保有する株主、または親近者である場合、(f) 取締役が当該事業年度、または直近の事業年度に10%株式を保有する株主と直接の関係を有している場合が示されている²⁰¹。

2012年の年のコードのガイドライン2.1において、独立取締役の取締役会における員数については3分の1という基準が維持された。中村(2017)は、アジア地域での包括的コーポレート・ガバナンスに関する調査の報告書の検討を通じてシンガポール企業におけるガバナンスの実態の変化について次のように主張している²⁰²。シンガポール上場企業の中で、2013年との比較で、2015年に代表独立取締役導入は35.2%から53.8%、非独立非業務執行会長導入は15.4%から18.2%に増加した。また取締役就任期間の制限は0.8%から4.1%、取締役人数の制限は3.2%から24.7%に増加し、反対に真に独立性が高い独立取締役が取締役会議長を務める割合は16.9%から14.6%に減少した。調査の結果からみると、シンガポール企業において、独立取締役制度の導入は増加している。また、上記の説明の通り、多くの企業では、創業者一族が支配株主で、取締役会長や最高経営責任者が兼任することが少なくないことから、独立取締役の取締役における構成員数については3分の1という基準が維持されるが、独立取締役の監督機能は期待されていないと考えられる。

本章では、中国とシンガポール国有企業のガバナンスモデルを取り上げた。シンガポールと中国では、1980年代以降、国有企業の民営化・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」委員会または会社に任せ、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。シンガポールは政府系のファンドで、国有企業を管理する機関で、国有企業の所有権を有する株主である。政府がファンドの全株式を保有するが、政治関与を防止するため、同機関は独立取締役制度を導入している。

中国の場合、改革開放を実施したあとで、国有企業では「党政分離」及び「政企分離」が促進されている。国有企業の外部監査・監督制度について、政府傘下の国有資産監督管理委員会(国資委、SASAC)という「専門」委員会によって分担されている。国資委は会社ではなく、政府の機関で、国有株主を代表して国有企業を支配する責任を有し、資産管理、人事などの重要経営事項についても監督・管理することになっている。

ベトナムでは、1986年にドイモイ政策を実施してはじめた。1990年代に入ると、国有企業の株式化とともに、国有企業の民営化もベトナム政府の課題になった。2005年にベト

²⁰¹金融庁(2014)、pp.4-5。

²⁰²中村(2017)、p.62。

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。国資企業では、国家資本の「管理」と「投資」のため、ベトナム政府は、シンガポールのテマセクモデルを選び、2005年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。SCICは、国内民間企業と同じ、取締役会及び経営陣によって商業原則に基づき運営され、税金を払い、株主に剰余金の配当を行っている。

ベトナムでは、政府系のファンドというモデルを採用したため、国内外の投資家が国有企業の株式に投資し、国有企業の民営化が順調に進んでいると考えられる。次章では、ベトナム国有企業の民営化・株式化の過程について取り上げる。

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

1986年まで、ベトナムの経済制度は社会主義の計画経済制度であった。社会主義の計画制度の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制である。そして、主な企業形態は国有企業で、私有制や外資系企業は認められていなく、株式会社や証券取引所などの概念は依然として存在しなかった。本章では、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスを論じる前に、ベトナム民間企業の誕生あるいは国有企業の民営化への歴史と変貌を明らかにする。

ベトナムの国有企業の改革（民営化・株式化）について、二つの段階に分けることができると考えられている。具体的に、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、従来までの経営と所有の一体化から、「経営」と「所有」の分離が見られるようになった。1995年以降の段階は「国有企業」から「国資企業」（民営化・株式化）への部分的変化である²⁰³。1996年5月7日にベトナム政府は「国有企業の株式についての規定」という28/CPを発効し、「国有企業」の株式化が促進させられた。国有企業は国有という名称から「国資企業」と称するようになった。

また、国資企業を管理・監査している制度について概説する。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。国資企業では、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二つのモデルを検討したことがあり、最終的にシンガポールのテマセクのようなモデルを選び、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(SCIC)を設置した。

第4章では、ベトナムにおける「国営企業」から「国資企業」への経緯と国資企業の新たな国有資産管理体制を取り上げる。

1. ベトナム国有企業の理論

1.1 国有企業の意義

国有企業（State Owned Enterprises、SOEs）は原理的には、「全民所有制企業」と呼ばれていたように、全民によって所有されているものである²⁰⁴。全民を代表する国ないし政府は国有企業の「所有権」を属し、企業を支配している。山本（1974）は国有企業ではなく、公企業という言葉を使い、「公企業は、政府活動の一環としておこなわれるものであるから、その経済行為は、民間企業と異なってそれ自体の利潤を目的としたものではなく、一定の行政目的を遂行するという役割をもっている」と主張している²⁰⁵。

²⁰³本研究の序章の定義した通り、国家が100%所有する企業を国有企業と呼ぶ。株式会社制度を導入した国有企業は国資企業と定義する。

²⁰⁴全民とは、全ての国民という意味である。「全民所有制企業」とは、生産手段すなわち土地、資源などの所有が全社会成員の共同所有に属する。

²⁰⁵山本（1974）、p.172。

そして、国の政治制度あるいは経済制度に関係なく、社会主義の経済体制でも、資本主義の経済体制でも国有企業は存在し、重大な役割を担っている。社会主義では、基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制で、主な企業形態が国有企業である。

資本主義経済では、基本的生産要素が私的所有で、私企業の利潤追求活動は中心的な位置づけ・役割を与えられている。だが、私企業が活動できない、あるいは採算的低層領域において、公企業の活動が必要である²⁰⁶。

国有企業の必要性の根拠・役割について以下の点が挙げられる²⁰⁷。

第1に、国有企業には資本市場の失敗を回復させるという役割がある。市場の失敗とは、市場や価格メカニズムを通じては社会的に望ましくない資源配分がなされることを指し、それはおもに外部性、公共財、自然独占、情報の非対称性によって生ずる。

そのような産業や分野においては市場や民間が適切に資源を配分することができないために、政府にかわって国有企業・事業がその責任を負う。そして、公益性論によると、非国有企業は私的利益だけを目的にするが、国有企業は公共の福祉のために行動し、社会正義のために民貧困地域ならびに遠隔の地などに投資する役割があると考えられる。

第2に、国有企業が国民生活を支えるための役割である。規模の経済の考え方によると、規模が求められる産業や分野では企業規模はますます大きくなる。それゆえ、少数の大型国有企業が小さな民間企業にかわってその産業や分野を支配するのは当然であると考えられる。それを自然独占と呼ぶ。例えば、電気と水道の分配システムである。大量生産すれば、コストが下がり、その分サービスを安く提供できるようになり、最終的に消費者が利益を得る。

第3に、キャッチアップ工業化＝国家主導の工業化論である。貧しい途上国が先進国に早く追いつこうとすると、国家が主導する工業化戦略が必要であり、そのためには民間企業ではなく国家の政策をより直接的に実施できる国有企業が必要であるとされた。とりわけ、インフラや鉄鋼、化学など、重工業に対して国家が直接投資したいという強い意欲を途上国の指導者たちは抱いている。そのためには、多額の資本が必要であり、さらにリスクが高い生産分野に対して資本市場を通じて民間の資金を供給することは非常に困難である。多くの場合、国家が経済発展するために、各国政府は、経済全体に大きな影響を及ぼす業界に投資する国有会社を設立する。例えば、ブラジル政府が航空機製造業の発展のため、エンブラエル（EMBRAER）という国有会社を設立した。また韓国の鉄鋼業の裾野産業を発展させるため、韓国政府はPOSCO（Pohang Iron and Steel Company）という国有企業を設立した。

最後に、国有企業は国内市場需給調整あるいは価格管理政策という役割を担っている。

1.2 ベトナムにおける国有企業の存在理由

本項では、国有企業が様々な形での優遇措置を受けている要因を明らかにする。

²⁰⁶安藤（1989）、p.78。

²⁰⁷「中国国有企業」<https://kotobank.jp/word/国有企業%20中国%29-1736547> 2018年8月8日にアクセス。

1980年のベトナム社会主義共和国憲法(1980年憲法)によれば、国家は、非社会主義的経済セクターを指導・利用及び変革し、生産資材に関する社会主義的所有制度を設立し、強化し、全国民所有に属する国営経済セクター及び労働人民の集団所有に属する合作社経済セクターからなる国民経済を構成することを目指す²⁰⁸。そして、国営経済は国民経済において主導的な役割を持ち、優先的に発展させられる²⁰⁹。

1990年代に入ると、ベトナムでは、国営経済セクターと集団経済セクターの他に、私人経済セクターも認められるようになったが、高度経済成長志向のため、ベトナム政府は工業化戦略を選択し、大規模な国有企業グループを形成した。

ベトナムの工業化路線について、1994年1月の共産党第7期中間会議において「工業化・近代化」という新たなスローガンが掲げられ、同年の7月に共産党中央執行委員会は、「資本を集中し、内外市場で競争力を有する大規模経済組織の形成」という政策を公布した²¹⁰。その後、1996年の共産党第8回全国大会で、2020年までに工業国になるとの目標が決定された。第8期(1996~2001年)において、国有企業の株式化が進展し、国有会社法が公布され、その結果、大規模国有企業グループが形成された。共産党中央執行委員会の政策を展開するために、ベトナム政府は政府議定90号、91号を公布し、国有企業グループを設立した。政府議定91号によって設立された国有企業は、垂直型企業グループと呼ばれ、これらは電力、石油、石炭、セメント、海運、造船などの分野である。

また、1995年に国会で採択された国有会社法では「国有企業とは国家の委託した経済・社会目標実現のため、国家が投資し、設立し、管理し、経営もしくは公益活動を行う組織」と定義された²¹¹。

2011年の第11回共産党全国大会において、工業化路線の修正が加えられた。それは、経済構造の質的向上を模索し、高度人材の育成とハイテク、バイオなどの高付加価値産業の発展を軸とした。そして、2016年の第12回共産党全国大会では、特に大きな方向転換はなく、第11回党大会を継承する形になっていた²¹²。

つまり、国家が経済発展するために、ベトナム政府は、経済全体に大きな影響を及ぼす業界へ投資する国有企業を設立した。国有企業が様々な形での優遇措置を受けているのは、共産党の工業化戦略の担い手だからである。高度経済成長志向のため、今後、ベトナムでは国有企業は様々な形での優遇措置を受け続け、重要な地位を占めると考えられる。

以上のような存在理由も考えられるが、一方で国有企業の必要性の根拠・存在理由の懐疑的な面も指摘されている。具体的には以下の通りである。

第1に、市場が失敗する領域が技術革新によって大きく狭まった結果、多くの分野に民間企業が参入できるようになり、国有企業である必要はなくなってきた。例えば、約20年前のベトナムでは、通信事業はかつて国家が独占的に経営していたが、最近、多くの民間

²⁰⁸ グエン・ドゥック・ヴィエット (2017)、p.7。

²⁰⁹ ベトナム国会、1980年憲法の第18条。

²¹⁰ 石田(2008)、p.28。

²¹¹ 大西(2013)、p.108。

²¹² 田中(2018)、p.112。

企業が参入できるようになり、ベトナム郵政通信グループ（VNPT）などの国有企業が独占する必然性はない。

第2に、先進国に早く追いつこうとするため、インフラや鉄鋼、化学などの重工業に対しては国家が直接投資した国有企業は必要であるとされた。だが、民営企業が大きく育ってくると、その役割を民営企業が担うことができるようになっていく。

そして、ベトナムでは、様々な面で優遇されてきた国有企業は何度も国民車に挑戦しながら失敗を繰り返してきた。その後、民間企業のスアンキエン自動車は国産ブランド車の生産に挑戦したが、資金不足などを理由に公式に販売できず、約5年間、事実上計画を中止した。スアンキエン自動車のブイ・ゴック・フエン会長は「国産車への支援が少なすぎる」との不満を漏らしていた。政府との共同歩調が取れなかったことも、失敗の原因の一つとみられていた。だが最終的に、ベトナム初の国産ブランド車を生産するのは、民間企業のビングループ傘下のビンファスト（VinFast）であった。同社は2018年に国産ブランド車であるビンファスト LUX SA2.0 やビンファスト LUX2.0 ならびにビンファスト Fadil などの製造・販売に乗り出すことに成功した²¹³。つまり、重工業などの分野でも、国有企業の参入が必ずしも必要なくなったのである。

第3に、キャッチアップ段階には国有企業が必要であるという発展段階論にも懐疑的な面が存在する。事実、韓国や台湾ではキャッチアップ段階にあたる開発独裁時期には数多くの国有企業を抱えていた。だが、国有企業でなければ途上国の急速な工業化という政策課題を達成できないわけではない。そのため、国有企業である必要はない。

最後に、国有企業は非国有企業より経営・生産効率が低い、資本市場において有利な立場にある²¹⁴。たとえば、商業銀行のほとんどを占める国有銀行による融資は国有企業を

²¹³【日経テレコンの記事より】「ベトナム、国民車構想発進、ビングループ、年産能力25万台、政府庇護、日本勢と攻防」（2019.6.15）

²¹⁴今井・渡辺（2006）は国有企業の非効率性の要因を以下のように主張している。第1に、経営自主権とインセンティブの不足である。国有企業の監査、監督規制によって、経営者は効率的な経営を行うために必要な意思決定権を与えられないことが多い。そして、国有企業の経営者・従業員の報酬と経営業績の関連性が薄く、インセンティブが弱い。第2に、ソフトな予算制約である。ソフトな予算制約はハンガリーの経済学者・コルナイによって提唱された。コルナイの研究の焦点は、計画経済であった社会主義諸国の非効率を説明するための根拠としてあげたものであった。谷口（2016）はソフトな予算制約は計画経済体制の最も重要な遺産の一つと述べる。ソフトな予算制約とは損失を出した企業に対して国家がその存続のために救済する制約である。非効率な企業に対する支援は、補助金、税金の滞納、企業間の支払の滞納、銀行へのローンの延滞などである。社会主義崩壊後の移行経済となって、ソフトな予算制約の伝統的な形式は任意の価格形成や補助金といった暗黙の方法よりも新しい方法で与えられようになった。第3に、政策的任務の負担である。国有企業は特定産業の振興や採用の安定など、政策的な任務を担っている。以上の三つの要因は互いに独立ではない。国有企業は政策的任務を負担するため、ソフトな予算制約が不可欠である。だが、補助金の浪費を防ぐため、国有企業の経営の自主権は制限される。また、国有企業の存在の目的は収益追求ではないから、国有企業の経営者・従業員の報酬と経営業績の関連性が高い報酬制度を採用することは簡単ではない。最後に、公的所有の非効率性である。アルキアン（Alchian, 1965）は企業の公的所有と私的所有の本質的な相違が持分（株式）の自由な譲渡ということだと主張している。具体的には、株式を自由に取引すれば、企業の経営に関与する能力と意欲がある主体が集まり、企業所有の効率

優先している。トラン・ヴァン・トゥ（2016）によると、約95%を占めている民間企業は30%しか信用が供給されていないと論じている²¹⁵。

2 計画経済期の国営企業とドイモイ政策に至る経緯

2.1 計画経済期の国営企業

社会主義の経済体制は、中央集権的計画経済システムが最大の特徴であった。計画経済では、国営企業の「一元化管理」、製品の「統購統販」²¹⁶と、計画による経済運営、財政の統収統支、終身雇用などのことが実行されていた。

2.1.1 計画経済とは

計画制度の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制で、外資企業と民間企業の経営が認められなかった点にある。基本的生産手段が国家所有または集団所有という公有制であり、個人の私的所有権は認められない。上記のとおり、1980年憲法によれば、国営経済は国民経済において主導的な役割を持ち、優先的に発展させられる²¹⁷。国家の中央計画当局が計画的に「資源配分」を行い、経済は計画化されていた²¹⁸。つまり、経済的活動は中央計画当局の計画によって決定された。

社会主義経済は次の4つの点によって特徴づけられる。①指令・計画に基づく経済運営、②重化学工業化を重視する「生産力」の発展、③国営企業・合作社の建設を中心とする公的所有形態の確立、④労働に応じる成果の分配である²¹⁹。

また、トラン（1996）は、社会主義の計画経済期の国営企業の特徴について、以下のよう
に主張している²²⁰。

第一に、製品価格や販売先に関して、現在の内閣の計画投資省のような機関が定めるように、自由に販売先を選ぶことができなかった。商品価値は市場のニーズではなく政府によって決定された。

的な配分が実現する。だが、国営企業は定義上国民全員のものであり、個々の国民が自らの持分を売却することができない。そして、個々の国民の持分は小さいから各人は国営企業の効率改善への努力が欠けてしまう。

²¹⁵トラン（2016）、p.169。

²¹⁶ 社会主義の「統購統販」（統一買付、統一販売）とは、すべての品物が国家（政府）の指定した買付け部門へ売り渡され、政府の管轄下に置かれた国営企業で加工され、国営商店を通じて国民へ販売されていくというシステムであった。

²¹⁷ ベトナム国会、1980年憲法の第18条。

²¹⁸1980年憲法によれば、各国営経済組織は国家計画の方針、任務に従い活動し、経済会計制、所長制及び個人責任制を実施し、商品の質、役務の質及び経済効果を向上させ、節約をし、国家及び企業の業績を確保し、国家財産を厳密に保全し、工員・職員の勤務条件および生活を改善することに力を尽くすことを目指す。（第22条）

²¹⁹トラン・ヴァン・トゥ「ベトナムの移行経済:移行特徴とその成果」、2020年3月20日にアクセス。
http://www.f.waseda.jp/tvtttran/jp/jronbun/j02may_vietnam_ikou.pdf

²²⁰トラン（1996）、pp.67-83。

第二に、国営企業で働いた人々は熟練・技能や業績とは全く無関係に平等な賃金が支給される状態になっていたことである。国営企業は余剰労働力の処理ができず、従業員に対する社会的責任や福祉サービスなどの義務を負うため、コスト負担が高いために、経営活動の効率性が低かった。

第三に、国営企業の経営者はほとんど国家の各機関の公務員出身であり、経営活動に関して政府の方針に従い、政府の保護を受けるため、企業がバナンスにおいて独立性や機動性などが欠如していたことである。トラン(2015)によると、国営企業の取締役になっても政府の官僚のように行動することが多い²²¹。

2.1.2 国営企業の「一元化管理」

社会主義の計画経済期における国営企業の特徴を図表56に示す。

図表 56：社会主義の計画経済の特徴



出所：筆者作成

計画経済は政府（中央計画当局）、国営企業、家計の経済主体から構成される²²²。企業と消費者は国家の計画どおりに生産及び消費をした。

(ア) 中央計画当局は消費者のニーズ、資材、機械、労働量、生産能力、過去の生産実績、資源の量などについて「完全な」情報を保持していると仮定した。中央計画当局は保持している「完全な」情報に基づいて国営企業に対して「直接計画」または「指令的計画」を与えた。1986年までに、中央政権（ベトナム共産党と政府）の五カ年計画²²³では、国営企業の設備投資、特に中規模以上の企業について投資の計画、審査、許認可などの権限が中央政府に一元的に集約化された。

(イ) 国営企業の資材は、国家から供給された。計画経済の基本的な質としては国営企業間競争が存在なく、企業の取引先が政府によって決定された。

²²¹Tran (2015)、p.100.

²²²菊池「集権的計画経済における生産決定の仕組み」、2020年3月25日にアクセス。

<http://www2.econ.tohoku.ac.jp/~kawabata/introcent.htm>

²²³ベトナム社会主義共和国ではソビエト連邦に倣って五カ年計画が導入された。五カ年計画（社会経済開発五カ年計画、Five-Year Plans）とは、共産党の全国大会で承認された文書である。主な内容は以下のよう示す。（1）全体目標（2）経済指標（3）社会指標（4）環境指標など。

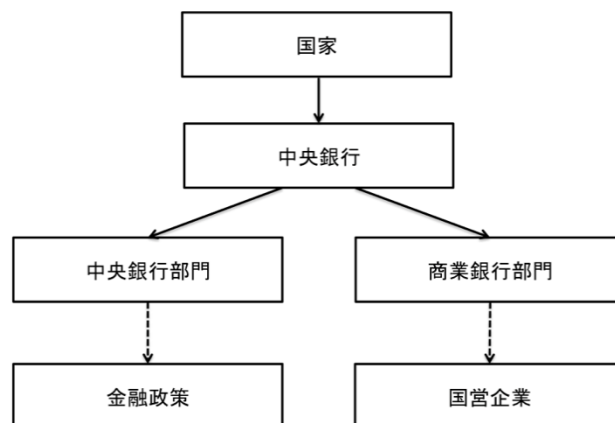
(ウ) 国営企業で生産できた物は国家に渡って戻った。国営企業で生産できた物が政府の指定した買付け部門へ売り渡され、政府の管轄下に置かれた企業で加工され、国営商店を通じて国民へ販売されていくという仕組みであった。また、国営企業は、価格を通じて消費者の需要と供給の調整もできなかった。これは、国家の「統購統販」システムと呼ばれていた。

(エ) 国家は計画的に配分を行なった。国家は国営企業に対して財政の統収統支が行なわれた。国営企業は、政府の経済計画に基づいて生産活動を行い、そこで得た利潤を財政に全額上納させた。企業の経済活動に損失が発生した場合、財政で補填されることになっていた。

2.1.3 国営企業の資金供給

国営企業の資金供給について、計画経済の金融制度はモノバンク・システムである。モノバンク・システムは、中央銀行、商業銀行の機能を組み合わせ、単一の国営銀行として構成されていた。中央銀行が政府計画に基づく資金供給を国有企業などに向けて行っているシステムである。中央銀行はマクロの金融政策を担当しながら、政府計画に基づく資金供給を国有企業などに向けて行う。

図表 57：計画経済のモノバンク・システム



出所：野村総合研究所（2009）、トラン（1996）より筆者作成

つまり、中央銀行であるベトナム国家銀行が一元的に金融制度全体を運営したのである²²⁴。銀行システムも国家の計画により国有企業に資金供給を行い、国有企業の借り手と中央銀行の貸し手との関係が存在するが、融資の審査と融資決定は銀行ではなく国家の意思によって調節された。

²²⁴野村総合研究所（2009）、p.33。

2.2 1986年のドイモイ政策に至る経緯

一般的に1986年12月の第6回党大会において、ドイモイ²²⁵政策が宣言されたとされている。ドイモイ政策に至る経緯を以下のように整理した。

ベトナムは、1945年に独立を勝ち取り、社会主義国家を建設する道を選択した。

1954年のジュネーブ協定によって南北に分断されたベトナム北部ではじまった社会主義的改造は、ソ連スターリン時代に形成された社会主義陣営の「普遍モデル」が採用され、農業集団化と配給制度を軸とする「貧しさを分かちあう社会主義」と呼ばれていた²²⁶。

1975年のベトナム戦争終結後、外国からの無償援助に依存していた配給制度は、その援助が途絶えたことにより制度を維持することができなくなってきた。しかし、ベトナム共産党は、社会主義へ進む道を選び、経済発展戦略として間違った政策をとったことから、1980年代時点でベトナムは最貧国になっていた²²⁷。

1986年のドイモイ政策のきっかけは、70代後半のホーチミン市での食料不足であり、1985年10月には年率700%という超インフレが発生した²²⁸。このため、1986年12月から開催された第6回党大会において、計画的・集中的・官僚主義的・分配的経済体制の下で10年間にわたり行われた経済社会発展戦略は成功せず、むしろ大きな障害になるという認識から、「ドイモイ」が提起された。以上がドイモイ政策に至る経緯である。

ベトナムは1986年に「ドイモイ」政策を実施して、社会主義の計画経済から社会主義志向の市場経済への転換を開始し、経済開放・自由化を進め、急速な経済発展を遂げてきた。国営企業を国家経済の重要な基盤とする体制を維持してきたが、国営企業に対する国の出資形態は変化してきている。資本給付から投資になり、所有と経営が分離された²²⁹。そして「国営企業」から「国有企業」に変わったのである。

3 経済刷新と国有企業の民営化

3.1 1986年の経済刷新

上述したように、1986年までに、ベトナムの経済制度は社会主義の計画経済制度であった。社会主義の計画制度の特徴は基本的生産要素が国家所有または集団所有という公有制である。そして、主な企業形態は国有企業で、私有制や外資系企業は認められていなかった。1986年の経済刷新によりベトナムの経済制度は変化し、旧体制の主な企業形態である国有企業改革は市場経済移行期の重要な部分を構成していた²³⁰。新たな経済体制で所有権と経営権の分離が始まり、国有企業は多くの経営管理について主権が与えられるようになった。

²²⁵ ドイモイとは、日常使われている生粋の二つのベトナム語、「đổi」（変える）と“mới”（新しい）を組み合わせた単語である。

²²⁶ 田中(2018)、pp.109-119。

²²⁷ グエン・ドック・ヴィエット（2017）、p.6。

²²⁸ 田中(2018)、pp.109-119。

²²⁹ 2003年10月に開始されたベトナム共産党第9期第3回中央委員会総会の決議。

²³⁰ 白石（1993）、p.55。

90年代に入って国有企業の改革、外資の誘致、民間セクターへの開放がベトナム政府の三つの課題となった。しかしながら、民間セクターに経営活動への参入権を与えても、実際の法制度（憲法、法律システム）は自由市場活動を保証せず、市場に対する政府の支配権を保存するものであった²³¹。

2000年代以降ベトナム政府は国際貿易機構(WTO)への加盟交渉を促進し、WTOのルールや国際基準などに基づく競争法や投資法ならびに会社法などの法制度を整備した。最終的にベトナムにおける国有企業、外資企業、民間企業は同じ条件かつ競争的市場で営業するようになった。新たな時代に入って、国有企業の経営効率化とコーポレート・ガバナンスの問題が注目されるようになってきたのである。

経済制度の変化のため、旧体制の国有企業改革は市場経済移行期の重要な部分を構成していた。社会主義の指令経済制度の下で国有企業経営は、利益追求のインセンティブを無くし、国家財政を疲弊化させる一因となっていた。経済移行期においては、新たな経済体制における所有権と経営権の分離が始まり、国有企業は国家から経営及び管理の権限を与えられた。

図表 58：ドイモイ路線下で推進されている主な路線

経済分野	政治分野	外交分野
<ul style="list-style-type: none"> ・経済アクターの多様化:私営企業、外国企業も正式な経済アクターとして認知 ・外国直接投資の積極的誘致、導入 ・国有企業改革:整理再編、株式化 ・金融制度改革:財政と金融分離、専門銀行の設立 ・国際経済への参加:AFTA加盟、WTO加盟 	<ul style="list-style-type: none"> ・国会、人民評議会(地方議会)の活性化 ・行政改革:国家機構の見直し、行政手続改革の推進、幹部の訓練 ・育成 ・民意への配慮:基礎における民主規則、請願 ・告発法の実施 	<ul style="list-style-type: none"> ・全方位外交の展開:経済開発に集中できる環境作り ・積極的な国際参入:1995年のASEAN加盟、1996年のASEAN自由貿易地域(AFTA)、2005年のASEAN・中国自由貿易地域(ACFTA)、2007年のASEAN・韓国自由貿易地域(AKFTA)、2008年の日・ASEAN包括経済連携協定(AJCEP)などの協定。現在、米国を除いた11カ国で早期発効を目指している環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定(CPTPP)の参加。

出所:寺本(2007)²³²、グエン・ドゥック・ヴィエット (2017)²³³、田中隆 (2018)²³⁴より筆者作成。

3.2 経済移行期における国有企業の特徴

経済移行期における国有企業の特徴として以下のことが挙げられる。経済移行期では、自主権の付与、ソフト予算制約からハード予算制約への段階的シフトが主要な内容であった。ドイモイ後、企業の責任と権限が大幅に増加した。政府は国有企業への物資・原材料供給、契約に基づく売買制度を規定した。政府の物資、原材料の供給も限られ、企業は不足分を市場で調達しなければならなくなった。そのため、ドイモイ後、ベトナムでは国有企業の自由な経営活動に任せることになった。

²³¹ド(2010)、pp.8-11。

²³²寺本(2007)、pp.1-12。

²³³グエン・ドゥック・ヴィエット (2017)、pp.11-12。

²³⁴田中(2018)、pp.109-119。

また、ドイモイ後、労働市場も変化した。計画経済には国有企業では就職すると終身雇用が保証されたが、1986年から有期労働契約を結ぶ制度が実施された。また、労働者の賃金に関して、従来のように無原則で平等な賃金が支給されるのではなく、賃金の支払い方法などについても企業が選択できるようになった。

トラン(2012)は、経済移行期における国有企業について論じる際、下記のように論じている²³⁵。① 製品価格や販売先に関しては、国家の計画で定める割合を徐々に減らし、自由に販売先を選ぶことができ、価格も自由に設定できるようになった。② 企業は企業内の労働力の配置転換や賃金などの労務的自主権も与えられた。③ 計画経済の時代には、国有企業の利潤は全て政府の財政収入となったが、国有企業に財政的な自主権も与えられるようになった。企業は資産を部分的に売買したり、賃貸したりすることができるようになった。④ 国有企業の投資資金は、原則として銀行から調達しなくなってきた。

3.3 ベトナム国有企業改革の目的

ベトナム国有企業改革の目的について論じる際、石田(2008)は二つの目的を主張している。第1に、所有と経営の分離を通じた企業統治構造の変化である。第2に、強力な国有企業グループの形成である。

前者については、所有と経営の分離を通じ、企業統治構造は変化してきた。所有と経営の分離は、国家所有の経営自主権の拡大を通じて企業経営の効率化を目指すものであった。国有企業の株式化は1990年代初頭に導入され、株式化の対象となる企業は、100%所有する必要がない小規模企業とされた。その試行段階では、赤字経営を続ける小規模国有企業を国家財政から切り離すという意味を有していた。

後者は強力な国有企業グループを形成することである。大規模国有企業グループを形成しようとする政策は、1991年の第7回共産党全国大会で示された。そして、1994年7月に共産党中央執行委員会は、「資本を集中し、内外市場で競争力を有する大規模経済組織の形成」という政策を主張した²³⁶。共産党中央執行委員会の政策を展開するように、ベトナム政府は政府議定90号、91号を発効し、国有企業グループを設立した。政府議定91号によって設立された国有企業は、垂直型企業グループ(91型総公司、英語ではGeneral Corporation 91、以下、GC91とする)と呼ばれる。GC91は電力、石油、石炭、セメント、郵政・通信、海運、造船、繊維、製紙、食糧などの分野で活用されている。ベトナム首相直属の17のGC91の傘下にあるのは、中小規模の国有企業の563社であり、従業員数は約60万人で、全国有企業の従業員の35%にあたり、資本金は国有企業全体の56%を占めている²³⁷。政府議定90号によって設立されたGC90は、中央政権の官庁及び省人民委員会(地方政権)によって監督されている。74社のGC90の資本金は国有企業全体の16.1%を占めている。1996年の時点で、GC90とGC91の国有企業グループは、国有企業の総資本の約70%、国有企業の売り上げの約50%を占めていた。上記の数字からみて、国家資

²³⁵トラン(2012)、pp.15-30。

²³⁶石田(2008)、p.28。

²³⁷丸川(2001)、p.128。

<https://web.iss.u-tokyo.ac.jp/~marukawa/vietnamSOE.pdf> 2018年8月30日にアクセス。

本を集中する国有企業グループは、国内市場で独占的地位を取得し、ベトナム経済において、重要な地位を占めていることがわかる。

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）

ベトナムは1986年のドイモイ政策（経済刷新）による市場メカニズムを導入した後で、社会主義の計画経済から市場経済への移行時期を過ぎた。経済制度の変化のため、旧体制の主な企業形態である国有企業改革は市場経済移行期の重要な部分を構成していた。新たな経済体制において所有権と経営権の分離が始まり、国有企業は多くの経営管理主権を得た²³⁸。

1996年にベトナム政府は「国有企業の株式についての規定」を発効し、ベトナム国営企業改革は新たな段階に入った。「国有企業の株式についての規定」というのは1998年、2002年、2004年、2011年、2015年、2017年の6回に渡って改定された。近年、株式会社化される国有企業の数が増加し、1990年に約12000社あった国有企業は、2016年現在には約700社にまで減少していった。

ベトナム国有企業の民営化・株式化の発展段階について、石田（2008）は四つの段階に分けられると主張している。①試験的株式化の時期（1992—1996）、②拡大期（1996—2002）、③主導的段階（2002—2004）と促進段階（2004/12以降）である²³⁹。だが、ここでは、国際経済統合あるいは企業制度の統一の視点から、二つの段階に分類する。一つは、経済刷新から世界貿易機構加盟までの段階であり、もう一つは、世界貿易機構加盟以降の段階である。

4.1 経済刷新から世界貿易機構加盟までの段階

1986年12月のベトナム共産党第6全国大会から1996年5月までの段階は、企業の自由権拡大の時期である。この段階では国有企業の経営自由権を拡大することによって企業経営の効率性を改善することを目指すものであった。しかしながら、企業の自由権拡大の改革とはまだ計画経済制度の枠内での変革のことであった。

1990年代に入って、国有企業の株式化という概念が導入されたが、ベトナム共産党・政府は、「株式化は「民営化」ではない」と主張した。国有企業の従業員が企業の株式を購入することができ、労働者が株主となる企業経営形態であった²⁴⁰。株式化の対象となる国有企業は、その試行段階では以下の要件が全て満たされる企業であった。①中小企業、②国家が100%所有権を持つ必要がない、③効率的な投資計画案がある、の3条件を満たす国営企業であった²⁴¹。小規模な企業が依然として多かったため、小企業が株式化の対象に

²³⁸1992年ベトナム社会主義共和国憲法(1992年憲法)によれば、国営経済は、強化・発展されており、とりわけ、主要な専門分野において、国民経済の主導的な役割を果たしている。国営経済の組織は、生産、経営につき、自主権を有し、生産、経営の効果を確保することを目指す。（第19条）

²³⁹石田(2008)、p.24。

²⁴⁰石田(2008)、p.21。

²⁴¹石田(2008)、p.21。

なると、1990年の12,084社から1993年に6,544社で示されるように国営企業の数ほぼ半減した。

1996年5月7日にベトナム政府は「国有企業の株式についての規定」という28/CPを発効し、ベトナム国有企業改革は新たな段階に入った。「国有企業の株式についての規定」というのは1998年、2002年、2004年の3回に渡って改定された。「国有企業の株式についての規定」の内容を図表59に示す。

図表59：ベトナムの国有企業の株式化に関する規定

	1996年	1998年 (改定)	2002年 (改定)	2004年 (改定)
発行日	1996年5月7日	1998年6月29日	2002年6月19日	2004年11月16日
議定番号	28/CP	44/1998/ND-CP	64/2002/ND-CP	187/2004/ND-CP
対象企業	①中小企業 ②国家が100%所有権を持つ必要がない ③効率的な投資計画案がある	①政府が100%の所有権を持つ必要がない	変更なし	変更なし
株式化の方法	①国家の資金を株式化し全額国家が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株を発行して増資を行う。 ②国家の資金を株式化しその一部売却する。 ③企業を分割し、株式化条件を満たす部分を株式化する。	①国家の資金を株式化し全額政府が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株を発行して増資を行う。 ②国家の資金を株式化しその一部売却する。 ③国家の資金を株式化しその全て売却する。 ④企業を分割し、株式化条件を満たす部分を株式化する。	①国家の資金を株式化し全額国家が保有する。同時に企業の資金を増やすために新規株を発行して増資を行う。 ②国家の資金を株式化しその一部売却する。 ③国家の資金を株式化しその一部売却し、同時に企業の資金を増やすために新規株を発行して増資を行う。 ④国家の資金を株式化し、その全てを売却する。 ⑤国家の資金を株式化しその全てを売却し、同時に企業の資金を増やすために新規株を発行して増資を行う。	変更なし
新規所有構造の優先順			①国家（国家所有を残す必要がある場合） ②社内労働者、 ③原材料の供給者や生産者（農業・林業・水産業の企業のみ）	①政府（政府所有を残す必要がある場合） ②社内労働者

			④社外投資家（最少30%）、その内技術・市場・資金・管理技術を持っている投資家を優先する。	③戦略的投資家 ²⁴² （最大で資本金の20%） ④公開売却（最小で資本金20%）
--	--	--	---	---

出所：奥田英信、ライ・ティ・フーン・ニュン（2013）より筆者作成²⁴³。

1998年に改定された「国有企業の株式についての規定」で、株式化の対象となる国有企業は、前段階と比較し大幅に変わってきた。1998年以降、株式化の対象となるのは、小規模企業だけでなく、100%所有権を持つ必要がないという条件を満たす国有企業であった。

また、2002年に改定されたものでは、国有企業の株式化を実施した後で、新規所有構造の優先順について次のように規定していた。具体的には①国家、②社内労働者、③原材料の供給者や生産者、④社外投資家の順番であった。国有企業の従業員は企業の株式を優先的に購入することによって、従業員が株主となる企業経営形態であり、国有企業の業績ならびにコーポレート・ガバナンスの機能と有効性を向上させることが期待されていた。

1996年からの各段階での国有企業株式化の実績を図表60に示す。

図表60：国有企業株式化の実績

	1996年以前	1996年～2002年	2002年6月～2004年11月	2004年11月～2006年
段階	試験的株式化の時期	拡大期	主導的段階	促進段階
実績	5企業	868企業	1435企業	1054企業

出所：石田（2008）p.24より筆者作成

1986年の経済刷新から1996年までの10年間にわたって、国有企業の株式化は5社しかなかった。しかしながら、1996年にベトナム政府の「国有企業の株式についての規定」が発効された後で、国有企業の株式化が促進された。2002年から2006年までの4年間でおよそ2500社に達した。

4.2 世界貿易機構加盟以降の段階

ベトナムの国有企業改革は、国有企業を国家経済の重要な基盤とする体制を維持しつつ国有企業経営の効率化を目指すことで始まり、その基本的理念は今まで変わってない。しかしながら市場経済化の進展、深化は国家と国有企業の関係にも変化をもたらしている。

²⁴² 戦略投資家(strategic investor)とは、国有企業の株式化に際して、長期安定的ビジネス・パートナーシップを軸に外部資本の導入を意図したものである。法令187/2004/ND-CP号では、戦略投資家が企業経営に参加することを奨励する目的で、戦略投資家への株譲渡は優遇価格とされていたが、戦略投資家は国内投資家のみとされ、その所有比率は総発行株数の20%を上限とした。

²⁴³ 奥田・ライ（2013）、pp.52-53。

WTO への加盟は、国有企業に対する国の優遇的扱いを廃止し、民間企業と同じ条件で競争的市場において活動することを要求するものであった。

2000 年以降、ベトナム政府は国有企業の民営化と株式化の計画を推し進めた。政府は、2005 年にこれまでの外資企業、民間企業、国有企業といった所有セクター別に制定されていた企業関連法(外国投資法、会社法、国有会社法)を統合し、内資および外資に共通に適用される会社法として、統一会社法を制定した。

このような企業と市場を取り巻く環境変化の下で、ベトナム政府は中小型国有企業の株式化を促進するとともに、強力な大企業(国有企業グループ)を作り上げた。言い換えると、この段階の傾向を二つに分けると、国有企業の株式化の促進と国有企業グループの形成である。

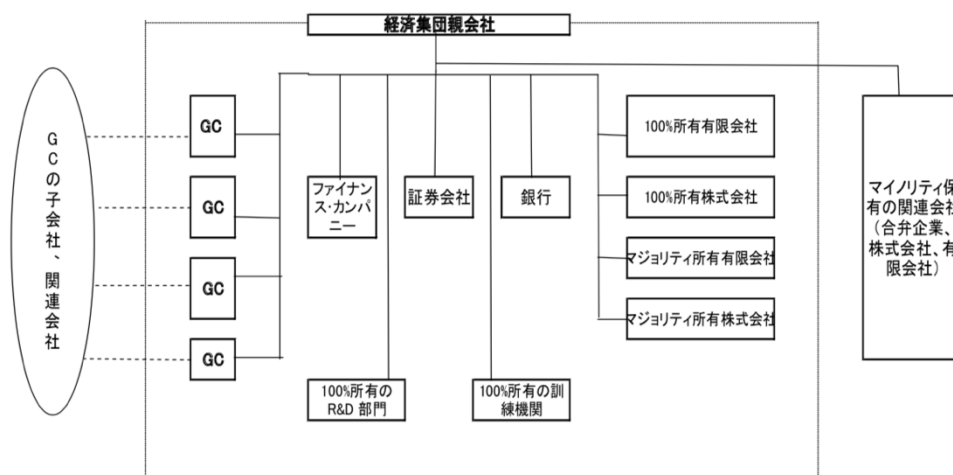
2005 年会社法は、内外企業の企業制度を統一したもので、2003 年に発効された国有会社法は失効することとなった。2005 年の統一会社法で国有企業の機関設計は転換を続けた。2005 年会社法の第 7 章では、有限責任会社、株式会社、合名会社などの会社形態に加えて「グループ企業」(英語で Group Companies、GC)を企業組織の形態としている。グループ企業とは、「経済・技術・市場及び他のサービス上の利益に関して長期の密着な関係をもつ複数の会社をいう」である²⁴⁴。グループ企業について、以下の形態がある。① 親会社・子会社、② 経済グループ、③ その他の形態である。2005 年会社法の第 149 条では、「経済グループは、大規模の会社グループであり、政府は、経済グループの管理組織、事業活動を定め、指導する」と規定した。

2007 年 6 月 26 日にベトナム政府は、法令第 111/2007/ND-CP を発効し、経済グループ(経済集団)のガイドラインとして、企業の設立、管理組織、活動、再組織、解散に関することを規定した。その後、ベトナム国家石油ガスグループ(PVN)、造船グループ(Vinashin)、ベトナム繊維グループ(Vinatex)、ベトナム石炭・鉱産グループ(Vinacomin)、ベトナム電力グループ(EVN)などの経済グループが設立された。新規設立された経済グループと従来のグループ企業の関係について、経済グループはその傘下に企業グループ及び小規模な親子関係グループを所有する組織となった²⁴⁵。

図表 61：経済集団組織の概念図

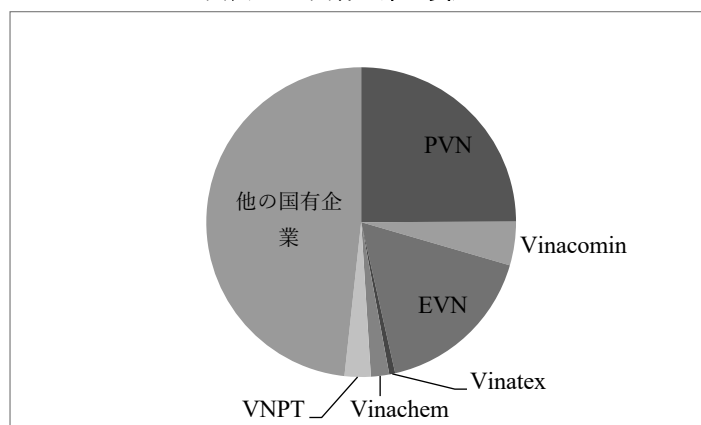
²⁴⁴ベトナム国会(2005)、会社法の第 146 条。

²⁴⁵石田(2008)、p.30。



出所：石田 (2008) ²⁴⁶

図表 62：国有企業の資産



出所：ベトナム財務省 (2015)から筆者作成

注：「PVN」：ベトナム石油ガス集団、「Vinacomin」：ベトナム石炭鉱物産業集団、「EVN」：ベトナム電力集団、「Vinatex」：ベトナム繊維集団、「Vinachem」：ベトナム化学集団、「VNPT」：ベトナム郵政通信集団

図表62からみると、各経済グループ（経済集団）は、国有企業の総資本の約50%を占めている。特にベトナム国家石油ガス集団(PVN)は、国有企業システムの資産の約25%を占めている。

2011年以降、国有企業の株式化に関する政令の内容を図表 63 に示す。

図表 63：ベトナムの国有企業の改革

	2011年 (改定)	2015年 (改定)	2017年 (改定)
発行日	2011年18月7日	2015年11月11日	2017年11月16日
議定番号	59/2011/ND-CP	116/2015/ND-CP	126/2017/ND-CP

²⁴⁶石田(2008)、p.31。

対象企業	①政府が 100% の所有権を持つ必要がない	変更なし	変更なし
株式化の方法	①国家が保有する資本を維持したうえで新株を発行する。 ②国家の資金を株式化しその一部を売却する。 ③国家の資金を株式化しその全てを売却する。	変更なし	変更なし

2011年に改定された「国有企業の株式についての規定」では、政府が100%の所有権を持つ必要がある企業リストに記載された国有企業以外の企業が株式化の対象となった。株式化の方法について、ベトナム政府は三つの方法を示している。具体的には国家が保有する資本を維持したうえで新株を発行する方法、国家の資金を株式化しその一部を売却する方法、国家の資金を株式化しその全てを売却する方法である。

株式会社化の対象となる国有企業のリストについては、首相により様々な決定が出された。例えば、2014年6月18日付首相決定第37/2014/QD-TTg（以下、第37/2014決定と呼ぶ）や2016年12月28日付の第58/2016/QD-TTg（以下、第58/2016決定と呼ぶ）などの決定である。第58/2016決定の施行にともない、第37/2014決定は失効することとなった。第58/2016決定では、2017年から2020年まで国有企業のうち、137社の民営化・株式化を決定していた。2017年8月17日の首相決定1232号/2017QD-TTgでは、国有企業の民営化・株式化のスケジュール・資本金に対する売却の比率を公表した。

図表 64：株式会社化の対象となる国有企業のリスト

政府持株比率	37/2014/QD-TTg	第 58/2016/QD-TTg
発行日	2014年6月18日	2016年12月28日
100%	国防及び治安の充足、産業用爆発物の製造・供給、有毒化学薬品の製造・供給、国防や治安上特に重要な電力システム、多目的水力発電、原子力発電からの送電、国有および都市鉄道インフラの管理、運営・同監督、国防や治安上重要な空港の管理、運営；飛行の安全確保、海上輸送の安全確保、公共郵便サービス、くじ、出版許可（出版・印刷業そのものは除く）、紙幣の印刷、貨幣の廃棄、国防、治安のための地図測量、灌漑施設、省・行政区にまたがる農業用水施設および護岸の維持・管理、河川流域林・保護林・特別林等の植林・保全、経済、社会開発に資する信用供与、ビジネスおよび技術上の秘密を有し、ビジネスおよび戦略開発に重要な役割を果たしている企業で、その任を果たすため国家が100%保有すべき先	国防及び治安の充足、産業用爆発物の製造・供給、国防や治安上特に重要な電力システム、多目的水力発電、原子力発電からの送電、国有および都市鉄道インフラの管理、運営；同監督、国防や治安上重要な空港の管理、運営；飛行の安全確保、海上輸送の安全確保、公共郵便サービス、くじ、出版許可（出版・印刷業そのものは除く）、紙幣の印刷、貨幣の廃棄、経済、社会開発に資する信用供与
少なくとも75%	空港の管理、運営（ただし上記100%保有先を除く）、港および国際ゲートウエーの管理・運営、道路及び内航水路の管理・維持、国有鉄道のイン	規定なし

	フラ維持、通信インフラの提供、大規模鉱物資源の採掘、石油及び天然ガスの採掘	
少なくとも65%	石油・天然ガス精製、タバコ製造、山岳地帯や遠隔地に住む少数民族の生産拡大および生活、資するための必需品を供給する企業、ゴム及びコーヒーの植林・生産、国防及び治安維持に関連する、戦略地域・山岳地帯・遠隔地における植林および森林管理、主な経済・市場の安定を確保する上で重要な役割を果たしている企業で以下に従事する企業、金融及び銀行（ただし保険、証券、資産管理、リースを除く）、航空輸送、配電	財務、銀行業を事業分野とする企業(保険、証券企業、ファンド管理企業、金融会社および金融リース企業を除く)、空港管理企業、鉱物発掘企業、石油、ガス探査・発掘企業など
50%以上65%未満	都市下水道、環境衛生、都市街路灯、都市浄水の製造・供給、地質・水路水域・気象に関する基礎調査、土地・水源・鉱物資源・その他天然資源の探査・調査・研究、種及び家畜の精子の製造・保管、バイオ薬品・ワクチン製造、基礎化学薬品、化学肥料、植物保護薬品の製造、ゴム及びコーヒーの植林、国際海運及び鉄道輸送	航空輸送企業、電力販売企業、タバコ生産企業、基礎化学製品製造企業など

出所：首相決定 37/2014/QD-TTg、第 58/2016/QD-TTg 号

4.3 国資企業の管理制度と国家資本投資会社 (SCIC)

4.3.1 SCIC の設立過程と役割

上述したように、ベトナムは 1986 年のドイモイ政策（経済刷新）による市場メカニズムを導入した後で、社会主義の計画経済から市場経済への移行時期を過ごしている。そして、市場経済移行期における旧体制の主な企業形態である国有企業改革の重要度は極めて高かった。新たな経済体制において所有権と経営権の分離は始まり、国有企業に多くの経営管理主権が与えられた。2005 年にベトナムの会社法を改定した後で、国有企業、民間企業、外資企業、民間企業は同じ条件で競争するようになった。

2005 年にベトナムの会社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。国と国有企業の間を国家機関による直接管理から、資本関係による企業コントロールへ転換することが重要な政策課題となった。国有会社法の規定に基づく国有企業から民間企業に適用される株式会社、有限責任会社への転換と、国有企業の資本を保有し管理する持株会社の形成を進めて、国家資本を国(財政省)の管理から国有資産経営の「専門」委員会または国が所有する持株会社に委託し、国家の代わりに国有資産経営の委員会は国有企業の株主になることが計画された。

ベトナム政府は上述した中国の国务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およびシンガポールの持株会社モデル (テマセク、Temasek Holdings) という二つのモデルを検討した。最終的にベトナム政府はシンガポールのテマセクモデルを選び、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) が設置され、2006 年 8 月に業務を開始した。それは国家資本の「管理」と「投資」という二つの役割を主に担っている²⁴⁷。

²⁴⁷ ベトナム政府の決定 151 号 (151/2005/QĐ-TTg)、2005 年 6 月 20 日。

国家と国有企業との関係を見る際、ベトナム政府は SCIC を稼働させることによって、社会主義の計画経済時代の残余である行政经济管理から政府が経営権を有する株主となっている。

SCIC は 2003 年の国有会社法で、国家特別経済組織と規定された。その役割は、所有形態を転換した国有企業(国家資本を有する企業)の国家資本を受け取り、国家資本の所有権代表者として権利を行使することである。

そして、SCIC は、首相が設立決定を行う「特別重要国家経済集団及び独立会計企業」の一つであり、首相の管理下に置かれている²⁴⁸。SCIC は、国家資本を投資し、投資した資本の管理を行い、個々の企業経営に介入する。これまで、中央省庁、地方政権が管理していた国有企業の国家資本は、SCIC に移管されることになる。例えば、建設省から引き取ったベトナム建設輸出入株式会社(Vinaconex JSC)、工商省からのビナミルク株式会社(Vinamilk)等が挙げられる。

4.3.2 SCIC の業務

ベトナム政府の政令 151 第 4 条において規定され、SCIC は政府の代表として、株主としての立場から、企業経営の監視を行っていく²⁴⁹。このように、ベトナムでは、政府が SCIC を介して国有企業の財務状況を把握している。

SCIC の業務について、図表 65 に示す。

図表 65 : SCIC の機能・責務

業務	機能
国家資本管理 (主たる業務)	企業の国家資本行使権限の取得
	国家資本の権限行使
	事業再構築、株式会社化、株式売却
新規投資	政府・首相の指示に基づく投資
	経済的効率性をもたらすセクター・分野・プロジェクトへの投資及び取引
コンサルティング業務	投資、金融、株式会社化、コーポレート・ガバナンス、会社所有移転、M&A 等に関するコンサルティング
企業リストラ発展 基金に関する業務	企業事業再構築・発展ファンドに関連する業務
その他	首相決定に基づくその他の業務

出所：政令 151 第 4 条/2013/ND-CP、独立構成法人国際協力機構（2015）より作成²⁵⁰

²⁴⁸ 議定 86/2006/ND-CP(2006/8/21)で、特別重要国家経済集団とされるのは従来の 18 分野の GC91 と SCIC である。特別重要国家経済集団の経営目標と経営戦略などの決定に首相の認可が必要であるとしている。

²⁴⁹ 政令第 151 号 (The Government Decree 151/2013/ND-CP)。

²⁵⁰ 独立行政法人国際協力機構（2015）『ベトナム国ベトナム国営企業改革実施に向けた企業金融管理能力向上プロジェクト（国家資本投資会社業務改善支援）プロジェクト業務完了報告書』、2015 年 3 月。

政令 151 の第 4 条が規定する SCIC の機能及び責務は、「国家資本管理」、「新規投資」、「コンサルティング業務」、「企業リストラ発展基金の管理」、「その他」の五つに分類できる。これまで SCIC は金融及び人的資本の殆どを「国家資本管理」に費やしており、「新規投資」は限定的で、「コンサルティング業務」は未だ開始されていない。

国家資本の管理機能について、2006 年以降、SCIC は民営化・株式化を実施した国有企業を省庁・地方政府から受け入れている。その後、SCIC は国家資本に基づく投資先企業への権利行使を、株主総会での投票と SCIC が「国家資本代表」と指名した取締役の役員会での投票指示によって行い、高度なコーポレート・ガバナンスを適用している。SCIC の国家資本の管理機能によって、企業価値が向上するようになり、国有企業改革で大きな役割を果たし得ると考えられる。

4.3.3 組織と職員構成

① SCIC の組織構成

SCIC は、財務省に属する一つの国有企業である。SCIC の本社はハノイに置かれ、ホーチミン市とダナン市の大都市に支社を設置している。本社は 14 つの部門から構成され、272 名の高度専門スタッフがいる。2013 年 1 月に、SCIC は 100%子会社として SCIC Investment Company (SIC) を設立した。SIC の初期資本は 5,000 億ドンで、中小規模の出資および投資案件への投資を任務としている。

② SCIC の取締役会および役員会

SCIC は取締役会 (BOD) の指導・監督のもと、役員会 (BOM) により運営・管理されている。2018 年末時点現在、SCIC の取締役会は 3 名で構成されている。2015 年度よりグエン・ドク・チー (NGUYEN DUC CHI) 氏は会長に就任している。その他の役員会のメンバーは 4 名の副社長で構成されている。取締役会・役員会の 7 名のプロフィールは次の図表 66 で示す。

図表 66 : SCIC の取締役会・役員会

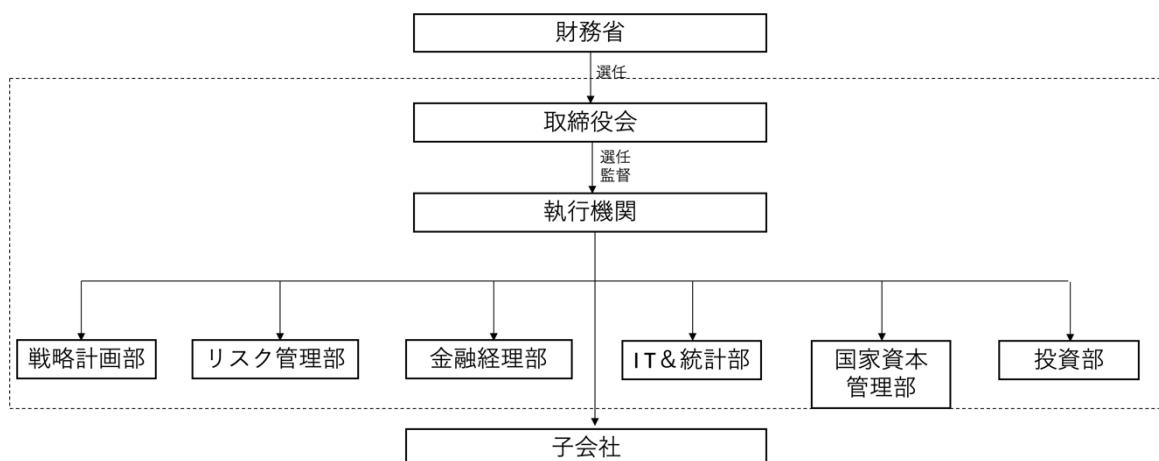
役職	氏名	出生年	略歴
取締役会長 (2015年より)	NGUYEN DUC CHI	1970	財務省の金融庁の次官、 財務省事務局長
取締役 (2016年より)	LE HUY CHI	1976	SCIC 計画部の部長、 投資部の部長
取締役 (2016年より)	DINH THI BICH DIEP	1973	SCIC の国家資本管理 1 の部長、投資部の副部長
副社長 (2015年より)	NGUYEN CHI THANH	1972	SCIC の戦略部の部長、リスク管理部の部長、 南部支社の社長、国家資本管理 3 の部長など
副社長 (2011年より)	NGUYEN QUOC HUY		VACO (財務省傘下の監査法人) の副社長
副社長 (2006年より)	LE SONG LAI	1968	財務省の保険庁の公務員
副社長 (2014年より)	NGUYEN HONG HIEN	1974	SCIC の計画部の部長、国家資本管理 4 の部長

出所：SCICの報告書

③ 社内各部門の業務担当

SCIC社の各部門を下の図表67で示す。各部門の役割について以下で説明する。

図表67：SCIC社の各部門



出所：関連資料より筆者作成

戦略計画部（Strategy and Planning Department）：戦略計画部は収入、収益、SOE 処分計画等の主要数値目標設定を含む年間計画および戦略を策定する。

リスク管理部（Risk Management Department）：リスク管理部は業務関連部の規則および規律順守状況の確認を中心業務とし、検査を実施してきている。

金融経理部（Finance and Accounting Department）：資金経理部は会計、資金調達・管理、その他関連事項を所管していることを担当している。

IT&統計部（IT and Statistics Department）：E-office system（内部文書管理システム）、FAST（資金管理部向け会計処理システム）、Capital & Portfolio Management System (CPMS) などの IT システムを運用している。

国家資本管理部 I~IV（Portfolio Management Departments）：国家資本管理部は、省庁、地方政権等から移管を受けた国家資本の管理を担当している。各国家資本管理部は、各産業分野および地域を分担・所管している。国家資本管理部の業務について次のように示す。一つは、投資企業の業況をモニターし、支援する。二つは、政府資本を処分する。三つは、政府資本の持分維持の為に追加投資を策定する。四つは、省庁、地方政権からの新規資本を引き受ける。

投資部：中小規模のプロジェクトなどの新規投資の業務を担当している。

4.3.4 投資の状況

① 投資先企業数の推移

SCIC はこれまで900社以上の企業の国家資本を売却し、2017年12月末時点で、147社を管轄している。SCICの経營業績を以下の図表68で示す。

図表 68: SCIC による売却企業数の推移

	06~08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	合計
完全売却	84	219	97	92	35	61	72	116	71	36	883
部分売却	14	19	9	9	3	6	7	4	2	2	75
合計	98	238	106	101	38	67	79	120	73	38	964

出所：SCICのホームページ

② 戦略的重要性に基づく傘下企業のカテゴリ

SCICは投資先企業を以下の3グループに分類している。

A1グループ：重要産業に属し、効率的に運営されており、SCICの長期投資方針に合致する企業（戦略的コアグループ）。

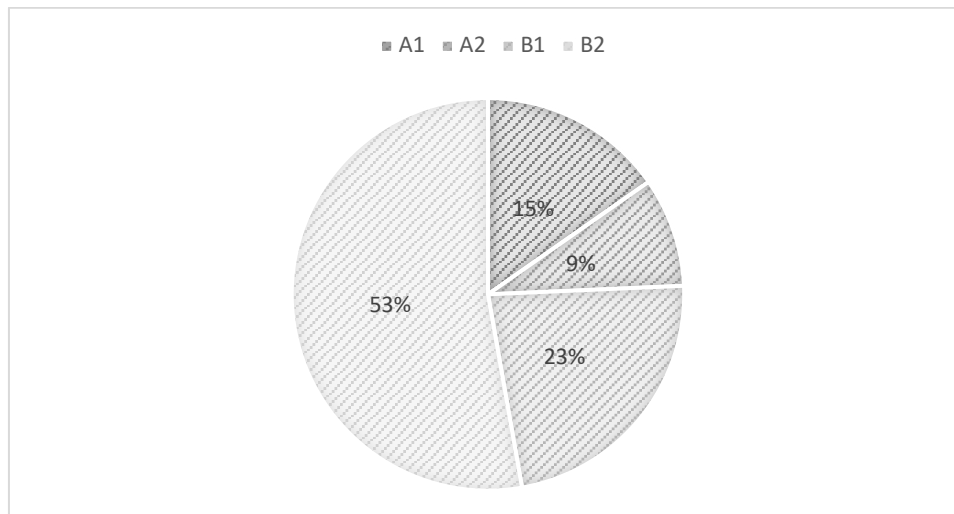
A2グループ：重要産業に属し、効率的に運営されているが、政府の指導のもと、株式化を行う企業である。

B1グループ：売却する前に、企業価値を向上させることが必要である。

B2グループ：上記に該当せず売却すべき企業（売却予定先）

2017年12月月末時点、144社を管轄しているもののうち、A1グループ企業は22社であり、政府持株比率が約60.4%であった。A2グループは13社と政府持株比率が6.3%であった。B1グループ企業は33社と政府持株比率が26.5%であった。売却すべき企業のB2グループは76社、政府持株比率は6.8%であった。

図表 69：各グループ別企業構成



出所：SCIC (2017) ²⁵¹

③ SCICの経営業績

²⁵¹ 2017年12月30日に diendandoanhnghep, "Buoc ngoat tai co cau SCIC", 2019年5月24日にアクセス。 <http://enternews.vn/buoc-ngoat-tai-co-cau-scic-122631.html>

2010～2017年度の経營業績を図表70で示す。

図表 70: SCIC の経營業績

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
総売上高	2818	3779	3906	5248	6948	10768	10683	7443
税引き前利益	2448	3263	4573	5071	5776	8888	7944	6663
税引き後利益	2282	2930	3960	4571	5303	8052	7280	6360
総資産	52603	53334	62386	66319	70988	73412	65934	60905
資本金	21715	24593	27705	30163	31339	34874	38006	39386

出所：SCICのホームページ、単位：億ベトナムドン

4.3.4 各国における国有企業のコーポレート・ガバナンス比較

上記の取り上げたとおり、シンガポールと中国では、国有企業は重要な役割を果たす。本項では、中国・シンガポール・ベトナムにおける国有企業の管理制度を比較する。

中国では、国有（国資）企業を管理するため、国有資産監督管理委員会が設立され、出資者（株主）や監督者（行政機関）として機能している。国資委は国有（国資）企業に対し、出資者としての株主権を持ち、決議の参加や経営者の選任等に関する決定的な権限を有している（企業国有資産法 12 条・22 条）。また、監督者機能について、国資委は国有資産を監督する権限も有している（国資条例 13 条）。国有（国資）企業の人事、経営、資産を統合して管理するという方針の下で、国資委が国有（国資）企業の出資者と監督者二つの身分が兼ねる。つまり、中国の国有（国資）企業のコーポレート・ガバナンス制度では、従来の計画経済の下での国営企業の管理制度をほぼ同じくするものと考えられる²⁵²。

中国の委員会モデル（行政経済管理）はシンガポールやベトナムの政府系ファンドモデルと異なるところが国を代表して国有企業の経営に関する決定的な権限を有しているだけでなく、国有資産監督機関として国有資産を監督する権限も有していることである。

国家の代わりに国有企業の株主になった専門委員会と政府系ファンドモデルの比較を図表 71 に示す。

図表 71：国有企業のガバナンスモデルの比較

	中国の国資委モデル	シンガポールのテマセクモデル	ベトナムの SCIC モデル
組織分類	行政機関	政府系ファンド (会社法に基づいて設立された)	財務省傘下のファンド
機能	株主（国有資産の管理） 監督者（行政機関）	株主（国有資産の管理） 国有資産の新規投資	株主（国有資産の管理） 国有資産の新規投資
独立（社外） 取締役制度	まだ導入しない	導入した	まだ導入しない
政府からの 行政関与	強い	弱い	やや強い
国有企業 との関係	国有（国資）企業の日常経 営への関与：有り（直接）	国有企業の日常経営への関与：無 (間接)	国有企業の日常経営への関与：無 (間接)

²⁵² 楊永良（2017）、p.93。

		株主総会での投票と取締役会での代表を通じる。	株主総会での投票と取締役会での「国家資本代表」を通じる。
	制限：なし	制限：有り	制限：有り
特徴	出資者と監督者二つの身分が兼ねる。	独立取締役制度を導入し、テマセク憲章によって国有企業を管理・監督する。	

出所：関連資料から筆者作成

国有企業の「自由化」あるいは「政企分離」を実施するため、各政府は国有企業に対する管理の仕組を、従来までの直接経営形態から間接経営形態へ移行している。そして政府の代わりに国有企業の株主になる組織が設立された。国有企業の新たな管理制度で重要なのは、政府からの行政関与のリスクを防止することである。独立取締役制度を導入したシンガポールのテマセクモデルでは、シンガポール民間企業の創業者や労働組合の会長などから構成されている取締役会が、政府からの関与を受けずに独立していると考えられている。一方、中国の国資委は政府機関なので、独立性という点では疑問が残る。

5 小結

本章では、ベトナム国有企業の誕生あるいは国有企業の民営化・株式化の歴史と変貌を明らかにした。

1986年までに、ベトナムでは国家所有または集団所有という公有制のみ認められたが、経済刷新以降、私有制や外資系企業も認めるようになった。新たな経済体制において国有企業の所有権と経営権の分離が始まり、国有企業に国家から経営及び管理の自主的な権限が与えられた。

2000年代以降ベトナム政府は国際貿易機構(WTO)への加盟交渉を促進し、WTOのルールや国際基準などに基づく競争法や投資法や会社法などの法制度を整備した。また、WTOへの加盟は、国有企業に対する国の優遇的扱いを廃止し、民間企業と同じ条件で競争的市場において活動することを要求するものであった。最終的にベトナム政府は国有企業の民営化・株式化を促進した。1990年に約12000社あった国有企業は、2016年現在には約700社にまで減少していた。

また、2005年にベトナムの会社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。国と国有企業の間を国家機関による直接管理から、資本関係による企業コントロールへ転換することが重要な政策課題となった。会社法の規定に基づく国有企業から民間企業に適用される株式会社の形成を進めて、国家資本を国(財政省)の管理から政府系のファンド(国家資本投資会社、SCIC)で管理している。

国有企業の管理制度が変わったため、外国人機関投資家などの国家以外の株主も急増したため、コーポレート・ガバナンスへの関心が高まっている。次章では、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスについて論じる。

第5章：ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス

2000年代以降ベトナム政府は世界貿易機構(WTO)のルールや国際基準に基づく競争法や投資法や会社法などの法制度を整理し、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス改革も同時に進めた。例えば、2014年に改正された新会社法により独立取締役制度や委員会制度が導入された。2017年の公開企業のみ対象となる第71法令は、独立取締役制度の導入について2014年の新会社法より厳しく規定していた。そして、公開会社が上場会社である場合、会社の取締役の機構は、総数の3分の1にあたる独立取締役である取締役を確保しなければならない。つまり、今後、全ての公開会社の取締役の機構では、独立取締役を確保しなければならない。このように、同国においてコーポレート・ガバナンス改革を推し進めるための環境が整いつつある。本章では、コーポレート・ガバナンスに関する同国の法制度を概観しながら、2013年までのコーポレート・ガバナンス・モデルと2014年以降のそれについて論じる。

1. 2013年までのコーポレート・ガバナンス・モデル

1.1 ベトナム法制度

世界各国の法体系は、「判例を重視する英米法」とドイツ法やフランス法などヨーロッパ大陸の諸国の「制定法を重視する大陸法」に分類することができる。ベトナムは、フランス統治時代のフランスを母国とする大陸法系に属しているため、成文法主義がとられ、制定法が重視されており、国会の制定する法律が第一次的法源とされている。具体的には国会が制定する法律が幹となり、政府が制定する法令(Decree)、各省庁が制定する通達(Circular)が詳細を定めるという形である²⁵³。

また、ベトナムにおいて、憲法や土地法等の基礎法の多くは、旧ソ連時代のソ連法などの社会主義法をベースに制定された歴史がある²⁵⁴。社会主義法は、大陸法の影響が強いが、大陸法に含めないこともある。1986年のドイモイ政策による市場経済のメカニズムの導入以降に、ベトナム法は整備された。

近時、民法、会社法、証券取引法、独占禁止法のような法律は、日本や米国の法制度も急速に取り入れて、現在はかなり変容しているが、基本的な構造や基本思想は、いまだ旧ソ連法時代とフランス統治時代のものが色濃く残っている部分がある。

英国や米国を母国とする英米法のように、裁判所による判例を法源とする法律が第一次的法源とされていないが、近年、ベトナムの最高裁判所が、先例拘束性を有する「判例」

²⁵³ 三木康史(2017)「ベトナムにおける日本の法整備支援について~ビジネスロイヤーとして期待する点~」、2020年3月15日にアクセス。<http://www.moj.go.jp/content/001220349.pdf>

²⁵⁴ 例えば、2013年の憲法の第4条は、「ベトナム共産党が、労働者階級の先導隊であると同時に働く人民及びベトナム民族の先導隊であり、マルクス=レーニン主義及びホーチミン思想を思想的基礎として採用し、労働者階級、働く人民及び全ての民族の利益を忠実に代表する国家と社会の指導勢力である」と書いた。第53条は「土地は、全人民の所有に属する公財産であり、国が所有者を代表し、統一的に管理する」ということを規定した。

出所：<http://www.moj.go.jp/content/001167755.pdf>。

制度を導入した。つまり、ベトナムでは旧ソ連法令の強い影響を受け、1986年のドイモイ以降日本法やフランス法などの「大陸法」の流れを受けているが、若干ながら「英米法」の影響もを受けていると考えられる。

1.2 ベトナム企業の「二院的制度」モデル

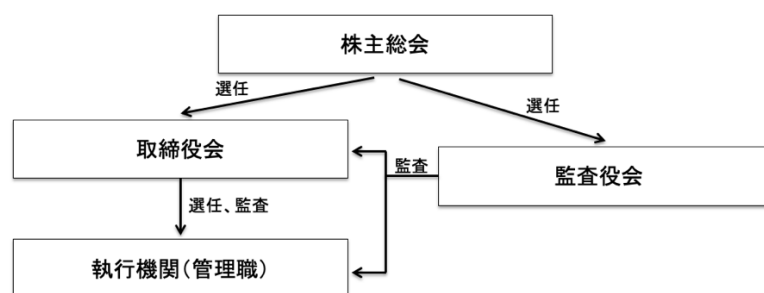
1990年に民間企業を対象とする私営会社法では、ドイツ法や日本法など「制定法を重視する大陸法」の「二院的制度」というコーポレート・ガバナンス・モデルが導入された²⁵⁵。1990年の民間会社法では、企業の執行（業務執行機関）と監視・監督の機能（取締役・監査役）が分離されてはじめた。株式会社における監査制度には、取締役会による監視や監査役会による監査がある。

株式会社の管理組織機構に関して、2005年のベトナム会社法によると、株式会社は、株主総会、取締役会及び社長を有しなければならない²⁵⁶。株主総会は、議決権を持つ株主全員から構成され、取締役及び監査役の選出や解任ならびに解雇などの権力を持ち、株式会社において最高権力をもつ機関である。

取締役会は株式会社の管理機関であり、会社の代表として完全な決定権をもち、会社の権利と義務を行使する機関である。全ての株式会社に取締役会が設置されるが、取締役会のメンバーは株主である必要はない。取締役の人数は3人から11人までとする。取締役会は社長及び定款に定められるその他の重要な職位に就く人の選任、任免、降格、契約の締結・終了、彼らの給与制度及びその他の福祉制度を決める権限を負う²⁵⁷。取締役会の独立取締役については2005年の会社法では規定はなかった。

監査役会について、11人以上の個人株主又は発行済株式総数50%を保有する法人株主が存在する株式会社は、監査役会を設置する義務がある。監査役会は、取締役会及び社長による会社運営・管理事業を監査し、株主総会に対して与えられた任務の遂行について責任を負う。監査役会は3名から5名から構成される²⁵⁸。

図表 72：ベトナム企業の「二院的制度」モデル



出所：関連資料より筆者作成

²⁵⁵ 法律第 47-LCT/HĐNN8 号（1990 年 12 月 21 日可決）。

²⁵⁶ 2005 年の会社法の第 95 条：株式会社の管理組織機構。

²⁵⁷ 2005 年の会社法の第 108 条 取締役会。

²⁵⁸ 2005 年の会社法の第 121 条 監査役会。

上記のように2013年までベトナムにおける全ての株式会社は取締役会による監視や監査役会による監査を受ける形になっており、執行（業務執行機関）と監視・監督の機能（取締役・監査役）が分離されている。

1.3 ベトナム企業の不祥事PVNの事例

序章でベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの欠陥により企業不祥事が多発していることについて論じた。ここで具体的なケースとしてベトナム石油ガスグループ(PVN)社を取り上げる。同社はベトナム最大の国有企業であり、今後の議論を進めるうえで最適な事例であるからである。実際、2017年に同社の事件が明るみに出たときに、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスシステムの弱点が公に露呈されることになった。ドイモイ後、PVN社などの国有企業では内部の実態的な経営コントロール権を強くなり、一方でモニタリング機能を含む外部からの経営コントロールが弱体化した。PVNは、取締役と監査役が経営者と利益共同体の構造になっていたため、同社内部の監査システムが経営者の違法行為や不正行為を抑止できなくなっていた。ベトナムにおける他の国有企業にも同様の問題が発生した。

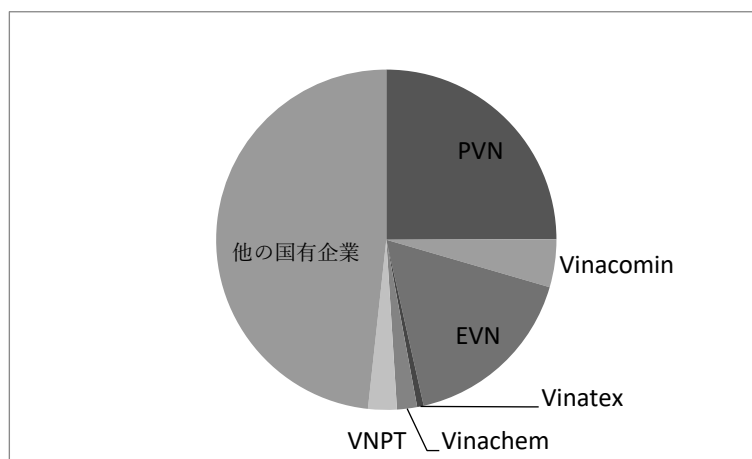
1.3.1 PVN(ベトナム石油ガスグループ)の不祥事事件

2015年にPVNの元会長は「経済管理に関する国家规定に意図的に違反し甚大な損害をもたらした」という罪のため、逮捕され、死刑の判決を受けた。PVNは石油・ガスのグループであるが、不動産、証券、自動車販売、金融などの専門外の分野に進出した。同社はベトナム民間商業銀行のOceanbank(40億円)及びPVcombank(234億円)に投資した。しかし、経済不況により、2015年に財務内容の悪化のため、中央銀行はOceanbankの全発行済み株式を無償で強制取得した。中央銀行であるSBVが当該行株式を強制かつ完全に取得する性格から、「強制買収」や「国有化」されたOceanbankは国有銀行になった。この結果、当該行の株式を有していた者(PVNも含む)の権利は対価なしに、全て剥奪され、無に帰することとなった。同社は投資した40億円の投資資金を失い、さらに他の投資分野でも失敗したので、2015年に会長が逮捕された。2017年には上記の事件と関連性があるとの容疑で、同社の財務担当の副社長も逮捕された。

1.3.2 PVNの経營業績

同社は、ベトナム最大の国有企業であり、石油・ガスのグループ全体で探鉱・採掘から流通、精製までも行っている。近年、同社は発電や再生可能エネルギーのどの本業以外の分野も出資している。図表73からみると、PVNはベトナムの国有企業の資産のうち約25%を占めている。

図表 73：国有企業の資産



出所：ベトナム財務省(2015)より筆者作成

注：PVN：ベトナム石油ガスグループ、Vinacomin：ベトナム石炭鉱物産業グループ、EVN：ベトナム電力グループ、Vinatex：ベトナム繊維グループ、Vinachem：ベトナム化学グループ、VNPT：ベトナム郵政通信グループ

PVNの経営状況を以下の図表74で示す。

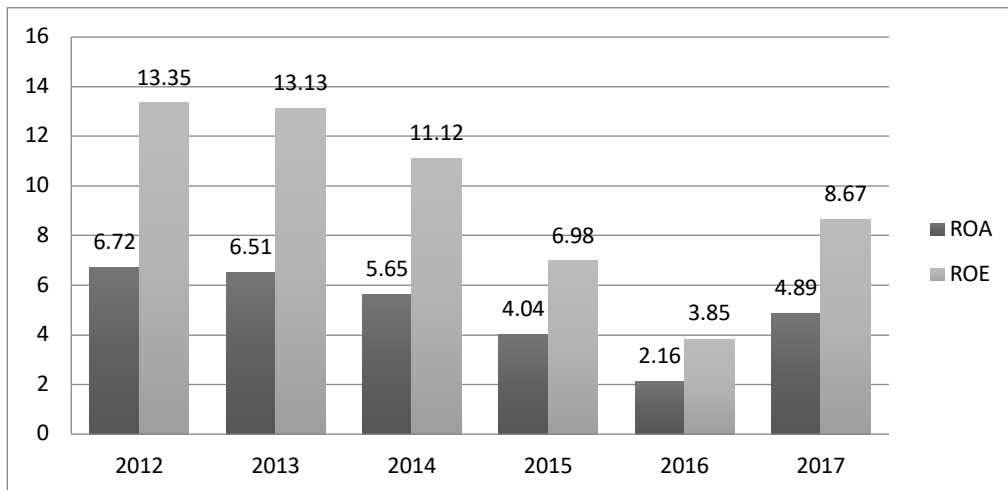
図表 74：PVN の資産



出所：PVNの報告書(2010~2017)より筆者作成

単位：億ベトナムドン(約50万円)

図表 75：PVN の経営状況



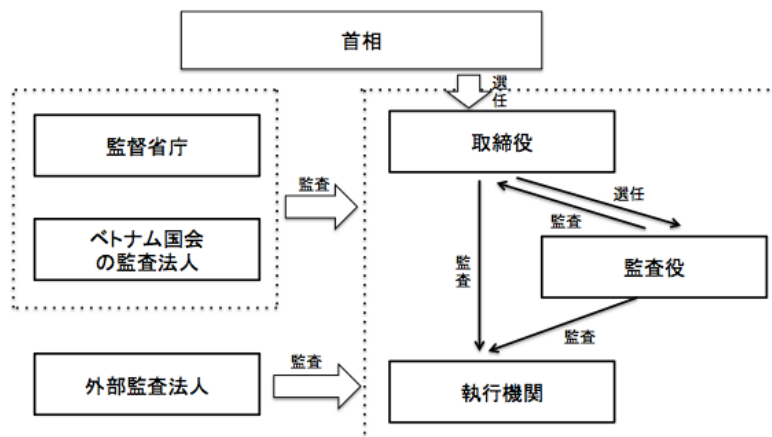
出所：PVNの貸借対照表より筆者作成

2017年にPVNの資本金額は784兆ドン（約3.8兆円）、純利益は442兆ドン（約22兆円）であった。報告書からみると、自己資本比率は56.4%、負債比率は43.6%、自己資本利益率（ROE）は8.67%、総資産利益率（ROA）は4.89%であった。同年に最優良企業と評価されているビナミルク社は高い利益を生み出し、自己資本利益率（ROE）は44%、総資産利益率（ROA）は32%であった。これと比較すると業種は異なるが、PVNの業績が良いとは言えない。

1.3.3 PVNのコーポレート・ガバナンスの枠組み

ベトナムの七つの経済グループは、首相直轄として、各担当ラインの省（監督省庁）とともに管理されている。具体的にPVN経済グループは首相直轄として、工商省と財務省のもとで管理されている。PVNの取締役会（委員会）のメンバーは首相によって選任され、所有権を持っている国家の代理として取締役会に入り、日常業務執行を監視し、指導している。そして、社長と他の役員も首相によって選任される。

図表 76：PVNのカバナンスモデル



出所：PVNのウェブサイトより筆者作成

上記のガバナンス・モデルは実際に機能していなく、不祥事を防止することができないと考えられる。なぜならば、以下の三つの要因があるからである。最初に、モニタリングの義務を負っている取締役は社長または他の管理職を兼任するため、不正の疑惑解明が困難になることである。第二に、監査役会は取締役会による支配を受けるため、独立性が低く、モニタリングの役割を果たすことができない。最後に、国有企業を株式化しても、その株式の過半数以上を国家が所有している点でモニタリングは機能せず、独立取締役制度がまだ導入されていないために、外部からのモニタリングもないことでガバナンスの有効性が低い点が挙げられる。

1.3.4 PVN の取締役会の構成とモニタリング機能

2015年にPVNの元会長は「経済管理に関する国家规定に意図的に違反し甚大な損害をもたらした」という罪によって、逮捕され、2017年に死刑の判決を受けた。

PVNの取締役会、執行機関と監察役会のメンバー達のプロフィールを以下の図表77で示す。

図表 77：PVN の取締役会、執行機関と監察役会のメンバー

		氏名	出生年	入社年	
取締役会	会長	NGUYEN VU TRUONG SON	1962	1987	
	委員	NGUYEN TIEN VINH	1962	1987	
	委員	PHAM NGOC TRUNG	1961	1988	
	委員	PHAM XUAN CANH	1963	2008	内閣府の元官僚
	委員	PHAM DINH DUC	1960	1993	逮捕（2017年末）
	委員	DINH VAN SON	1961	1984	
執行機関	社長	NGUYEN VU TRUONG SON	1962	1987	
	副社長	NGUYEN QUOC THAP	1960	1984	
	副社長	LE MINH HONG	1957	1982	
	副社長	NGUYEN SINH KHANG	1961	1998	工商省の元官僚
	副社長	NGUYEN HUNG DUNG	1962	1993	
	副社長	LE MANH HUNG	1973	2000	
	副社長	DO CHI THANH	1968	1991	
	副社長	NGUYEN QUYNH LAM	1966	1993	
監査役会	委員	NGO XUAN ANH	不明（40代）	不明	
	委員	NGUYEN THI NGOC LAN	不明（40代）	不明	
	委員	VU HONG NHUNG	不明（40代）	不明	

出所：PVNの報告書より筆者作成。

図表77からみると、PVNのトップは数年間にわたって、同社で働き、役員に昇格した。詳しく見れば、役員は60年代に生まれ、90年代に入社した。2017年3月末という時点で、同社の取締役会長は社長を兼任するグエン・ブー・チュオン・ソン氏（NGUYEN VU TRUONG SON）であった。

他の国有企業のように、PVNの監査役会のメンバーは取締役会によって選任され、取締役会と経営者をモニタリングする責任がある。同社の監査役会のメンバーはまだ若いが、

監査役会を経験して、役員になるケースも多い。例えば、昨年、逮捕された財務担当の副社長は監査役を経験したことがある。

このように、取締役会と監査役会が経営者と利益共同体のため、内部の監査システムは経営者の違法行為や不正行為を抑止できないと考えられる。理由としては以下の要因が考えられる。最初に内部昇進の取締役の割合が高く、取締役と執行機関のメンバーは長期間で親密な関係になるため、お互いに違法行為や不正行為を咎めることが困難になる。そして、モニタリングの義務を負っている取締役の会長は取締役社長も兼任するため、不正の疑惑解明が難しくなる。さらに、監査役会のメンバー達も取締役会により選任され、取締役会や執行機関などの不正行為を見つけても、定年退職まで同社で働き続け、昇進するために、なかなかそれを指摘することができず、モニタリングの役割を果たすことができないからである。

本節では、2013年までのコーポレート・ガバナンス・モデルを論じた。そして、そのモデルの欠陥の事例としてPVNを取り上げた。同社の問題として、同社はインサイダー・コントロール型の経営を維持しており、取締役会と監査役会の独立性が低く、モニタリングの役割を果たすことができなかったことが挙げられる。

2. 2014年以降のコーポレート・ガバナンス・モデル

2014年以降、ベトナムにおける企業のコーポレート・ガバナンス改革が促進された。例えば、2014年に改正された新会社法により独立取締役制度や監査等委員会制度が導入された。そして、2017年の法令71により、公開会社に対して独立取締役制度が義務化された²⁵⁹。本節では、2014年以降のコーポレート・ガバナンス改革を明らかにする。

2.1 2014年の新会社法

2014年の会社法の対象は、「すべての経済セクターにおける有限会社、株式会社、合名会社と私営企業の設立、管理組織及び活動、かつ企業のグループに関して規定する」と規定された²⁶⁰。2014年に改正された新会社法では、独立取締役制度²⁶¹や監査等委員会制度

²⁵⁹ ベトナム法において公開会社(ベトナム語: "Công ty đại chúng"、直訳すれば、大衆会社)とは、「株式の公募を行った会社」(証券法第25条第1項a号)、「証券取引所に株式を上場している会社」(同条、b号)、「プロ投資家を除く100人以上の投資家に株式を保有され、かつ、定款資本が100億VND(約4800万円)以上の会社(同条、c号)」をいう。上場会社は約700社が存在する。また、未上場の公開会社が1000社ほど存在している。

²⁶⁰ ベトナム国会(2014)の会社法の第1条適用範囲。

²⁶¹ ベトナム国会(2014)の会社法の第151条:取締役の機構、資格及び条件独立取締役は、以下の資格及び条件を備えなければならない²⁶¹。(ア)会社、会社の子会社のために業務を行っている者でなく、少なくとも過去3年間に会社、会社の子会社のために業務を行ったことがある者ではない。(イ)取締役として規定に基づき享受する補助的な各金員を除き、会社から給与、報酬を享受している者ではない。

(ウ)会社の大株主、会社又は会社の子会社の管理者である配偶者、父母、養父母、実子、養子、実兄弟姉妹を有する者ではない。

(エ)会社の議決権付き株式総数の少なくとも1パーセントを直接又は間接に保有する者ではない。

(オ)少なくとも過去5年間に会社の取締役会、監査役会の構成員であったことがある者ではない。

を導入した。そして、新会社法株式会社の管理組織機構の二つのモデルを規定し、企業は二つのうち一つに基づき、管理組織を選択し、活動する権利を有する²⁶²。

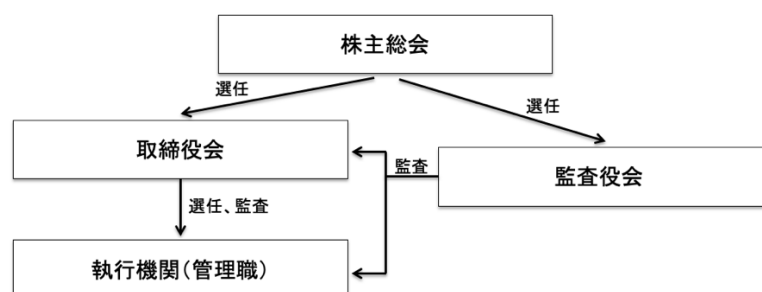
2014年の会社法は、①監査役会を設置する会社、②内部会計監査委員会を設置する会社の二つのガバナンス・モデルを規定した。企業は二つのうち一つを選択することができる。

(1) 監査役会設置会社

取締役会の監視についてベトナムの2014年の会社法は次のように規定している。全ての株式会社に取締役会が設置される。取締役は会社の株主でなくてもよい。取締役会は3人以上11人以下の取締役を有する。取締役の任期は5年を超えないが、回数制限なく再任されることが可能である。取締役会は企業の日常業務執行について、社長と他の管理職を監視し、指導する権限がある。執行機関である取締役社長は、取締役により任命罷免される。また、社長は取締役でなくてもよく、取締役会会長は執行機関のトップを兼任することもできるが、公開会社の場合、取締役会会長は社長を兼任してはならない。

監査役会のメンバーは会社の株主総会によって選任される。監査役会は3人から5人の構成員を有し、監査役の任期は5年以内とし、監査役の再任は可能であり、再任回数に制限はない²⁶³。監査役の資格及び条件について詳しい規定はなく、内部昇進でもよい。だが、同時に会社の管理職に就任することはできない。監査役会の義務は取締役会、業務執行機関による会社の管理及び運営を監査することである。

図表 78：監査役会設置会社の経営組織構造



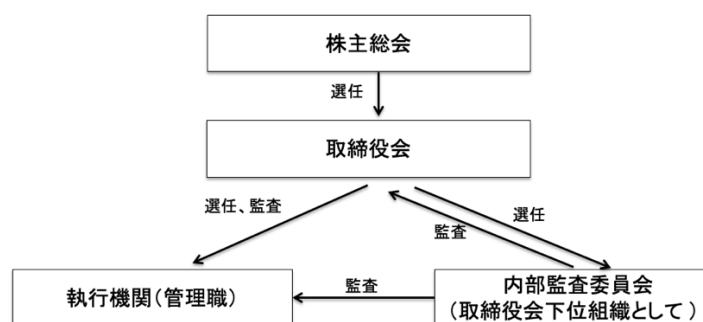
出所：筆者作成

(2) 内部会計監査委員会設置会社

図表 79：内部会計監査委員会を設置する会社の経営組織構造

²⁶² ベトナム国会（2014）の会社法の第134条：株式会社の管理組織機構。

²⁶³ ベトナム国会（2014）の会社法の第165条：監査役会の権限及び義務。



出所：筆者作成

内部会計監査委員会の管理組織機構は、監査役会を設置しない。この場合には、取締役会傘下の内部監査委員会を設置することが必要であり、取締役会の構成員の3分の1以上が非執行取締役、かつ、5分の1以上が独立取締役でなければならない。

以上のように、2014年の会社法以降、内部監査委員会を設置する企業では独立取締役制度が導入された。しかしながら、監査役会設置会社という管理組織機構を選択すれば、独立取締役制度を導入することは義務とされていない。

2.2 政府の法令 71

政府の法令 71 の対象は、全ての株式会社でなく、公開企業のみである²⁶⁴。法令 71 の第 1 条適用範囲は、「公開会社と公開会社に関係する権利を有する組織及び個人」と規定された²⁶⁵。ベトナム公開会社のコーポレート・ガバナンスについては、様々な法令（政府の決定）や通達（政府傘下の行政機関の決定）が公布された²⁶⁶。例えば、2012年9月17日付の通達 121/2012/TT-BTC（以下は、第 121 通達と呼ぶ）や 2017年6月6日付の法令 71/2017 / ND- CP（以下は、第 71 法令という）などの法令である。第 71 法令は、2012年7月26日付で財務省が公布した公開会社における企業統治を定めた第 121 通達に代わるものである²⁶⁷。

²⁶⁴ ベトナム法上、公開会社は、日本の定義とは異なり、上場企業に加えて、一定要件を満たす 100 名以上の株主、資本金が 100 億ベトナムドン以上の株式会社も含まれる。

²⁶⁵ ベトナム政府（2017）の法令 71 の第 1 条適用範囲

<http://www.moj.go.jp/content/001279112.pdf> 2019年10月24日にアクセス。

²⁶⁶ ベトナム政府（2017）の第 71 法令の第 2 条：用語の解釈では、コーポレート・ガバナンスとは、以下のものからなる原則の体系である。（ア）合理的なガバナンスの機構を保障する；（イ）取締役会・監査役会の効率的な活動を保障する；（ウ）株主及び関係者の権利を保障する；（エ）各株主の間の公正な取扱いを保障する；（オ）会社のあらゆる活動がオープン、かつ、透明であること。

²⁶⁷ ベーカー・マッケンジー 法律事務所（2017）、「Corporate & Tax Global Update ニュースレター Vol. 14」、2019年5月16日にアクセス。https://www.bakermckenzie.co.jp/wp/wp-content/uploads/Newsletter_170929_CorporateTaxGlobalUpdate_14_J.pdf

Vietnam business law, "Nghị định 71/2017 quy định mọi về quản trị công ty có phần đại chúng ở Việt Nam", 2019年5月16日にアクセス。<https://vietnam-business-law.info/blog-lut-kinh-doanh/2017/7/31/ngnh-nh-712017-quy-nh-mi-v-qun-tr-cng-ty-c-phn-i-chng-vit-nam>

取締役会の構成について、第 71 法令は、取締役会の構成員の 3 分の 1 以上が非執行取締役²⁶⁸、かつ、5 分の 1 以上が独立取締役でなければならないと規定した。公開会社の取締役の数が 5 人に満たない場合、会社は独立取締役である取締役を 1 人確保しなければならない。そして、公開会社が上場会社である場合、内部監査委員会を設置するかどうか関係なく、会社の取締役の機構は、総数の 3 分の 1 にあたる独立取締役である取締役を確保しなければならない。取締役会の独立取締役の新たな基準について、第 71 法令は、2012 年の第 121 通達と 2014 年の会社法を引用しており、内容は同じである²⁶⁹。

利益相反防止のための規制強化について、第 71 法令は、第 121 通達より公開会社における役職者の責任について以下の 2 点を規定する。最初に、取締役会会長は社長を兼任してはならず、株主総会決議で、この兼任禁止を免除することはできない。次に、取締役は 5 社を超える他社の取締役を兼任してはならない。

取締役会に属する各委員会の設置について、第 71 法令は、取締役会に属する各委員会の設置であり、次のように規定している。上場会社の取締役会は、人事委員会、給与委員会及びその他の委員会からなる取締役会の活動を補助する委員会を設立することができる。取締役会は各委員会の委員長を務める 1 人の独立取締役を任命しなければならない。各委員会の設立は、株主総会によって承認されなければならない。人事委員会、給与委員会を設立しない会社は人事、給与活動において取締役会を担当する独立取締役を割り当てることができる²⁷⁰。

図表 80：ベトナム公開会社のコーポレート・ガバナンスの規定

	第 121 通達	第 71 法令
適用範囲	公開会社	公開会社
取締役会の構成	取締役会構成員の総数の 3 分の 1 は非執行取締役会構成員でなければならない。一方、独立取締役について規定しなかった。	未上場公開会社：取締役会の構成員の 3 分の 1 以上が非執行取締役で、5 分の 1 以上独立取締役でなければならない。 上場公開会社：取締役会の構成員の 3 分の 1 以上が独立取締役でなければならない。
取締役会の独立取締役の基準	以下の全ての条件を満たさなければならないことが定められている。①非執行取締役会構成員であり、かつ管理職員等の関係者でない。②子会社、連結会社、公開会社が支配権を有する会社の取締役会構成員、社長（総社長）、副社長（副総社長）でない。③会社の大株	以下の全ての条件を満たさなければならないことが定められている。①当該会社又はその子会社のために現在業務を行っている者でないこと、かつ、当該会社又はその子会社のために直近 3 年間において業務を行った者でないことである。②当該会社から現在、給与又

²⁶⁸ 「非執行取締役」というのは、社長、副社長、会計部門の長及び会社定款の規定によるその他の業務執行者でない取締役である。（第 71/2017/ND-CP 号の第 2 条：用語の解釈）。

²⁶⁹ ベトナム財務省の第 121 通達（121/2012/TT-BTC）によれば、『独立取締役』とは、次の各条件を満たす取締役をいう。①非執行取締役（社長、副社長、会計主任及び取締役会に任命されるその他の管理職ではない取締役であり、かつ、社長、副社長、会計主任及び取締役会に任命されるその他の管理職の関係者ではない。②子会社、関連会社、公開会社が支配権を有する会社の社長、副社長、ではない。③大株主若しくは大株主の代理人又は会社の大株主の関係者ではない。④直近 2 年間において会社に法律、会計コンサルティング役務を提供する組織に勤務していない。⑤会社と年間の取引高が直近 2 年間における会社の総営業利益又は購入した商品、役務の総価値の 30%以上を占める取引先又は取引先の関係者である。

²⁷⁰ ベトナム政府の第 71/2017/ND-CP 号の第 17 条：上場会社の取締役会に属する各委員会。

	主又は大株主の代理人又は大株主の関係者でない。④直近の2年間において会社に法律、会計コンサルティング役務を提供する組織に勤務していない。⑤年間の取引高が会社に対して直近の2年間において総売上又は会社が購入した商品、役務の総価値の30%以上を占める取引先又は取引先の関係者でない。	は報酬を受領する権利を有する者でないこと(取締役が受給する手当を除く)である。③配偶者、親、子、兄弟姉妹が当該会社の主要株主又は当該会社若しくは子会社の役職者である者でないことである。④当該会社の議決権の1%以上を直接又は間接に保有する者でないことである。⑤直近5年間において当該会社の取締役又は監査役であった者でないことである。
利益相反防止	取締役会会長は社長を兼任することが可能。	取締役会会長は社長を兼任してはならない。取締役は5社を超える他社の取締役を兼任してはならない。
取締役会に属する各委員会	取締役会に属する各委員会を設置する。そして、各委員会を設立しない会社は人事、給与活動において取締役会を担当する独立取締役が必要である。	第121通達を継続すること。

出所：関連資料から筆者より作成

ベトナムのコーポレート・ガバナンスに関する法制度を、以下の図表 81 で整理した。

図表 81：ベトナムのコーポレート・ガバナンスに関する法制度

1986	12月：第6回共産党第5会でドイモイ政策（経済刷新）宣言。
1987	12月：「外国投資法」施行。（第4-HĐNN8、29/12/1987）
1990	12月：民間企業を対象とする「私営会社法」施行。「二院的制度」というガバナンス・モデルの導入。（第47-LCT/HĐNN8、21/12/1990）
1995	4月：（国有）企業を対象とする「国有会社法」施行。（第39-L/CTN、20/4/1995）
1996	11月：「外国投資法」改正。（第52-L/CTN、12/11/1996） 5月：ベトナム政府「国有企業の株式についての規定」公表。（第28/CP、7/5/1996）
1999	6月：「私営会社法」改正。（第13/1999/QH10、12/6/1999）
2000	6月：「外国投資法」改定。（第18/2000/QH10、9/6/2000） 7月：ホーチミン証券取引所開設。
2003	11月：「国有会社法」改正。（第14/2003/QH11、26/11/2003）
2005	11月：内外企業の企業制度の統一。「会社法」施行。（第60/2005/QH11、29/11/2005） 3月：ハノイ証券取引所開設。
2006	6月：「証券法」施行。（第70/2006/QH11、29/6/2006）
2007	1月：WTO加盟。
2012	9月：公開会社における企業統治を定めた第121/2012/TT-BTC公布。
2014	2005年の「会社法」改正。独立取締役制度および内部会計監査委員会制度導入。
2015	6月：にベトナム政府の第60/2015/ND-CP公布、主に銀行を除く上場企業の外国人保有制限撤廃。
2017	6月：法令71/2017/ND-CP公布。公開会社のコーポレート・ガバナンス制度の強化。

出所：関連資料より筆者作成

全ての企業が対象となる2014年の新会社法は、二つの株式会社の管理組織機構を規定した。内部会計監査委員会設置会社を選択すれば、独立取締役制度を導入することは義務である。しかしながら、監査役会設置会社を選択すれば、独立取締役制度を導入することは義務ではない。

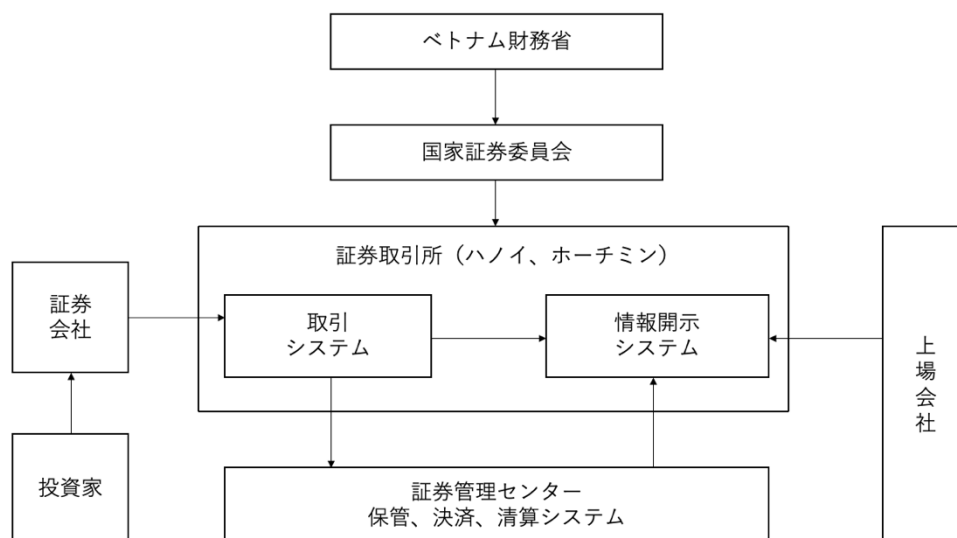
公開企業のみ対象となる第 71 法令は、独立取締役制度の導入について 2014 年の新会社法より厳しく規定していた。具体的に同法令は取締役会の構成員の 3 分の 1 以上が非執行取締役、かつ、5 分の 1 以上が独立取締役でなければならないと規定した。そして、公開会社が上場会社である場合、会社の取締役の機構は、総数の 3 分の 1 にあたる独立取締役である取締役を確保しなければならない。つまり、今後、全ての公開会社の取締役の機構では、独立取締役を確保しなければならない²⁷¹。

2.3 株式市場の上場企業に対する重要な規律

(1) ベトナム証券市場

ホーチミン証券取引所は 1998 年に政府の認可が下り、2 年間の準備期間を経て、最初に 2000 年 7 月 20 日にホーチミン証券取引センター (HOSE) として開設されて、実際の取引は同年 7 月 28 日から開始された。そして 2005 年 3 月にハノイ証券取引所 (HNX) も開設された。2009 年 6 月には、未上場の公開会社株式の取引市場 (Unlisted Public Companies Market, UPCoM) が HNX 内に作られた。ベトナムには現在ホーチミン、ハノイ、UPCoM の三つの取引センターがあり、銀行による融資などの間接金融だけでなく、資本市場の発展とともに、直接金融も誕生した。言い換えると、2000 年の時点から投資家の資金が直接企業に流れるようになったのである。

図表 82：ベトナム証券市場の構造



出所：関連資料より筆者作成

取引所は 2000 年 7 月に設立した後で、ベトナム政府の直接管理下にあったが、2003 年以降、財務省の国家証券委員会の下となっている。また取引所はベトナム政府から独立した組織ではなく公設市場という位置付けである。

²⁷¹ ベトナム政府 (2017) の第 71 法令の第 37 条は「独立取締役の規定を除く 2017 年 8 月 1 日に施行された。独立取締役の規定は 2020 年 8 月から効力を有する。

2015年12月末に株式時価総額は約680億米ドルであった²⁷²。2017年のベトナムの国内総生産（GDP）は約2215億米ドルであることからみると、証券市場の株式時価総額はまだ少ない（約64%）²⁷³。2008年以降に銀行セクターの与信残高は100%GDPを超え、2017年12月末に銀行セクターの与信残高は約3020億米ドルであり、株式時価総額に比べ、2倍である²⁷⁴。そして、債券市場における取引されているのは国債や地方債であり、社債の割合は低い。

ベトナム政府の第14号政令によると、証券取引センターまたは証券取引所に上場するため、企業は図表83の要件を満たさなければならない。

図表83：ベトナム証券市場上場の要件

	証券取引センター	証券取引所
株式会社の資本金	100億ドン以上	800億ドン以上
利益がある上場直前の年数	1年	2年以上
企業の累積損失	—	無
金融機関での不良債権	—	無
最低の株主	100名	100名

出所：2007年1月19日に発行された第14号政令の第8条より筆者作成。

（2）証券法

上記の会社法に加え、上場会社を含む公開会社は、証券法による規定も適用される²⁷⁵。証券法は2006年6月29日にベトナム国会を通過し、2007年1月1日から施行されている。公開会社とは、①株式の公募を行った会社、②株式を証券取引所または証券取引センターに上場している会社、または③100名以上の株主（機関投資家を除く）が存在し、かつ、払込済設立資本が100億ベトナムドン以上である会社、の少なくともいずれか一つを満たす会社である²⁷⁶。つまり、公開会社は、日本の定義とは異なり、上場企業に加えて、一定要件を満たす100名以上の株主、資本金が100億ベトナムドン以上の株式会社も含まれる。

証券法は、証券の諸活動を統制する規則を決め、証券投資家および関係者の正当な権利と利益を保護する法令である。証券法は11章と136条から構成され、その内容は次の通りである。

（ア）規則の範囲：証券公開・証券上場・取引・売買・投資・証券サービス・証券市場はすべて証券法の適用を受ける。

²⁷² キャピタル・パートナーズ証券株式会社（2018）「ベトナム株式市場投資戦略」、2018年10月15日にアクセス。http://www.capital.co.jp/jp/research/vietnam/pdf/V_Vietnam_Strategy_2018_180105_f1.pdf

²⁷³ 2017年12月27日にVnEconomyの記事、「GDP tăng 6,81%, quy mô nền kinh tế vượt 220 tỷ USD」、2018年10月15日にアクセス。<http://vneconomy.vn/gdp-tang-681-quy-mo-nen-kinh-te-vuot-220-ty-usd-20171227154739941.htm>

²⁷⁴ State Bank of Vietnam（2018）、2018年7月15日にアクセス。

<https://www.sbv.gov.vn/webcenter/portal/m/menu/trangchu/tk/dntddvntk>

²⁷⁵ 法律第70/2006/QH11号（2006年6月29日可決）。

²⁷⁶ 証券法25条。

(イ) 適用の対象：①ベトナム証券市場で活動して証券投資に参加するベトナムおよび外国の組織と個人、②証券の諸活動と証券市場に関係する他の組織と個人である。

(ウ) 証券公開の形態：①新規公開、②追加公開株式もしくは株式購入権の一般または第三者への提供。

(エ) 証券発行の規則：証券公開するための発行組織は、国家証券委員会（State Security Commission of Vietnam、SSC）に登録手続きが必要である。だが、ベトナム政府によって発行される証券やベトナム政府が認可した国際金融組織の債券発行などの場合を除く。

(オ) 証券発行の条件：投資家は、設立資本金、財務状況、実行資本金の用途計画に関する条件に合致しなければならない。株式公開の企業には最低設立資本金100億ベトナムドンが登録時に必要であり、公開のための登録出資証券の総価額は、出資証券公開の場合に最低でも500億ベトナムドンである。

公開会社には財政省通達(第121/2012/TT-BTC)、ベトナム政府の第71/2017/ND-CP号により規定されるコーポレート・ガバナンス原則が適用され(2006年の証券法第28条)、2014年の会社法よりも厳格に規制される。

図表 84：各証券取引所における株式の主な上場基準

	ハノイ証券取引	ホーチミン取引所
資本金	資本金が 300 億ベトナムドン以上である会社	資本金が 1200 億ベトナムドン以上である会社
利益	税引き後利益が過去 1 年間 ROE \geq 5%	税引き後利益が過去 2 年間黒字で、税引き後利益が過去 1 年間 ROE \geq 5%
負債	1 年以上延滞している負債がない 政府に対する金融負債がない	1 年以上延滞している負債がない 政府に対する金融負債がない
取締役、監査役などの債務	規定なし	取締役、監査役などの関係者の企業に対して負っている債務がすべて公表されている
投資家数	議決権のある株式の少なくとも 15% が 100 名以上の投資家によって保有されている	議決権のある株式の少なくとも 20% が 300 名以上の投資家によって保有されている
関係者の持ち株	取締役、監査役などの関係者は、上場後半年間については持ち株の 100%、その後半年間については同 50%を保有し続けると約束していること。但し、政府所有の代表として個人が保有している場合を除く	取締役、監査役などの関係者は、上場後半年間については持ち株の 100%、その後半年間については同 50%を保有し続けると約束していること。但し、政府所有の代表として個人が保有している場合を除く

出所：ベトナム政府の第 58/2012/ND-CP 号 2012 年 7 月 20 日付

図表 85：各証券取引所における株式の主な上場廃止基準

ハノイ証券取引	ホーチミン取引所
資本金が 300 億ベトナムドンを下回る場合	資本金が 1200 億ベトナムドンを下回る場合
事業が 1 年間休止、または事業免許がとりあげられる場合	事業が 1 年間休止、または事業免許がとりあげられる場合

3年連続赤字、直近1年で債務超過の場合	3年連続赤字、直近1年で債務超過の場合
議決権のある株式の少なくとも15%が100名以上の投資家によって保有されない場合	議決権のある株式の少なくとも20%が100名以上の投資家によって保有されない場合
取引所で1年間売買がない場合	取引所で1年間売買がない場合

出所：ベトナム政府の第58/2012/ND-CP号2012年7月20日付、第60/2015/ND-CP号2015年6月26日付

上場会社に対しては、証券取引所の定める規則も適用される。ハノイ証券取引所は、2004年OECD原則（OECD Principles of Corporate Governance）を基礎とした「コーポレート・ガバナンス・ハンドブック」を作成し、これは、上場会社にとってのマニュアル（manual）と位置付けられている。

2.4 ビナミルク社の事例

ビナミルク社は、牛乳、練乳、ヨーグルト、粉ミルクなどを製造・販売し、ベトナム最大の乳製品会社である。2017年末時点、ビナミルク社は、国内で13工場と二つの物流施設を持つ。ビナミルク社の製品は海外40か国への輸出も行なっている。

同社を取り上げる理由として、2013年にベトナム国資企業で最初に、独立取締役を選任し、米国型コーポレート・ガバナンスをモデルにした改革に取り組んだからである。新たなコーポレート・ガバナンス・モデルとして、独立取締役制度の導入や取締役会のもとに各委員会を設置した。また、ベトナム国有企業の大半が経営赤字の中で、同社は高い利益を生み出しており、最優良企業と市場から評価されている。そこで本節では、ビナミルク社のガバナンスについて論じる。

2.4.1 ビナミルク社について

（1）国有企業ビナミルク社の設立過程

ベトナムの乳製品生産業は1960年代に南ベトナムで始まった。1965年に米国資本のフォアモスト（Foremost）がベトナムの民間企業と合弁で会社（Foremost Dairies Vietnam S.A.R.L）を設立した。そして、1972年にベトナムに移住していた中国人がCosovinaという会社を設立した。1975年にベトナム戦争が終了した後で、南ベトナムの全ての民間企業が国有化され、工・農業食品管理省の食品局傘下に設置された。

1976年に、国有化された食品局傘下の民間企業が統合し、ビナミルク社の原型である「南部ミルク・コーヒ・菓子第I企業連合」が設立された。そして、1992年3月に南部ミルク・コーヒ・菓子第I企業連合は現在の社名であるビナミルク社に改称し、ベトナム軽工業省に所属することになった。1994年から2013年にかけて、同社はベトナムの北部と中部市場を開拓するため、ハノイ工場やビディン工場ならびにゲアン工場などの工場を設立した。

2003年にビナミルク社は株式化された。2003年時点では、国家保有分が80%であり、非国家所有分が20%であった。非国家所有分の20%の内訳はビナミルク社の従業員保有分が12.54%で、外部投資家保有分が7.46%であった。

そして、2006年1月19日にビナミルク社の株はホーチミン株式取引所に上場した。さらに、2017年4月15日に、同社は委員会制度を導入した。取締役会には指名・監査・報酬及び戦略委員会の四つの委員会を設置することで、独立取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会がそれぞれ、取締役・執行役の選解任、報酬に関する決定を担う。

(2) 海外市場への進出

2013年にビナミルク社は海外市場への進出を始め、これまでに地場企業の出資持分を取得する形でニュージーランド、カンボジア、米国に進出している。米国のカリフォルニア州にある Driftwood Dairy Holdings Corporation の70%の株を買収し、2016年5月に Driftwood の全株を買収した。そして、ヨーロッパ市場に進出するため、ビナミルク社は300万ドル(約3億1000万円)の資本金の「ビナミルク・ヨーロッパ」(Vinamilk Europe)という子会社を設立した。ヨーロッパにある子会社は、農畜産関連素材(家畜、牛乳・食品・飲料原材料)の卸売および乳製品の卸売・小売を行う。ビナミルク社は各国での現地法人への出資比率は以下の図表86に示す。

図表 86：ビナミルク社は各国での現地法人への出資比率

現地法人	地方	業務	ビナミルク社 出資比率
Driftwood Dairy Holdings Corporation	米国の カリフォルニア州	乳製品生産	100%
Angkor Dairy Products Co., Ltd	カンボジア	乳製品生産	100%
Vinamilk Europe Spółka Z Ograniczona Odpowiedzialnoscia	ポーランド	乳製品の 卸売・小売	100%
Miraka Co., Ltd	ニュージーランド	乳製品生産	22.81%

出所：ビナミルク社の2017年報告書

(3) ビナミルク社の株主構成

ビナミルク社は1976年に設立されたが、2003年にビナミルク社は株式化され、国家保有分が80%であった。近年ベトナムにおける国有企業の民営化を促進させるため、国家保有分は少しずつ減少している。

2017年12月31日時点、ビナミルク社の株主構成を図表87に示す。

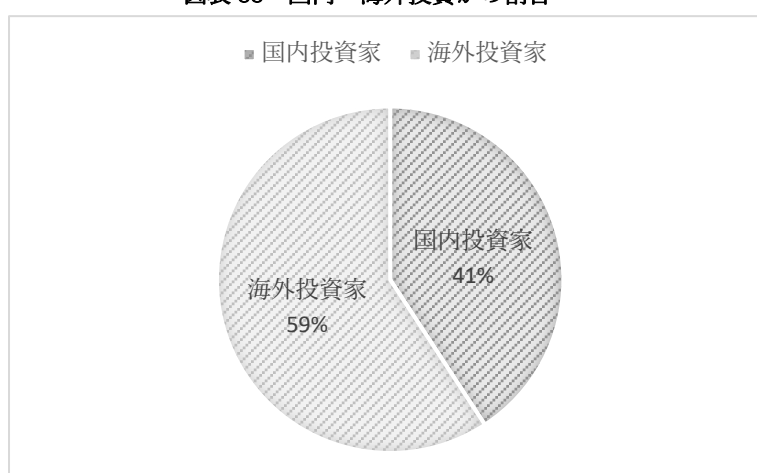
図表 87：ビナミルク社の大株主の状況

大株主名	2017年	2018年
国家 (SCIC)	36,00%	36,00%
F&N Dairy Investments Pte, Ltd	16,50%	17,31%
Platinum Victory Pte, Ltd	10,03%	10,62%
F&NBev Manufacturing Pte, Ltd	2,70%	2,70%
Matthews Pacific Tiger Fund	2,02%	1,97%
Arisaig Asia Consumer Fund, Ltd	1,65%	1,65%

The Emerging Markets Fund of the Genesis Group Trust For Employee Benefit Plans	1,23%	1,22%
The Genesis Emerging Markets Investment Company	1,17%	1,17%
Deutsche Bank AG London	1,09%	1,11%
Vietnam Ventures Ltd	0,90%	0,99%
Matthews Asia Dividend Fund	0,82%	0,91%
Government of Singapore	0,72%	0,86%
Vietnam Enterprise Investments, Ltd	0,68%	0,72%
Citi Group Global Markets Ltd	0,66%	0,65%
Stichting Depository APG Emerging Markets Equity Pool	0,62%	0,62%
Employees Provident Fund Board	0,59%	0,57%
Oppenheimer Developing Markets Fund	0,48%	0,42%
Norges Bank	0,44%	0,41%
BMO Investments II (Ireland) Public Ltd Company	0,41%	0,39%
Morgan Stanley and Co.International Plc	0,39%	0,37%
合計	79,10%	80,68%

出所：ビナミルク社の年報告書より筆者作成²⁷⁷

図表 88：国内・海外投資家の割合



出所：ビナミルク社の2018年の報告書より筆者作成

2018年12月31日時点では、ベトナム政府はビナミルク社の株式資本の36%を保有しているが、株主構成の中で国家の持ち株比率が一番高い。実質的にベトナム政府は、ビナミルク社の決定を支配することができる。何故ならば、全株の3分の1以上を所有している国家は大株主として拒否権を行使することができるからである。具体的には、政府は株式総会における取締役の選任などの問題について、影響を及ぼすことが可能である。

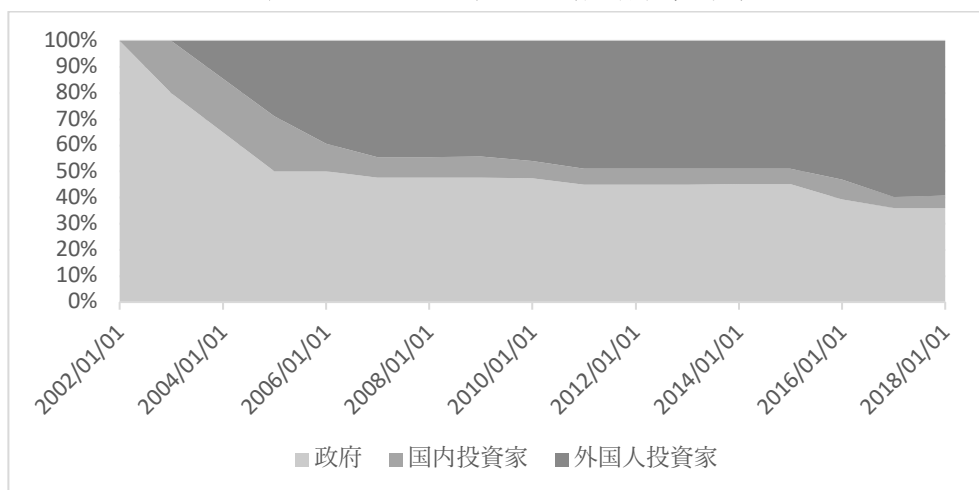
²⁷⁷ ビナミルク社の2017年の報告書 p.37、2018年の報告書 p.45。

<https://www.vinamilk.com.vn/vi/bao-cao-thuong-nien>

しかしながら、ベトナム政府はビナミルクの株の保有比率を 2019 年末に 30%まで引き下げる方針を打ち出した²⁷⁸。

また、図表 89 からみると、ビナミルク社の株の約 6 割は外資銀行や海外ファンドなどの海外投資家によって保有されている。とくに海外機関投資家が多数の株を保有しているため、ビナミルク社のコーポレート・ガバナンスに影響を及ぼすことが可能である。

図表 89：ビナミルク社では政府の保有率の変化



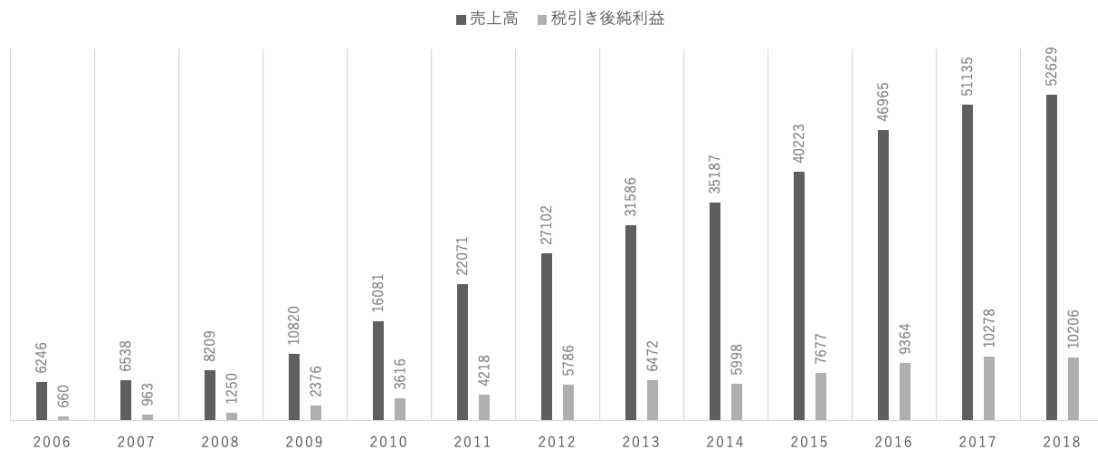
出所：ビナミルク社の報告書より筆者作成

(4) ビナミルク社の業績

大半のベトナム国有企業の経営が赤字である中で、高い税引き後純利益を生み出しているビナミルク社は最優良企業と評価されている。2017年にビナミルク社の資本金額は 34兆 667億ドン（約 1669億円）、純利益は 10兆 278億ドン（約 495億円）であった。報告書からみると、自己資本比率は 69%、債務比率は 31%、自己資本利益率（ROE）は 44%、総資産利益率（ROA）は 32%であった。ビナミルク社の経営業績を図表 90 で示す。

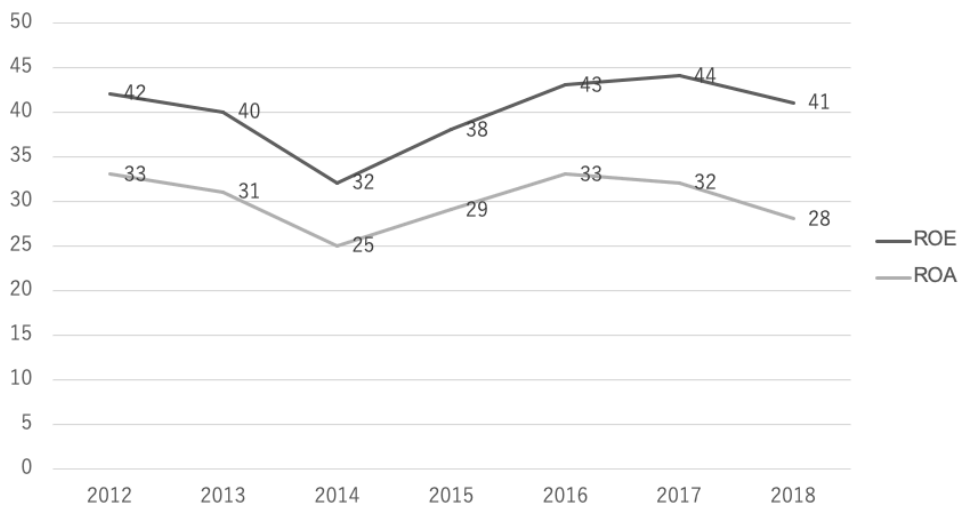
図表 90：ビナミルク社の売上高および税引き後純利益

²⁷⁸ 2011年に改定された「国有企業の株式についての規定」は、100%の所有権を持つ必要がある企業リストに記載された国有企業以外の企業が株式化の対象となった。「国有企業の株式についての規定」というのは 2015年、2017年の2回に渡って、改定された。国家は所有権を持つ必要があるのが国防及び治安の充足、産業用爆発物の製造・供給、国防や治安上特に重要な電力システム、多目的水力発電、原子力発電からの送電、国有および都市鉄道インフラの管理、運営；同監督、国防や治安上重要な空港の管理、運営；飛行の安全確保、海上輸送の安全確保、公共郵便サービス、くじ、出版許可（出版・印刷業そのものは除く）、紙幣の印刷、貨幣の廃棄、経済、社会開発に資する信用供与のみである。ビナミルクなどの食品製造の会社は国家が所有権を持つ必要がないと規定された。



出所：ビナミルク社の年報告書（2006～2018）、単位：10 億ベトナムドン（約 500 万円）

図表 91：ビナミルク社の自己資本利益率（ROE）と自己資産利益率（ROA）



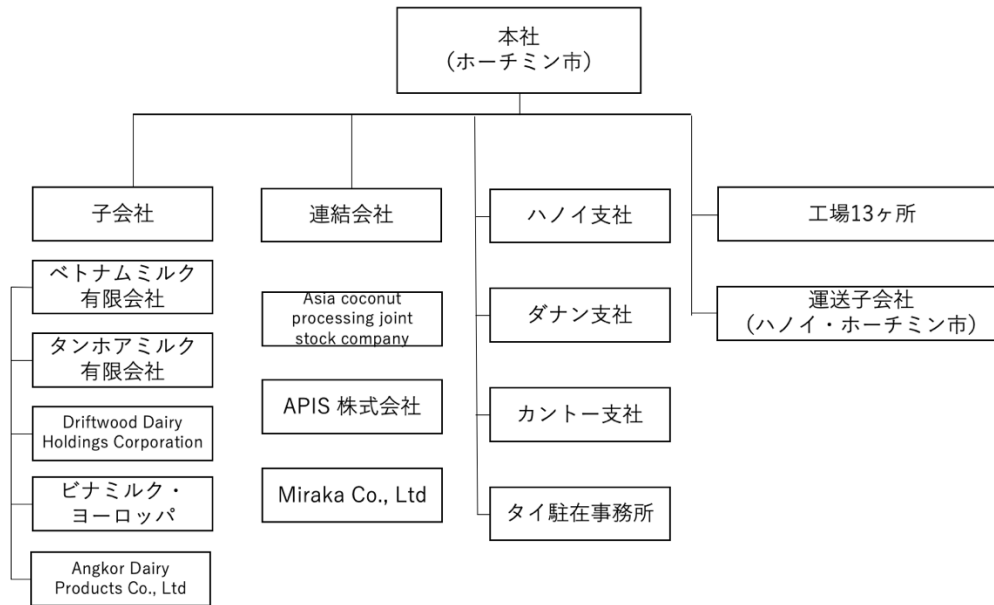
出所：ビナミルク社の年報告書（2012～2018）

この図で示されるように、10 年間に渡って、ビナミルク社は高い自己資本利益率（ROE）と自己資産利益率（ROA）を維持している（図表 91）。

（5）ビナミルク社の組織

ビナミルク社の本社はホーチミンに置かれ、ハノイやダナンやカントーなどの大都市に支社を設置している。ビナミルクの工場は拡大都市の周辺地方に設置されている。ビナミルク社の組織構成を図表 92 に示す。

図表 92：ビナミルク社の組織構成



出所：ピナミルクのホームページより筆者作成。

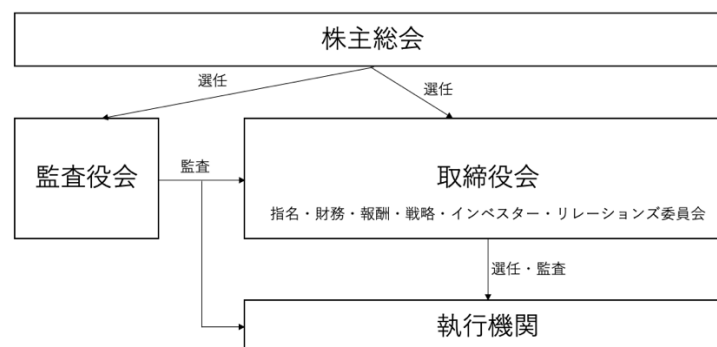
2.4.2 コーポレート・ガバナンスの枠組み

(1) ピナミルク社における委員会制度の導入

2008年3月に、ピナミルク社の取締役会では委員会制度を設置してはじめた。だが、2008年という時点では、ベトナムにおいて監査役会設置会社のみ認められた。そのため、同社の経営組織構造は委員会を設置したが、監査役会を設置しなかった。

取締役会には指名・財務・報酬・戦略委員会及び、インベスター・リレーションズ (Investor Relations, IR) の五つの委員会を設置した。取締役の人数は5名で、非執行取締役は3名であった。

図表 93：ピナミルク社の経営組織構造 (2008～2017)



出所：ピナミルク社の2008年の報告書より筆者作成。

2013年に、同社は独立取締役制度を導入した。取締役7名中で、独立取締役は2名で、非執行取締役は3名であった。独立取締役の2名は、HD Bankの会長レ・ティ・バン・タム (Le Thi Bang Tam) 氏と Ocean Bankの会長ハ・ヴァン・タム (Ha Van Tham) 氏で

あった。そして、独立取締役は取締役会傘下の指名委員会と報酬委員会の委員長をつとめている。

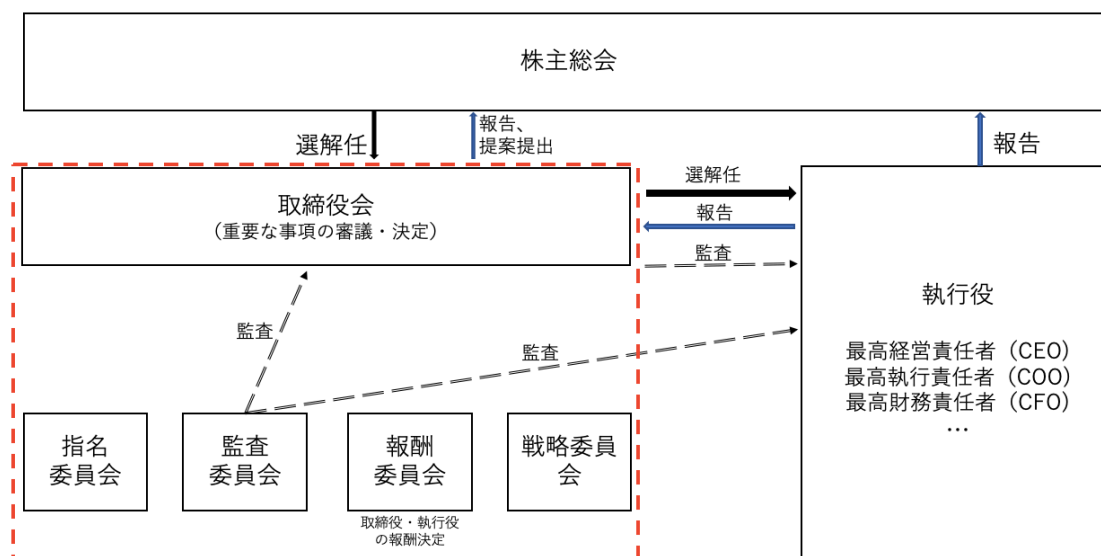
2015年に、取締役会の監視・監督機能を適切に発揮できるように、同社の最高経営責任者職（社長職）と取締役会長職が分けられることになった。独立取締役のレ・ティ・バン・タム氏は取締役会長を勤める。

2017年4月15日には、同社は内部会計監査委員会制度を導入した。取締役会には指名・監査・報酬及び戦略委員会の四つの委員会を設置し、独立取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会がそれぞれ取締役・執行役の選解任、報酬に関する決定を担う。

（2）コーポレート・ガバナンスの枠組み

ビナミルク社の経営組織は、取締役会と執行委員会の2層構造となっている。ビナミルク社の経営組織構造を図表94に示す。

図表94：ビナミルク社の経営組織構造（2017年以降）



出所：ビナミルク社の報告書より筆者作成。

取締役会は、執行委員会の社長及び他のメンバーを選任する権限を持っている。また、執行委員会のメンバーを罷免する権限も持つ。取締役会は企業の日常業務執行について、社長と他の管理職を監視し、指導する権限がある。

そして、監視・監督機能を適切に発揮できるように、取締役会の中で独立取締役の比率を過半数（取締役9名中独立取締役7名：2017年12月末）とし、独立取締役を取締役会議長としている。また取締役会には指名・監査・報酬及び戦略委員会の四つの委員会を設置し、いずれも独立取締役のみで構成し、経営の透明性を高めている。

独立取締役の独立性基準について、以下の各号のいずれかに該当する者は、独立性を有しないと判断する。

- ・ 当該独立取締役が、当社の業務執行取締役、執行役または取締役会によって任命された職位の関係者である場合
 - ・ 当該独立取締役が、当社の子会社、関連会社、または当社が議決権を保有している会社の業務執行取締役、執行役である場合
 - ・ 当該独立取締役が、当社の大株主（株の1%以上保有している株主）、または大株主の代表者である場合
 - ・ 当該独立取締役が、過去2事業年度のうちいずれかの事業年度において、法律、会計、税務の専門家またはコンサルタントとして、当社から報酬を受けている場合
 - ・ 当該独立取締役が、当社の取引先または取引先の関係者である場合
 - ・ 当該独立取締役が、当社の給料や報酬を受け取っている人である場合。ただし、規則に従って取締役会のメンバーが享受する報酬を除く。
 - ・ 当該独立取締役が、配偶者、父、養父、母、養母、子供、養子、兄弟、姉妹は当社または当社の子会社の大株主、業務執行取締役、執行役である場合
 - ・ 当該独立取締役が、過去3事業年度のうちいずれかの事業年度において、当社またはその子会社で働いている場合。
- 当該独立取締役が、過去5事業年度のうちいずれかの事業年度において、当社の取締役会または監査役会のメンバーであった場合。

次に各委員会の役割・責務および構成を下記のように示す。

第一に指名委員会を説明する。同委員会は株主総会に提出する取締役の選任および解任に関する議案内容を決定する機関である。具体的に、以下の事項を決定する。

- ・ 取締役会の選任基準及び業務執行取締役の選定基準
- ・ 取締役会や業務執行取締役の実効性の評価
- ・ 取締役会及び業務執行取締役の選定・解職議案の策定
- ・ 取締役会および当社の従業員に適用可能なコーポレート・ガバナンス（取締役会の実務慣行、統制環境、透明性のある開示、コーポレート・ガバナンスへのコミットメントを含む）の原則の策定

指名委員会は、原則として3名以上により構成する。その過半数は独立取締役とするとともに、委員会議長は独立取締役から選任されることとしている。なお、指名委員の選定及び解職は、報酬委員会の継続性にも配慮して行っている。

第二に監査委員会である。同委員会は、取締役および執行役の職務が適正かどうかを監査し、株主総会に提出する会計監査人の選任および解任・不再任に関する内容を決定する機関である。監査委員会の構成について、3名以上で構成され、その過半数は独立取締役にするともに、委員会議長は独立取締役から選任されることとしている。そして、監査委員会のメンバーは、財務・会計・法務に関する知識を有する者より選任し、選定と解職は、監査委員会の継続性にも配慮して行っている。また、監査委員は原則として報酬委員や指名委員を兼ねることができないものとしている。

第三に報酬委員会である。同委員会は、取締役および執行役の個人別の報酬内容、または報酬内容の決定に関する方針を決める機関である。報酬委員会の構成について、当社の報酬委員会は3名以上で構成され、その過半数は独立取締役とするともに、委員会議長

は独立取締役から選任されることとしている。ただし、企業の CEO、COO、CFO などの執行役は報酬委員を兼任することができないものとしている。

最後に戦略委員会である。同戦略委員会は、中長期的な計画、重要な案件、ガバナンス上の重要事項等に関する方針を決める機関である。戦略委員会の構成について、当社の戦略委員会は3名以上で構成され、その過半数は独立取締役とするとともに、委員会議長は独立取締役から選任されることとしている。

(3) ビナミルク社の役員

2017年12月31日時点では、ビナミルク社の取締役会は9名で構成されている。そして、取締役会の9名の中で、7名は独立取締役である。CEO、CFOの執行役の2名は取締役員を兼任している。取締役会の9名のプロフィールを図表95で示す。

図表 95：ビナミルク社の取締役会

	氏名	出生年	取締役の担当	重要な兼職の状況	
独立社外 取締役	LE THI BANG TAM	1947	取締役会長、 指名委員会 (委員長)	ホーチミン市開発銀行 (HDBank)の会長	財務省次官 (1995-2006)
	MAI KIEU LIEN	1953		当社の代表取締役社長 (CEO)	当社の元会長 (2003-2015)、ベ トナム共産党中央委 員(1996-2001)
独立社外 取締役	NGUYEN BA DUONG	1959	報酬委員会 (委員長)	Coteccons 建築(株)の会長	
独立社外 取締役	MICHEAL CHYE FAH	1959	監査委員会 (委員)	Thai Beverage Public Company の副会長	ニュージーランド 出身
独立社外 取締役	DANG THI THU HA	1973	監査委員会 (委員)	BinhMinh(株)、HauGiang薬品(株)、Vinacontrol(株)、Benovas(株)など取締役員、SCICの副部長	財務省の官僚
独立社外 取締役	NGUYEN HONG HIEN	1974	戦略委員会 (委員長)	TRAPHACO(株)、FPT(株)の 取締役員、SCICの副社長	財務省の官僚
独立社外 取締役	DO LE HUNG	1969	監査委員会 (委員長)		財務省の元官僚
	LE THANH LIEM	1973	監査委員会 (委員)	当社のCFO	
独立社外 取締役	LEE MENG TAT	1963		Fraser & Neave Ltd の COO、 Fraser&NeaveHoldings Berhad の取締役会員	シンガポール出身、 シンガポール政府の 元官僚

出所：ビナミルク社の2017年度の報告書 (pp.45-47)。

また同社の執行機関10名のプロフィールを図表96で示す。

図表 96：ビナミルク社の執行機関

氏名	出生年	入社年	担当
MAI KIEU LIEN	1953	1976	最高経営責任者 (CEO- Chief Executive Officer) (1992年12月～)

MAI HOAI ANH	1970	1996	執行副社長、最高販売責任者 (CSO-Chief Sales Officer)
TRINH QUOC DUNG	1962	2005	執行副社長、マテリアルマネジメント担当 (Chief Material Officer)
NGUYEN THI THANH HOA	1955	1983	執行副社長、サプライ・チェーン・マネジメント担当 (Chief Supply Chain Officer)
BUI THU HUONG	1962	2005	執行副社長、最高人事管理責任者 (CHRO-Chief Human Resources Officer)
NGUYEN QUOC KHANH	1964	1988	執行副社長、研究開発担当 (Chief Research & Development Officer)
LE THANH LIEM	1973	1994	執行副社長、最高財務責任者 (CFO-Chief Financial Officer)
PHAN MINH TIEN	1970	2014	執行副社長、最高顧客市場分析調査責任者 (CMO-Chief Marketing Officer)
NGO THI THU TRANG	1963	1985	執行副社長、プロジェクト調達マネジメント担当
TRAN MINH VAN	1960	1981	執行副社長、最高生産管理責任者 (CPO-Chief Production Officer)

出所：ビナミルク社の 2017 年度の報告書 (pp.49-51)。

そして、同社の執行役の報酬を図表 97 で示す。

図表 97：ビナミルク社の執行役の報酬

氏名	基本報酬	業務連動報酬	
MAI KIEU LIEN	23%	73%	取締役報酬 4%
MAI HOAI ANH	42%	58%	
TRINH QUOC DUNG	41%	59%	
NGUYEN THI THANH HOA	40%	60%	
BUI THU HUONG	43%	57%	
NGUYEN QUOC KHANH	41%	59%	
LE THANH LIEM	39%	53%	取締役報酬 8%
PHAN MINH TIEN	42%	58%	
NGO THI THU TRANG	38%	56%	取締役報酬 6% (2017.4 まで)
TRAN MINH VAN	41%	59%	

出所：ビナミルク社の 2017 年度の報告書 (pp.93)。

取締役会長のレ・ティ・バン・タム (Le Thi Bang Tam) 氏は 1947 年に生まれ、70 年代に政府の奨学金を得て、国費留学生として旧ソ連のレニングラード経済・財務大学で学んだ。1989 年に、博士号を取った後で、タム氏は帰国して、ベトナム財務省傘下の財務大学に就職して講師として働いた。1995 年に財務省の次官へ昇進した(任期 1995～2006 年)。2006 年以降、タム氏は国家資本投資経営総公社 (SCIC、State Capital Investment Corporation) の会長(任期 2006～2008 年)を歴任し、2008 年よりホーチミン市開発銀行 (HDBank) の会長職に就いた。2013 年 4 月に、タム氏は株主総会で国内外の株主

によって取締役会の独立委員に選出された。2015年に、取締役会の監視・監督機能を適切に発揮できるように、ビナミルク社の最高経営責任者職（社長職）と取締役会長職が分けられることになり、タム氏は取締役会長に選出された。上記からみると、独立委員として取締役会に入って、会長になったレ・ティ・バン・タム氏は SCIC・財務省・政府と深い関係があることが伺える。

最高経営責任者のマイ・キュウ・リエン（Mai Kieu Lien）氏はフランスのパリ都で1953年1月に生まれ、70年代に政府の奨学金を得て、国費留学生として旧ソ連のモスクワ乳製品加工工芸大学で学んだ。1976年に卒業した後で、リエン氏は帰国して、南部ミルク・コーヒ・菓子第I企業連合（ビナミルク社の前身）で加工牛乳及びヨーグルト生産責任技師として働いた。1982年に、当社の第一ミルク工場のアシスタント・ディレクターへ昇進した。1983年から1984年にかけて旧ソ連のレニングラード大学(Leningrad)で経営管理を学んだ。1984年にリエン氏は帰国して、南部ミルク・コーヒ・菓子第I企業連合の副社長になった。1992年3月に南部ミルク・コーヒ・菓子第I企業連合は現在の社名であるビナミルク社に改称したあとで、リエン氏は同社の社長（最高経営責任者）になった。1996年に、リエン氏は、ベトナム共産党第8期中央委員に選出され、共産党序列のトップになった。2003年に、ビナミルク社は株式化され、ビナミルク株式会社に改称した。リエン氏は同社の最高経営責任者（社長）兼取締役会長に選任された。2012～2015年に、フォーブス(Forbes)が選ぶ「アジア50名の女性経営者」(Asia's50PowerBusinesswomen)にベトナムから唯一人選ばれたのは、ビナミルク社の社長兼会長マイ・キュウ・リエン氏である²⁷⁹。彼女は Corporate Governance Asia の優秀経営者賞や日経新聞などによって選出されたこともある。

3. ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの変貌

これまでベトナムのコーポレート・ガバナンス・モデルについて説明してきた。2000年代以降ベトナムの国有企業では不祥事が目立ち、コーポレート・ガバナンスの改革の必要性が唱えられるようになった。国内外投資家からの圧力も無視できず、ベトナム政府は会社法の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った。

2014年に改正された新会社法により独立取締役制度や監査等委員会制度が導入された。これにより二つの管理組織機構が規定され、具体的には、①監査役会を設置する会社、②内部会計監査委員会を設置する会社である。企業は上記の二つのうち一つを選択することができる。内部監査委員会を選択した場合、取締役の20%以上は独立取締役でなければならない。

3.1 国資企業のコーポレート・ガバナンスの特徴

国資企業のコーポレート・ガバナンスの特徴について以下で述べる。

²⁷⁹2012年3月2日に Vietnamnet の記事、" Vinamilk CEO among Forbes' top 50 Asian businesswomen", 2019年5月16日にアクセス。 <https://vietnamnews.vn/society/221610/vinamilk-ceo-among-forbes-top-50-asian-businesswomen.html#kFa6KOAeFal7JoAv.97>

第一に、国資企業の株主構成について、民営化・株式化された国有企業では、国家保有分がまだ高いが、近年、外国投資家が大幅に買い越しているため、国家保有分は少しずつ減少している。例えば、ビナミルク社は株式化された時、国家保有分が80%であったが、2018年12月31日時点では、ベトナム政府はビナミルク社の株式資本の36%しか保有していない。ビナミルク社の株主構成の中で国家の持ち株比率が一番高いが、約6割は外資銀行や海外ファンドなどの海外投資家によって保有されている。

第二に、国資企業の管理制度について、1990年代以降、政府は企業の経営活動へ直接指導を行わないようになった。その代わりに、財務省傘下の国家資本投資会社（SCIC）は国資企業での国家資本の所有権代表者として権利を行使し、企業経営には介入する。

第三に、コーポレート・ガバナンス改革について、2014年に新会社法が改正された。そして、2017年に公開企業のみ対象となる第71法令が公布された。新会社法と第71法令は、企業のコーポレート・ガバナンスについて厳しく規定している。

そして、国資企業における2015年以降のコーポレート・ガバナンス改革の主なポイントは監督と執行の分離ならびに独立取締役制度の導入である。ベトナムでは、取締役会長が最高経営責任者を兼任することが多いが、株式化された国資企業では、監督と執行の分離が促進されている。ビナミルク社は2015年に取締役会改革を行い、最高経営責任者職（社長職）と取締役会長職が分離された。そして選出された取締役会長は、取締役会の独立委員であった。

もう一つは、独立取締役制度の導入である。ビナミルク社は2013年に、独立取締役制度を導入し、取締役会の中で独立取締役の比率を過半数とし、独立取締役を取締役会議長とした。独立取締役の独立性基準は取締役会によって規定された。新たな制度では、監督と執行の分離や独立取締役の存在によって、取締役会は「企業戦略等の大きな方向性」を示した上で、「独立した客観的な立場」から経営陣の監督を行うものとされている。

そして、ビナミルク社の取締役会には指名・監査・報酬及び戦略委員会の四つの委員会が設置された。独立取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会が、それぞれ取締役・執行役の選解任、報酬に関する決定を担うため、ガバナンス体制の大きな変更を伴った。委員会の委員は他の委員会を兼ねることができないものとしている。例えば、監査委員は原則として報酬委員や指名委員を兼ねることができない。そして、各委員会の構成については、3名以上で構成され、その過半数は独立取締役であり、各委員会議長は独立取締役から選任されることとしている。他社の取締役は、社内からの昇進者であることが多く、最高経営責任者（社長）と上司・部下の関係になっているケースが多く見られる。このような状況で、取締役が代表取締役に対して適切な監視を行うのは難しい。ビナミルク社の各委員会の委員は社外から選任されるため、取締役会は監視・監督機能を適切に発揮できるようになると考えられる。

第四に、従業員の利益を重視していることである。中国では、1978年12月以降、改革開放という政策が実施された。国有企業は国家から経営管理の支配権が委譲された。そのため、国有企業の経営者・従業員が実態的な経営コントロール権を強め、外部からのコントロールが弱まってきた。青木(1995)はそれをインサイダー・コントロールと名付けた。ベトナムでは、1986年に政府がドイモイ政策を実施した後で、国有企業のインサイダー・

コントロールという現象が生じた。ベトナム国資企業における従業員重視の事例を、ビナミルク社を取り上げることによって示す。一つは、2003年に、ビナミルク社の民営化・株式化への移行過程において、企業の株は低価格で優先的に従業員に分配されることになっている。2003年時点では、国家保有分が80%であり、非国家所有分が20%であった。非国家所有分の20%の内訳はビナミルク社の従業員保有分が12.54%で、外部投資家保有分が7.46%であった。2006年にビナミルク株はホーチミン市証券取引センターに上場し、ビナミルク株の市場価格は購入した価格の約3倍に上昇した。もう一つは、ビナミルク社の執行役は従業員の中から選任される。独立取締役制度を導入したが、執行役は社内からの昇進者であることが多く、職位階層序列を維持したと言える。企業の執行機関の10名のプロフィールからみると、執行役達は従業員から昇格した9名である。例えば、ビナミルク社の最高経営責任者マイ・キュウ・リエン氏は、約40年近く勤務後に最高経営責任者になった。

最後に、国資企業の管理制度の改革は進展したが、政府による国資企業への関与がなおも強い。ビナミルク社の設立過程からみると、1975年にベトナム戦争が終了した後で、南ベトナムの乳製品生産業民間企業3社が国有化されると、国有企業のビナミルク社が設立された。2003年にビナミルク社は民営化・株式化され、2006年にホーチミン株式取引所に上場した。2017年末時点、ベトナム政府はビナミルク社の株式資本の36%を保有しているが、同社の取締役・執行役のプロフィールから、元官僚出身や共産党員が多いことが伺える。例えば、取締役会の独立委員に選出されたレ・ティ・バン・タム氏は財務省の次官、国家資本投資経営総公社(SCIC、State Capital Investment Corporation)の会長を歴任したことがある。最高経営責任者マイ・キュウ・リエン氏は1996年にベトナム共産党中央委員に選出され、共産党序列のトップになった。つまり、民営化・株式化されたビナミルク社では、ベトナム共産党・政府の公務員や共産党員を選任することが少なくない。そのため、国資企業の管理制度の改革は進展したが、政府による国資企業への関与がなおも強いと考えられる。

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

ベトナム国資企業と国有企業ならびに民間企業のコーポレート・ガバナンス制度の比較を図表98で整理した。以下で、比較した後のそれぞれの特徴について以下に整理した。

図表98：ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの比較

		国資企業	国有企業	民間企業
株主構成		国家保有分がまだ高いが、少しずつ減少。	国家保有分が100%。政府が直接に介入することが多い。	創業者の保有分が高い。創業者一族が支配株主で、取締役会長や最高経営責任者が兼任することが多い。
政府の関与		やや強い	強い	弱い
企業の規模		やや大きい。	大きい	ほとんどが中小企業である。
コーポレート	独立取締役制度の導入	多い	導入しない	多い
	委員会制度の導入	多い	導入しない	多い

ガバナンス モデル	機関設計	内部会計監査委員会設置会社と監査役会設置会社	監査役会設置会社のみ	内部会計監査委員会設置会社と監査役会設置会社
	利益分配の理論	従業員の利益を重視している。	国家と従業員の利益を重視している。	株主の利益を重視している。
情報非対称問題		やや深刻	深刻	浅少
エージェンシー問題の生み出し		よく発生 国家と SCIC の関係 SCIC と国資企業の関係	よく発生 国家と国有企業の関係	あまり発生しない 創業者や経営者の保有分が高い

出所：関連資料より筆者作成。

最初に、株主構成に関して、2014年に改正された新会社法により、「100%国有資産の企業」を国有企業と定義するようになった。言い換えると、国有企業の株主は、国家のみである。そのため、ベトナム政府は国有企業に直接介入する。国資企業は、国家保有分がまだ高いが、少しずつ減少しているため、企業の従業員と外国人投資家の保有分が高くなりつつある。民間企業の場合、会社の創業者が現在の経営者として勤める会社も少なくない。多くの民間企業では、創業者一族が支配株主で、株主総会と取締役会の経営意思が一致しやすい。2000年以降、民間企業の株が証券取引所に上場することが多く、創業者一族以外の株主も存在するが、創業者の保有分はまだ高い。

二つは、共産党・政府の関与に関して、国資企業は、国有企業より政府の関与が弱い。ベトナムは国家の成り立ちから、一党支配を現在でも続けている。すなわちベトナムでは全ての主体の活動が共産党の主導下で行われている。国資企業もその例外ではない。また、ベトナム企業の資金調達方法の主体は間接金融であるため、政府は国有銀行を通じて、国内外の民間企業に間接的な影響を与えている。

三つは、ガバナンス・モデルに関して、国資企業と民間企業では、独立取締役制度を導入したが、国有企業では、独立取締役制度がまだ導入されていない。国有企業の取締役は政府の監督省庁あるいは財務省によって選任され、国家の公務員である。そして、国有企業における大半の取締役社長は取締役を兼任し、取締役会の会長が社長を兼任することも多い。監査役会のメンバーは取締役会によって選任され、監査役会は取締役会による支配を受ける。また、ベトナム国有企業では、現在でも内部昇進や年功序列などの採用システムを維持していることから、取締役と執行機関のメンバーは長期間で良好な関係になり、違法行為や不正行為をすることが多い。

最後に、国有企業と国資企業は依然として民間企業よりエージェンシー問題は深刻であると考えられる。90年代以降、ベトナム政府（国家）は国有企業の経営活動に直接関与しなくなった。国有企業と国資企業では、所有と支配が分離されたため、エージェンシー問題が発生する。国家と国有企業の経営者間の関係は、国家をプリンシパル、経営者をエージェントとするエージェンシー関係とみなされる。国家は、経営者よりも企業経営に関する情報を知らず、両者の間には情報の非対称性が存在する。また、国資企業では、国家と国家資本投資会社（SCIC）の関係も存在している。SCICは国家特別経済組織である。その役割は、国資企業の国家資本を受け取り、国家資本の所有権代表者として権利を行使す

ることである。国家とSCICの関係は、国家をプリンシパル、SCICをエージェントとするエージェンシー関係とみなされる。

ベトナムの民間企業の場合、上述したように、会社の創業者と大株主が現在の経営者として勤める会社も少なくない。そのため、ベトナム民間企業では、株主と経営者との間のエージェンシー問題があまり深刻ではないと考えられる。

本章では、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス制度を取り上げた。次では、各国におけるガバナンス制度の比較を図表 99 で整理する。

図表 99：各国のコーポレート・ガバナンスの比較

	米国	日本	中国	シンガポール	ベトナム
機関設計	委員会設置会社	①監査役会設置会社、②指名委員会等設置会社、③監査等委員会設置会社	①内部会計監査委員会設置会社、②監査役会設置会社	監査委員設置会社	①監査役会設置会社、②内部会計監査委員会設置会社
監査役会の設置	無	有	有	無	有
監査委員会の設置	有 (義務化)	有	有	有 (義務化)	有
独立(社外)取締役の選任	有 (義務化)	有	有 (義務化)	有 (義務化)	有
公的研修の規則	有 (義務化)	無	無	有 (義務化)	無
役員研修	有	無	有	有	無
公的独立取締役の人数の規定	監査委員会の過半数	無	取締役会の3分の1	取締役の2人、銀行業界では過半数を独立取締役	取締役会の3分の1の比率(法令 71)
専門職の規定	財務専門家	無	最低1人会計士資格保有	無	最低1人財務専門家
従業員代表監査制度	無	無	有	無	無

出所：関連資料より筆者作成。

機関設計について、米国では監査役会を設置しないから委員会設置会社のみ認めている。日本の場合、①監査役会設置会社、②指名委員会等設置会社、③監査等委員会設置会社という三つの機関設計がある。ベトナムの場合、2014年以降、内部会計監査委員会設置会社モデルが導入された。2020年現在では監査役会設置会社と内部会計監査委員会設置会社という二つのモデルを認めている。

独立(社外)取締役制度について、全ての国では導入されたが、日本とベトナムでは選任するのはまだ義務化ではない。役員研修の規則について、米国とシンガポール証券取引所に上場している企業と対するのは義務された。従業員代表監査制度というのは、中国のモデルのみ導入させている。

第6章：コーポレート・ガバナンス改革とその効果

第6章の主な目的は、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、ベトナムにおけるコーポレート・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分析することである。具体的には、上記の二つ以外の要素を加えたベトナム企業のガバナンス構造改革と企業パフォーマンスとの関係も実証分析により考察する。独立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効果については、サンプル数に制約があるため、あくまで調査結果については、現状の傾向について探るという分析に留まる。そして実証結果をもとに、次章でベトナム企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルについて検討する。

1. 「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の分析

上述したように2014年に改正された新会社法では、独立取締役制度²⁸⁰や監査等委員会制度を導入した。それらを組み込んだ機関設計が、新設された内部会計監査委員会設置会社である。新会社法はそれと監査役会設置会社の二つのモデルを規定し、企業はこれら二つのうち一つの機関設計を選択し、活動する権利を有する。内部会計監査委員会設置会社を選択すれば、独立取締役制度を導入することは義務で、取締役の20パーセント以上が独立取締役でなければならない。

さらに公開会社のコーポレート・ガバナンスを対象とする法令 71/2017/ND-CPは、2017年8月1日に施行された。法令71によると、公開会社が上場する際、会社の取締役の構成は、総数の3分の1は独立取締役であることを厳しく規定していた。この規定は、2020年から効力を有する。

筆者は主に独立取締役制度と委員会制度導入の状況を明らかにするため、ハノイとホーチミン証券取引所に上場している企業が発行する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を対象に、調査・分析を行った。

調査の概要について、上場している60社の報告書を対象として調査を実施した。このうち、30社がハノイ証券取引所に上場している（HAX30インデックス）²⁸¹。一方、30社がホ

²⁸⁰2014年の会社法の第151条：取締役の機構では、独立取締役の資格及び条件は、以下の資格及び条件を備えなければならない。（ア）会社、会社の子会社のために業務を行っている者でなく、少なくとも過去3年間に会社、会社の子会社のために業務を行ったことがある者ではない。（イ）取締役として規定に基づき享受する補助的な各金員を除き、会社から給与、報酬を享受している者ではない。（ウ）会社の大株主、会社又は会社の子会社の管理者である配偶者、父母、養父母、実子、養子、実兄弟姉妹を有する者ではない。（エ）会社の議決権付き株式総数の少なくとも1パーセントを直接又は間接に保有する者ではない。（オ）少なくとも過去5年間に会社の取締役会、監査役会の構成員であったことがある者ではない。

²⁸¹ VN30 インデックスは、2012年の2月にホーチミン証券取引所(HOSE)によって運用が開始された。HOSEに上場されている銘柄のうち、時価総額と流動性が高い30銘柄で構成されている。運用開始時点では、HOSEの時価総額の80%、市場取引の50%にもなる。VN30インデックスは、海外の主要インデックスと同様に浮動株式数と流動性によって調整される。メインの指標としてこれまでに使われている

一チミン証券市場に上場している（VN30インデックス）。これらを調査対象とした理由は、開示情報の信頼性がある点と上場企業に占める報告書発行企業の割合は、発行企業数で見れば全体の10%に過ぎないが、時価総額では51%と過半数を超えているからである。

本調査報告では、統合報告書の発行状況に加え、「ガバナンス」の領域における開示状況を調査した。機関設計と独立取締役の選任状況という調査結果の主なポイントを以下に列挙した。

（ア）機関設計

調査結果をみると、監査役会設置会社が多数を占める状況である。図表100よりホーチミン証券取引所（HOSE）に上場している企業で内部会計監査委員会を導入している企業の割合は20%、ハノイ証券取引所（HAX）でそれを導入している割合はおよそ6.7%であった。

図表 100：機関設計



出所：調査結果より筆者作成

（イ）独立取締役の選任状況

2017年の第71法令によると、上場会社の取締役会の構成員のなかに独立取締役を3分の1以上選任することを求めているが、調査の結果からみると、2018年には60社のうち28%がこの原則を守っている。しかしながら、この規定は、この議定が効力を有する日から3年後に効力を有することもあり、2018年現在で独立取締役制度の導入する企業はまだ少ない。

図表 101：独立取締役比率

独立取締役比率(%)	VN30	HAX30
0%	4	11
0%以上3分の1未満	15	15
3分の1以上	12	5

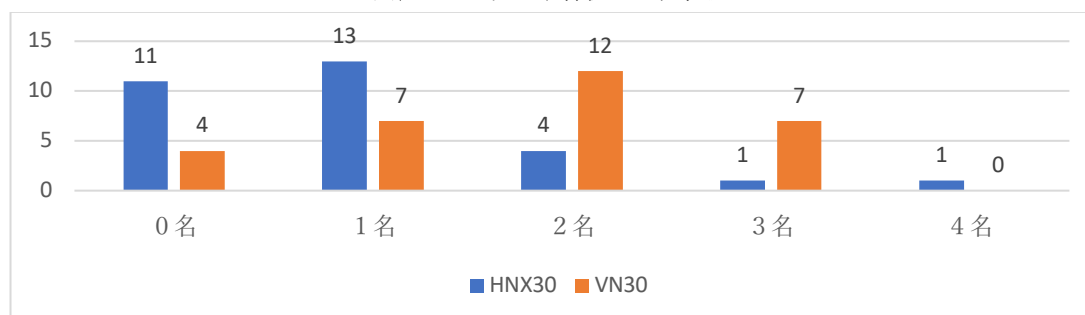
出所：筆者作成

VN-Index は、HOSE に上場されている約 400 社を対象にしているが、こうした調整を行っていないものであり、VN30 インデックスはより市場の状況を明快にあらわすことができるとされている。

HNX30 インデックスとは、ハノイ証券取引所（HAX）の時価総額と流動性が高い TOP30 銘柄の価格指数である。HNX30 インデックスの基準日は 2012 年 3 月 1 日であり、基準値は 100 ポイントである。運用開始時点では、HAX の時価総額の 60%、市場取引の 50%にもなる。

そして、60社の独立取締役の選任状況を図表102で示す。

図表 102：独立取締役の選任状況



出所：調査結果より筆者作成

ホーチミン証券取引所(HOSE)では、2名以上の独立取締役を選任する上場企業の比率が約6割(19/30社)である。ハノイ証券取引所(HAX)で2名未満の独立取締役を選任する上場企業の比率が8割(24/30社)である。つまり、ハノイ証券取引所よりホーチミン証券取引所に上場している企業の方が独立取締役を多く選任する傾向にある。

(ウ) 外国人持株比率の比較

調査の対象となる60社では、外国人持株比率は下の図表103のように示す。

図表 103：外国人持株比率

外国人持株比率	HAX30 インデックス (社)	VN30 インデックス (社)
10%未満	18	6
10%以上 30%未満	10	10
30%以上 49%未満	1	7
49%以上 60%未満	1	6
60%以上	0	1

出所：筆者作成

図表 104：外国人の株式保有率比較

	HAX30 インデックス (%)	VN30 インデックス (%)
外国人の平均保有率	11.42	30.45

出所：筆者作成

調査の結果からみると、ハノイ証券取引所(HAX)に上場している30社のうち、外国人の株式保有率が30%未満という企業は、90割(28/30社)でる。

ホーチミン証券取引所(HOSE)では、30%未満が約50%で、30%以上60%未満が43%である。ハノイ証券取引所よりホーチミン証券取引所に上場している企業のほう外国人の株式保有率が多いということがわかる。

(エ) 調査結果の解釈

2015年以降、ベトナムのコーポレート・ガバナンスが大きく変わりはじめたが、上記の調査を分析すると以下のように説明できる。

第一に、監査役会設置会社が多数を占めているというのは日本と同様である。この理由として以下の要因が考えられる。株主会社の株主総会のみ会社の機関（設計）を選択することができる。社内において強い権限を持つ経営者は、自らの経営活動に対する強い監視を望まない。社長は安定株主からの委任状を握り、株主総会での議決権を持ち、自ら望む株式会社の機関を選択することが多い。具体的には、監査役会設置会社における監査制度には、取締役会による監視や監査役会による監査がある。取締役会による監視について、取締役会のメンバーがほとんど業務執行担当者によって占められ、意思決定および監査と業務執行の機能が分離されていない。つまり取締役は業務執行担当者から選ばれるため、取締役会の中に代表取締役社長は上位に位置する。つまり、取締役会は経営者を監査することはほとんど不可能である。

そして、内部昇進という採用習慣を維持しているベトナム企業では、監査役は、社内の役員の中での序列も相対的に低いいため、強い独立性を保ち、経営者の業務執行を監査することはほとんど不可能である。さらに、監査役の情報回収能力も限定されている。そのため、監査役会は経営者に対する監視機能をほとんど果たさない。

第二に、新設された内部会計監査委員会設置会社と独立取締役制度の導入が進まない点について述べる。2017年の第71法令によると、全ての上場会社の取締役の機構は独立取締役を3分の1以上選任することを求めているが、この規定は、この議定が効力を有する日から3年後に効力を有する。2018年末時点でも、公開会社のコーポレート・ガバナンスの規定は2014年の会社法に基づき調整されていた。2014年の会社法によると、監査役会設置会社という機関を選択すれば、独立取締役を選任しなくてもいい。そのため、2018年末時点では、独立取締役制度や内部会計監査委員会制度の導入等のコーポレート・ガバナンス改革が進展していない可能性があると考えられる。

第三にホーチミン証券取引所に上場している企業はハノイ証券取引所の企業より独立取締役制度と委員会制度のコーポレート・ガバナンス改革を導入している。要因として、二つの取引所に上場している企業の規模や株主構成などが挙げられる。ベトナムでは、同時に二つの取引所に上場することはできない。ハノイ証券取引所に上場している企業は、小規模な企業である。ホーチミン証券取引所に上場している企業は、大規模な企業である。そして、大規模な企業では、経済力が集中し、最大株主の持株比率が低下し、株主数が増大したことである。株式会社所有権の分散化が促進するとともに、株式会社の所有（株主）と支配（経営）の分離あるいは所有と支配の分離が発生することを明らかにした。上記の要因のため、ホーチミン証券取引所に上場している企業はコーポレート・ガバナンス改革に積極的に取り組んでいる。

ハノイ証券取引所に上場している企業（HAX30）とホーチミン証券市場に上場している企業（VN 30）の主な財務指標を図表105で示す。

図表 105：HAX30 と VN 30 の主な財務指標

	VN30	HAX30
資産	167856.83	25581
資本	26385.63	3057.87
ROA(%)	8.08	7.82
ROE(%)	18.81	16.80
Tobin's Q	1.71	1.19
非執行取締役比率(%)	77.19	70.16
独立取締役比率(%)	24.50	16.19
内部会計監査委員会(社)	5/30	2/30
外国人保有率(%)	30.45	11.42
国家の保有率(%)	16.24	14.76
大株主の保有率(%)	47.22	40.25
役員の保有率(%)	10.90	13.39
上場年数(年)	7.57	7.37

出所：関連資料より筆者作成。

図表 105 からみると、企業規模および外国人投資家の保有率は独立取締役制度と委員会制度の導入に大きく影響を与えていると考えられる。

2. 実証分析

2.1 先行研究と仮説の設定

第 6 章の主な目的は、ベトナムにおけるコーポレート・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分析することである。最初にベトナム企業のコーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスに関する先行研究を以下のように整理した。

ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの関係について、Vo and Phan (2013)は、ホーチミン証券市場の全ての企業を対象に分析し、その結論について、以下の二つの効果を認めた²⁸²。①女性役員の選任、取締役の知識やスキルならびに役員報酬と企業パフォーマンスには正の関係がある。②取締役の人数が多いほど、企業パフォーマンスが抑制されることを示している。

ベトナム国内民間商業銀行のコーポレート・ガバナンスと銀行のパフォーマンスの関係について、Nguyen (2016)は、ベトナム国内の 16 行を抽出した²⁸³。実証結果によれば、取締役の規模と企業パフォーマンスには正の相関関係がある。女性役員比率や取締役の学歴ならびに役員年齢などは統計的に有意ではない。また、Nguyen (2016)は独立取締役には必要な知識やスキルが不足しているため、独立取締役比率と企業パフォーマンスには負の関係があると主張している。

²⁸²Vo Hong Duc & Phan Bui Gia Thuy (2013), pp.1-15.

²⁸³Nguyen Manh Ha (2016), “Quan he giua quan tri doanh nghiep voi hieu qua hoat dong cua cac ngan hang Viet Nam”, 2020 年 3 月 15 日にアクセス。

<http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/quan-he-giua-quan-tri-doanh-nghiep-voi-hieu-qua-hoat-dong-cua-cac-ngan-hang-viet-nam-111141.html>

企業の市場価値と取締役会の規模の関係について、Pham and Phan (2018)は、2010年から2016年の上場企業(214社)を対象として、分析を行った²⁸⁴。①取締役会の規模とROAは、企業の価値と負の関係にあり、1%の有意水準で統計的に有意である。②企業の規模(総資産)は、企業価値と正の関係にあり、1%の有意水準で統計的に有意である。③ハノイ証券市場に上場する企業で社長が会長を兼務する場合、企業の価値が向上する可能性が高いことを示している。

図表 106：ベトナムにおけるコーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンス

先行研究	サンプル		変数	コントロール変数
Vo and Phan (2013)	ホーチミン証券市場の上場企業 77 社 (2006~2011)	ROA	取締役会の規模 女性役員比率 CEO/会長分離 (ダミー) 取締役の知識やスキル 役員報酬 役員の持株比率 大株主の持株比率	企業の総資産 企業年齢 国家持ち株有無 (ダミー)
Vo・Hoang and Phan (2013) ²⁸⁵	ホーチミン証券市場の上場企業 80 社 (2006~2012)	役員報酬	企業の規模 ROE 負債比率 (D/E) 役員の持株比率 役員の学歴	CEO/会長分離 (ダミー) 独立取締役比率
Nguyen (2016)	ベトナム国内民間商業銀行 16 行 (2006~2014)	ROA	取締役会の規模 女性役員比率 役員の学歴 役員の年齢 独立取締役比率 大株主の持株比率	企業の規模 企業年齢 国家持ち株有無 (ダミー)
Pham and Phan (2018)	上場企業 214 社 (2010~2016)	Tobin's Q	取締役会の規模 CEO/会長分離 (ダミー)	企業の規模 (総資産) ROA

出所：関連資料より筆者作成。

上述したように、本章の目的は、ベトナムにおける国資企業のコーポレート・ガバナンス改革と企業パフォーマンスの関係を検討することである。主に考察したいのは独立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、それについては、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る。以下で設定した仮説について説明する。

最初に、独立取締役比率は、取締役会の構成員の中に占める独立取締役数の比率である。独立取締役制度を導入することで多様性を確保し、外部からのモニタリングを強化することは、コーポレート・ガバナンスの質を高める可能性がある。さらに、それはアドバイザー機能としての役割を果たすことも期待される。

Adams and Ferreira (2009) は、取締役会の多様性の増加はガバナンス体制の強化に繋がりと、経営者と株主間に生じるエージェンシー問題を改善させて企業パフォーマンスを向上

²⁸⁴ Pham Huu Hong Thai, Phan Thi My Kieu (2018).

²⁸⁵ Vo Hong Duc, Hoang Dinh Son, Phan Bui Gia Thuy (2013), pp.14-27.

させると指摘している。これは、Erhardt, et al. (2003) が指摘している仮説と同様である。Erhardt, et al. (2003) は、取締役会の構成の多様化が ROA・ROIなどの指標を高める効果を証明している。齋藤(2011) は 1997年から2007年の日経500に含まれたことのある企業(銀行・金融業を除く)511社について実証分析を行い、取締役会構成の決定要因を分析している。その結論については、独立取締役制度を導入した企業は、導入しなかった企業より利益率が上昇していることを明らかにしている。また 2008年のリーマン危機の際に独立取締役に業績悪化を食い止める効果があったかについては統計的に有意な効果を認めている。そこで以下の五つの仮説を設定する。

仮説1. 独立取締役比率が高くなると、コーポレート・ガバナンスの質を向上させることを通じて企業パフォーマンスが上昇する。

次に委員会制度導入が企業パフォーマンスに影響を及ぼしているかについて検証する。

委員会設置会社への移行、これと関連して取締役の人数の縮小などの先行研究には、宮島・新田(2007) があり、コーポレート・ガバナンス改革が企業に与える影響を分析している。その結論としては、二つの効果が示されている。一つは、東証1・2部上場企業(金融を除く)のうち、1996年度と比べて、2004年度までに執行役員制度を採用するか委員会(等)設置会社へ移行した会社の株価変動性が高い。改革の効果については、執行役員制度の採用や委員会設置会社への移行は業績改善をもたらしていないが、いずれかの改革が取締役の人数の縮小と同時に実施された企業では業績の改善に結びついている。

また、三輪(2006)によると、委員会設置会社に移行した企業に回帰分析を行った結果、委員会制度への移行とトービンのQには有意な正の相関があると指摘する²⁸⁶。

そこで以下の仮説を立てる。

仮説2. 委員会制度を導入すると企業パフォーマンスが向上する。

しかしながら、上記の分析を試みる場合に障壁がある。これは独立取締役と委員会制度が認められるようになってから日が浅く、サンプル数が少ないことである。独立取締役について、ベトナムでは、2014年に改定された会社法から、それを導入した。上場企業を対象とする法令71は2017年に施行され、取締役の構成は、総数の3分の1にあたる独立取締役であることを厳しく規定したが、この規定は、2020年から効力を有するため独立取締役に関するサンプル数は必然的に小さくなる。委員会制度も2014年に内部会計監査委員会等設置会社が認められることにより、本格的に導入されるようになり、サンプル数がさほど多くない。

そこで、それらの点を補う意味で、コーポレート・ガバナンス改革を構成する以下の要素も組み込んで分析を試みる。これは今後のコーポレート・ガバナンスのあり方を検討する上でも重要である。

²⁸⁶三輪(2006)、pp. 56-72。

第一に、非執行取締役比率である。非執行取締役比率²⁸⁷が上昇すると、取締役会の独立性が高まり、執行機関へのモニタリング機能を強化することになるであろう。これは、ある程度、独立取締役の導入の効果と性質は類似している。幸いなことに非執行取締役を導入している企業は独立取締役制度を導入している企業よりも数が多い。2018年末時点で、全ての企業は非執行取締役を選任したが、独立取締役制度を導入した企業は56社であった。そこで以下の仮説を立てる。

仮説 3. 非執行取締役比率が大きくなると取締役会の独立性が高まって、企業パフォーマンスは向上する。

第二に、外国人持株比率の上昇は、企業のコーポレート・ガバナンス体制を強固にすると考えられる。宮島英昭・原村健二・稲垣健一(2003)は、外国人持株比率の上昇がコーポレート・ガバナンス改革を促すことと指摘している。Miyajima and Ogawa(2016)は、外国人株主比率と独立取締役の選任には正の相関関係があることを明らかにしている。

篠田(2010)は株主総会における議決権行使の調査から、外国人投資家は「モノ言う株主」として、企業パフォーマンスが低調な場合には、躊躇なく経営陣に退陣を迫ることを示している。そのため、外国人持株比率は、株主によるモニタリングの強弱を表す指標となると考えられる。

ベトナムにおいて、グローバル化の進展により、外国投資家は2012年、2013年と売り越しが続いた後に、2014年から2017年まで買い越しが続いた。とくに、2016年と2017年は大幅に買い越ししていた。ベトナム企業において外国人持株比率が上昇するとコーポレート・ガバナンスへの質が改善し、経営者へのモニタリングが強化されて、経営の効率性が高まる可能性がある。そこで以下の仮説を立てる。

仮説 4. 外国人持株比率が高まると取締役の多様性とモニタリング機能が向上し、企業パフォーマンスは上昇する。

第三に役員持株比率である。経営者の株式所有と企業パフォーマンスの関係について、フィンケルシュタインとハンブリック(Finkelstein and Hambrick, 1989)は、経営者の権限は経営者の株式所有の増加関数であると主張している。Morck et al(1988)は、米国のFortune誌(フォーチュン誌)が選択した500社を抽出し、企業パフォーマンス(トービンのQ)と取締役の株式所有との関係を調査した²⁸⁸。実証結果は、取締役の持株比率が5%まで、トービンのQが増加するが、取締役の持株比率は5%から25%ではトービンのQが減少し、比率が25%以上になるとトービンのQは増加する。

McConnell and Servae(1990)の研究は米国の上場企業からサンプルを抽出し、会社の内

²⁸⁷ ベトナム政府の第71/2017/ND-CP号の第2条：用語の解釈によると「非執行取締役」というのは、社長、副社長、会計部門の長及び会社定款の規定によるその他の業務執行者でない取締役である。

²⁸⁸ Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), pp.293-315.

部経営者による株式所有とトービンのQとの関係を調査した²⁸⁹。実証結果によれば、両者に有意な曲線の関係があることを示している。経営者の持株比率の増加が50%になるまでは、企業の業績（トービンのQ）が増加するが、比率がそれ以上増加すると、トービンのQは減少する。

日本企業を研究対象としてLichtenberg and Pushner(1994)や手嶋(2004)や三輪 (2016)などの研究がある。Lichtenberg and Pushner(1994)は、企業パフォーマンスの代理変数である全要素生産性を被説明変数とし、取締役の持株比率を説明変数とする回帰分析を行った²⁹⁰。実証結果は、取締役の持株比率が有意な正の影響を及ぼすことを示した²⁹¹。

手嶋(2004)は、全従業員の株式所有と企業パフォーマンスの関係について実証的に分析した。実証結果は、従業員の持株比率が低い範囲では、株主と従業員の利害を一致させる効果が生じるが、高い範囲では、負の関係が生じることを示唆している²⁹²。

三輪(2011)は2006年8月時点における東京証券取引所1部上場企業のデータを用いて分析を行なった。研究の結果は、持株比率が0%から5%の範囲では有意な関係はなく、5%から37%の範囲では正の有意な関係が、37%以上の範囲では従業員の株式所有は企業パフォーマンスを低下させる可能性がある²⁹³。

以上の先行研究から、米国と日本企業を分析対象とした研究は、経営者の持株比率が一定の範囲にある場合、企業パフォーマンス（トービンのQ）が向上する可能性がある。そこで以下の仮説を立てる。

仮説 5 . 役員持株比率が高まると企業パフォーマンスに正の影響を及ぼす。

本章にて設定した五つの仮説を図表 107 で整理した。

図表 107 : 仮説設定

先行研究	仮説
Adams and Ferreira (2009) 、 Erhardt, et al. (2003) 、齋藤(2011)	仮説 1 . 独立取締役比率が高くなると、CGの質を向上させることを通じて企業パフォーマンスが上昇する。
宮島・新田(2007) 、三輪 (2006)	仮説 2 . 委員会制度を導入すると企業パフォーマンスが向上する。
	仮説 3 . 非執行取締役比率が大きくなると取締役会の独立性が高まって、企業パフォーマンスは向上する。

²⁸⁹ McConnell, J. J. and H. Servaes (1990), pp.595-612.

²⁹⁰ 全要素生産性（Total Factor Productivity、TFP）とは、経済成長（GDP成長）を生み出す要因で、資本や労働といった量的な生産要素の増加以外の質的な成長要因である。

²⁹¹ Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994), pp.239-261.

²⁹² 手嶋宣之(2004)、『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンスーファイナンス理論による実証的アプローチ』白桃書房、第2章。

²⁹³ 三輪(2011),pp.133-152.

Miyajima and Ogawa (2016) 篠田(2010)	仮説 4. 外国人持株比率が高まると取締役の多様性とモニタリング機能が向上し、企業パフォーマンスは上昇する。
Morck et al(1988)、Finkelstein and Hambrick (1989)、McConnell and Servae(1990)、Lichtenberg and Pushner(1994) や手嶋(2004) や三輪(2016)	仮説 5. 役員持株比率が高まると企業パフォーマンスに正の影響を及ぼす。

出所：筆者作成。

本研究の実証分析では、2019年のベトナム企業トップ500社（Vietnam Report500、VNR500）のデータを利用する。VNR500は、米国のフォーチュン誌が行っている「Fortune 500」のような、ベトナムにおける最大規模のトップ500企業のランキングである。毎年12月に公開され、2019年は第13回目になる。VNR500は、ベトナムで有名なニュースサイト「VietNamNet」で公開されている。評価の基準は、その年、1年間でのベトナムの経済発展への貢献度、そしてベトナム国内及び国際的なビジネスコミュニティに与えている影響度で測られている。2019年におけるベトナム企業トップ10は以下の通りである。

本稿では、最大規模のトップ500企業のランキングの中で、ホーチミン証券取引所上場している国資企業のみを選出した。データの出所は、各国資企業の報告書に収録されている明細データと指標データである。データに欠損値などの不備がある観測値をサンプルから除外したため、サンプルの大きさは86社となった。

以下の図表 108 はベトナム企業トップ10を示すものである。

図表 108：ベトナム企業トップ10

	企業名	ティッカー	
1位	サムスン電子ベトナム (Samsung Electronics Vietnam = SEV)	未上場	有限責任会社 外資系企業
2位	ベトナム電力グループ (Vietnam Electricity = EVN)	未上場	有限責任会社 国有企業
3位	ペトロベトナムグループ (Vietnam National Oil and Gas Group = PVN)	未上場	有限責任会社 国有企業
4位	ベトナム軍隊通信グループ (Viettel Group)	未上場	有限責任会社 国有企業
5位	ベトロリメックス (Petrolimex)	PLX	国資企業
6位	ビングループ (Vingroup)	VIC	国内民間企業
7位	ビンソン製油石化 (Binh Son Refining & Petrochemical)	BSR	国資企業
8位	ベトナム農業農村開発銀行 (Agribank)	未上場	有限責任会社 国有企業
9位	ベトナム投資開発銀行 (BIDV)	BID	国資企業

10位	ベトナム石炭鉱産グループ (Vietnam National Coal Mineral Industries Group)	未上場	有限責任会社 国有企業
-----	--	-----	----------------

出所：VNR500（2019年版）

上記の図表108はベトナム企業トップ10社のリストである。本研究の対象とする上場国
資企業は5位、7位、9位に該当する。結果として、トップ500社から87社を選択できた。
三輪（2010）、Vo and Phan（2013）、Nguyen（2016）、Pham and Phan（2018）などの先行研
究を参考にして、以下のモデルを取り上げる。 β_1 から β_7 までは国資企業のコーポレー
ト・ガバナンス構造の改革を表す変数である。

$$\text{業績} = \alpha + \beta_1(\text{独立取締役割合}) + \beta_2(\text{非執行取締役割合}) + \beta_3(\text{企業のガバナンス体制}) + \beta_4(\text{上場年数}) + \beta_5(\text{役員持株比率}) + \beta_6(\text{外国人持株比率}) + \beta_7(\text{国家持株比率}) + \beta_8(\text{企業規模}) + \beta_9(\text{売上高}) + \varepsilon \quad (\varepsilon : \text{誤差項})$$

$$\ln(Q) = \alpha + \beta_1 \text{IDOR} + \beta_2 \text{NED} + \beta_3 \text{ACM} + \beta_4 \text{AGE} + \beta_5 \text{INSIDE} + \beta_6 \text{FOR} + \beta_7 \text{STATE} + \beta_8 \text{ASSETS} + \beta_9 \text{REV} + \varepsilon \quad (\varepsilon : \text{誤差項})$$

上記のモデルの変数名は図表109で示される。

図表 109：変数名説明

変数名	略称	単位	定義
独立取締役比率 (Independent Outside Director)	IDOR	%	独立取締役人数/取締役会人数*100
非執行取締役比率 (Non-Executive Director)	NED	%	非執行取締役人数/取締役会人数*100
企業の機関設計	ACM		内部会計監査委員会設置会社ダミー (Audit Committee)、内部会計監査委員会設置会社なら ランク0、非採用ならランク1
上場年数	AGE	年	上場からの経過年数 2018-上場年
役員持株比率	INSIDE	%	役員の株式保有比率
外国人持株比率	FOR	%	外国人の持株比率
国家持株比率	STATE	%	国家の持株比率
企業規模	ASSETS		Log(総資産)
売上高	REV		Log(売上高)

出所：関連資料より筆者作成。

企業パフォーマンスの指標としては、資産収益率(ROA)、収益率(ROE)の改善幅、生産性(TFP)、企業の市場価値(トービンのQ)の4つが主に使われるケースが多い²⁹⁴。例えば、阿部・小黒(2003)²⁹⁵や清水(2011)²⁹⁶や宮島・新田(2006)²⁹⁷らの研究ではトービンのQを用いている。

本研究では、トービンのQを使用する。ベトナムにおいて株主は、経営者に対して株主利益の最大化を望んでいる。投資家は、投資対象企業のコーポレート・ガバナンス改革が株式市場で評価が高い場合、積極的に投資をする可能性が高い。そのため、投資先企業の株式時価総額も大きくなる。言い換えると、株式時価総額という指標は企業のコーポレート・ガバナンス体制への信頼度を示すものと考えられる点で、トービンのQを採用する。トービンのQは株式時価総額と、負債の総額との和である。株式時価総額が高ければ高いほど、トービンのQは大きな値をとる。トービンのQは以下の式で与えられる。

$$\text{トービンのQ} = (\text{株式時価総額} + \text{負債総額}) \div \text{資産総額}$$

図表 110：先行研究における企業パフォーマンスの指標

先行研究	ROA	ROE	TFP	トービンのQ
Morck・Nakamura・Shivdasani(2000) ²⁹⁸	—	—	—	○
内閣府(2004)	○	—	○	○
藤島(2007)	○	○	—	—
蟻川(2008)	○	—	—	—
宮島(2008)	○	—	○	○
宮島・新田・齊藤・尾身(2008)	—	—	○	—
久保(2010)	○	—	—	○
清水(2011)	○	—	—	○
島見(2011) ²⁹⁹	—	—	—	○
三輪(2011) ³⁰⁰	—	—	—	○
清水(2014) ³⁰¹	○	—	—	○

²⁹⁴ 収益率(ROA)：Return on Asset(総資産利益率)=事業利益/総資産。企業資産の収益性・効率性を示す指標である。全要素生産性(Total Factor Productivity、TFP)：労働や資本といった生産要素の投入量の増加では説明できない生産量の増加を、全生産要素の生産性の上昇として捉えたものである。

²⁹⁵ 阿部・小黒(2003)「社長交代と外部出身取締役-Semi parametric 推定による分析-」、pp.2-3
<http://www.ier.hit-u.ac.jp/~nabe/abeoguro.pdf> 2020年3月1日にアクセス

²⁹⁶ 清水一(2011)、「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値—パネルデータによる分析」、『大阪経大論集』、pp.31-47、2020年2月29日にアクセス

https://www.irepository.net/il/user_contents/02/G0000031Repository/repository/keidaironshu_061_005_031-047.pdf

²⁹⁷ 宮島・新田(2006)「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」、2020年2月29日にアクセス。http://www.waseda.jp/sem-miyajima/_userdata/papers_2.pdf

²⁹⁸ Morck, R., M. Nakamura, A. Shivdasani, 2000, pp.539-567.

²⁹⁹ 島見大(2011)「経営者による株式保有が企業価値に与える影響についての考察」、2020年2月29日にアクセス。https://mba.kobe-u.ac.jp/oldweb_pics/contents/students/thesis_files/workingpaper/2011/wp2011-1b.pdf

³⁰⁰ 三輪(2011)、pp.133-152。

³⁰¹ 清水(2014)、pp.235-246。

鄭 (2016) ³⁰²	—	—	—	○
-------------------------	---	---	---	---

出所：関連資料より筆者作成。

操作変数法を用いて分析する際は、操作変数として当該企業がホーチミン証券取引所に上場してからの年数を用いた。

次に、国資企業のガバナンス構造改革の主要な説明変数について説明する。

第一に、独立取締役比率は、取締役会の構成員の中に占める独立取締役数の比率である。

第二に、企業の機関設計を表す指標として、委員会制度の設置が義務付けられている内部会計監査委員会設置会社ダミー (Audit Committee) を用いて、内部会計監査委員会設置会社ならランク 0、非採用ならランク 1 とする。

上記の二つの説明変数については、サンプル数に制約があるため、あくまで方向性を探るという意味での分析に留まる。

第三に、外国人持株比率は、外国人投資家の持株数で計算されている。

第四に、役員持株比率は企業の取締役と監査役の持株数の合計で計算されている。

最後に国家持株比率は政府による企業への関与が強いかを表しており、国資企業のガバナンス構造改革に大きな影響を及ぼす可能性が高い。一般的に国資企業と国有企業の企業パフォーマンスは、民間企業と外資系企業と比較すると良くない。さらに、近年、国有企業や国資企業における経営陣の経営管理能力の欠如などによる不良債権問題の発生や国有資産の流失問題などの事例が度々発生していることは既に述べた。国家持株比率を示す変数として、国家持株比率の自然対数を用いる。

さらにコントロール変数は以下の通りである。

企業規模は生産活動の効率性や参入障壁の高さに関連するため、企業パフォーマンスに影響を与えると考えられる。企業規模の拡大は、「規模の利益」を実現し、企業の業績を高める可能性がある。しかしながら、組織の官僚制化を引き起こし、企業の業績を低下させる可能性もある。手嶋(2000)や内田(2012)を参考に、本研究では、企業規模を示すため、企業の総資産の自然対数 (log 総資産) というコントロール変数として説明変数に用いる。また、売上高は、1年間の資金の流れを見るフロー指標である。企業の全ての資源が有効的に運営されていれば大きな売上高を達成することができる。そのため、企業の売上高の自然対数 (log 売上高) も用いる。

2.2 実証結果とその解釈

本節では実証結果の分析を行う。

図表 111：記述統計(観測値の数:86)

変数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
(1) 企業の業績					
Lg (Q)	0.203603	0.120892	0.466541	-1.031974	1.773310
(2) 株式の所有構造					
FOR	18.67451	10.290000	19.88749	0.00000	76.90000

³⁰² 鄭義哲 (2016)、pp.1-24。

INSIDE	5.262686	0.425000	12.49816	0.00000	60.25000
STATE	44.37623	50.145	23.97050	0.02400	95.76000
(3) ガバナンス体制					
IDOR	0.171161	0.200000	0.166014	0.000000	0.50000
NOD	0.707240	0.777778	0.166014	0.142857	1.00000
ACM	0.918605	1.000000	0.275045	0.000000	1.00000
SCC					
(4) その他の変数					
AGE	8.337209	9.000000	3.987069	0.000000	18.00000
Lg(Assets)	7.944841	7.910850	1.502732	4.852030	11.63651
Lg(Rev)	7.603748	7.541933	1.511870	3.453157	11.97035

図表 112 : 相関係数(観測値の数:86)

変数	Log(Q)	ACM	AGE	Log (Assets)	Log (Rev)	FOR	INSIDE	STATE	IDOR	NOD	SCC
Log(Q)	1.000000										
ACM	-0.144500	1.000000									
AGE	-0.184063	-0.006861	1.000000								
Log (Assets)	-0.087132	-0.160117	0.044111	1.000000							
Log (Rev)	-0.123728	-0.016706	0.195189	0.055691	1.000000						
FOR	0.142757	-0.353968	0.330009	0.361612	-0.077918	1.000000					
INSIDE	0.261029	-0.128242	-0.044214	-0.068767	-0.148524	0.069980	1.000000				
STATE	-0.028555	0.057483	-0.311042	0.152448	0.000157	-0.293377	-0.272681	1.000000			
IDOR	-0.055885	0.020292	0.012320	0.017297	-0.054125	0.062695	0.273285	0.070118	1.000000		
NOD	-0.256417	-0.095524	0.013295	0.161815	-0.072924	0.120637	-0.144244	0.126995	0.119068	1.000000	
SCC	-0.126882	0.107976	0.069805	-0.059912	-0.167298	-0.082624	0.083633	0.005233	0.059919	0.023335	1.000000

図表 113 : 回帰結果(観測値の数:86)

変数	Log(Q)
ACM	-0.101474 (0.187567)
AGE	-0.024124* (0.013526)
LOG(ASSETS)	-0.048421 (0.035390)
LOG(REV)	-0.016850

	0.033547
FOR	0.006835** (0.003087)
IDOR	-0.344093 (0.345911)
NOD	-0.678293** (0.297303)
INSIDE	0.008464* (0.004320)
STATE	0.002344 (0.002336)
SCC	-0.101275 (0.151625)

(注) (1) 括弧内の数字は係数の標準誤差 (Std.Error of Coefficients) を示す。

(2) ***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

最初に、国資企業の独立取締役比率は統計的に有意ではなく、企業パフォーマンスとは負の関係にあり、仮説 1 は成立しない。独立取締役に期待される役割は大きく二つあると考えられる。上述したように、一つは、モニタリング機能で、もう一つはアドバイザー機能である。モニタリング機能とは、経営計画や事業の進退出、役員選任やその報酬等を監視する役割である。アドバイザー機能とは、社外の知見を活かした助言については、社内では蓄積しえない弁護士・会計士などの専門家が社外の知識や経験を取締役会に取り入れることがその目的とした役割である。そのため、独立取締役比率と企業パフォーマンスには正の関係があると予想されたが、統計的に有意ではなく、負の関係にある。言い換えると、独立取締役のモニタリングとアドバイザーの機能が発揮されていない可能性があることを意味する。その可能性を追求すれば、独立取締役の機能は企業の特性や利害関係の有無に左右されるのである。同時に独立取締役比率についてサンプル数を補う意味で、非執行取締役比率と企業パフォーマンスとの関係も分析したが、統計的に有意な結果とならなかった。また同様に符号も負であり、仮説 3 も成立しなかった。

それらの要因として、以下の二つの点が挙げられる。

最初に、独立取締役の独立性である。いくつかの国資企業において独立取締役制度を導入したが、この独立性は必ずしも十分とはいえない。実際に取締役会の構成員として経営者と親密な関係にある取引先の役員や友人を採用するケースが多い。つまり、独立取締役制度を導入しても経営者の身内であることが多く、監査機能が発揮されない。これは非執行取締役にも該当する。

次に、独立取締役にとっての必要な知識やスキルそして独立性の不足である。取締役が経営者を監督する役割を効果的に果たすためには、当該企業の経營業務を理解することや彼らの独立性も担保される必要がある。例を挙げると、米国で、2001年に発生したエンロン事件の原因として、独立取締役の客観性・独立性の乏しさが挙げられる。エンロン社の独立取締役は経営陣と親密な関係にあった。さらに専門家としても知識・経験が、経営者への監督を効果的に果たすために必要であると考えられる。例えば、監査委員会の機能を

確保するため、監査委員を務める独立取締役は財務・会計の専門的な知見が求められるであろう。米国において、全米取引役協会（NACD）などの第三者機関は、独立取締役の人材の紹介ということだけでなく、独立取締役の育成・研修などの役割もある³⁰³。

下の図表114は各国における独立取締役に関する研修についての規制を示す。

図表 114：各国における独立取締役の研修に関する規制

国	公的研修の義務化	上場企業内での 取締役の研修	人数の規定	専門職の規定
米国	NYSE、ナスダックCG など	新任・継続的能力開発 ともにあり	監査委員会の過半数	財務専門家
日本	なし	なし	なし	なし
イギリス	キャドバリー報告書など	新任・継続的能力開発 ともにあり	取締役会の過半数	監査委員会の1人は 財務専門家
オーストラリア	会社法、CG原則	新任・継続的能力開発 ともにあり	取締役会の過半数	なし
中国	上海証券取引所、独立取 締役研修指針 セクション3など	新任・継続的能力開発 ともにあり	取締役会の3分の1の 比率	最低1人は会計士 資格保有
シンガポール	コーポレート・ ガバナンス・コード	新任・継続的能力開発 ともにあり	取締役の2人が独立 取締役、銀行業界で は過半数を独立取締 役	なし
マレーシア	会社法、コーポレート・ ガバナンス・コード	新任あり・継続的 (取締役の裁量)	取締役会の3分の1の 比率	なし
ベトナム	なし	なし	取締役会の3分の1 の比率（法令71）	監査役会設置会社： 規定なし 内部監査委員会設置会 社：監査委員会の最低 1人は財務専門家

出所：柏木（2015）、p.162。

図表114のように、米国において、就任前の独立取締役は、企業内の研修を受けることを義務化している。イギリス、オーストラリア、中国、シンガポールとマレーシアなどの国々でも、企業内の研修の受講が義務化された。米国において、独立取締役が監査としての機能を発揮させるため、NYSE 上場企業では監査委員会の構成員につき、財務・会計の知識を有する専門家を1名以上含まなければならないとしている。イギリスと中国でも、財務や会計士資格を有する専門家を1名以上含まなければならない。

ベトナムの場合、独立取締役の設置が義務化されていなく、独立取締役の研修に関する規制が導入されていない。経営者を監督する役割を効果的に果たすために、独立取締役が監査部門の仕事が知識やスキルの研修コースを行うことも必要であると考えられる。

次に委員会制度導入は10%の有意水準で統計的に有意ではなく、企業パフォーマンスとは負の関係にある。これにより仮説2も成立せず、委員会制度の導入は、現時点では企業

³⁰³ 柏木（2015）p.200。

価値を向上させない。しかしながら、この結果を鵜呑みにすることはできない。なぜならば、内部会計監査委員会等設置会社が法的に認められてから日が浅く、その効果が出るまで時間がかかると考えられるからである。また、サンプル数は少なく、結果の精度が高いとはいえない。内部会計監査委員会等設置会社導入の効果を検証するためには、それを採用してからある程度の期間を経たサンプル企業数を増やす必要がある。

以上まで、独立取締役と委員会制度の導入についての効果について検証してきた。結果として、有意に正の効果をもたらすという結果を得ることはできなかった。このような結果をもたらした要因として、経営者と親密な関係にある人間を独立取締役に採用している点や、彼らの独立性の欠如やスキルの不足を指摘した。しかしながら、サンプル数の不足のため、一概に独立取締役制度と委員会制度の導入は効果がないとは言い切れない。そこで、他のガバナンス構造改革の変数が企業パフォーマンスに影響を与えているかを確認し、今後の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルを検討する上での手掛かりにしたい。この点で注目されるのは、外国人持株比率と役員持株比率である。これらの比率に着目した理由として、サンプル数が多く、企業パフォーマンスに対して有意に正の効果を与えているからである。

最初に外国人持株比率は、企業パフォーマンスと正の関係にあり、5%の有意水準で統計的に有意であり、仮説4が成立した。この実証結果は、外国人株主の持株比率が高い企業ほど、企業パフォーマンスが伸びる可能性が高いことを示している。つまり外国人株主は株主総会での議決権行使等とおして経営者へのモニタリングを強化し、当該企業の経営効率性を高めていると考えられる。これは外部からのモニタリングの重要性を意味するものであり、真の独立性の高い社外取締役の導入と彼らから構成される委員会制度は企業パフォーマンスに有益な影響を与える可能性を示唆するものである。

次に役員持株比率は、企業パフォーマンスと正の関係にあり、5%の有意水準で統計的に有意である。この実証結果は、役員持株比率が高い企業ほど、企業業績が伸びる可能性が高いことを示している。このような実証結果が得られた理由として、エージェンシー理論の観点から、経営者に対して多数の株式を付与することによって、エージェンシー問題を緩和させていると考えられる。

実証結果の頑健性を確認するためにモデルにいくつかの変更・修正を加えた検証を行う。一つの変更は、モデルの変数から国家持株比率 (STATE) を除くことである。もう一つの変更は、社長職と会長職の分離 (SCC) を除くことである。企業の社長職と会長職の分離について、Pham and Phan (2018)は企業で社長が会長を兼務する場合、企業の価値が上がる可能性が高いと主張している。

多くの国において、社長職と会長職の分離が近年の潮流となっている。何故ならば、取締役会の最大の任務が経営者の選任、監督及び解雇であるからである。社長が取締役会長を兼務すると、社長は自らの評価、報酬設定、解雇の責務を有する取締役会のリーダーとなり、利益相反が不可避免的に生じるのである。社長職と会長職の分離について、1990年代にGEの独立取締役会長を務めたジョン・スモールは、「取締役会の目的が株主にかわって事業経営を監督することなら、監督される側の経営者が会長職を兼務するよりも、執

行権のない会長をおくほうがずっと合理的ではないだろうか」と述べている³⁰⁴。一方、ベトナムにおいて社長職と会長職が分離されていない企業が多い。上記の説明のとおり、1986年以降ドイモイ政策を実施した後で、私有制が認められるようになった。そのため、企業の創業者または株主が取締役であり、業務執行者として勤めることも少なくない（図表116）。

また、上記の取り上げた通り、フィンケルシュタインとハンブリック(Finkelstein and Hambrick, 1989)、McConnell and Servae(1990)、Lichtenberg and Pushner(1994)や手嶋(2004)や三輪(2016)、Lichtenberg and Pushner(1994)などの先行研究から、経営者の持株比率が一定の範囲にある場合、企業パフォーマンス（トービンのQ）が向上する可能性がある。経営者の持株比率と企業パフォーマンスの関係について、1次関数と2次関数として定式化した回帰式である（図表117）。

図表 115：国家持株比率と企業のパフォーマンス

Variable	Log(Q)	Log(Q)	ROA	ROA	ROE	ROE
STATE		0.002344 (0.002336)		0.043041 (0.034717)		0.086708 (0.056899)
ACM	-0.112551 (0.187251)	-0.101474 (0.187567)	-4.249040 (2.792947)	-4.045651 (2.787962)	-4.523991 (4.600846)	-4.114260 (4.569256)
AGE	-0.027247** (0.013164)	-0.024124* (0.013526)	-0.379554* (0.196347)	-0.322209 (0.201050)	-0.754230** (0.323444)	-0.638708* (0.329505)
LOG(ASSETS)	-0.039478 (0.034251)	-0.048421 (0.035390)	-1.174556** (0.510872)	-1.338765** (0.526025)	-1.130898 (0.841564)	-1.461701* (0.862115)
LOG(REV)	-0.018001 (0.033530)	-0.016850 0.033547	0.458092 (0.500110)	0.479210 (0.498643)	1.333258 (0.823835)	1.375801* (0.817238)
FOR	0.005908** (0.002945)	0.006835** (0.003087)	0.104134** (0.043933)	0.121142** (0.045878)	1.133613* (0.072371)	0.167876** (0.105247)
IDOR	-0.281704 (0.340297)	-0.344093 (0.345911)	-0.825864 (5.075695)	-1.971363 (5.141559)	-2.073246 (8.361238)	-4.380876 (8.426621)
NOD	-0.657162** (0.296571)	-0.678293** (0.297303)	-9.837453** (4.423498)	-10.22542** (4.419047)	-17.40781** (7.286868)	-18.18939** (7.242479)
INSIDE	0.007149* (0.004117)	0.008464* (0.004320)	0.034326 (0.061411)	0.058463 (0.064217)	0.069452 (0.101163)	0.118075 (0.105247)
SCC	-0.105988 (0.151560)	-0.101275 (0.151625)	1.126064 (2.260588)	1.212593 (2.253724)	0.197439 (3.723886)	0.371753 (3.693681)
R²	0.230897	0.241090	0.220161	0.235821	0.199337	0.223383

(注) (1) 括弧内の数字は係数の標準誤差 (Std.Error of Coefficients) を示す。

(2) ***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

図表 116：社長職と会長職の分離と企業のパフォーマンス

Variable	Log(Q)	Log(Q)	ROA	ROA	ROE	ROE
SCC		-0.101275 (0.151625)		0.058463 (0.064217)		0.371753 (3.693681)
ACM	-0.106159	-0.101474	-3.989549	0.043041	-4.097060	-4.114260

³⁰⁴ 田村 (2014)、p.80。

	(0.186752)	(0.187567)	(2.772958)	(0.034717)	(4.536226)	(4.569256)
AGE	-0.025276* (0.013367)	-0.024124* (0.013526)	-0.308417 (0.198475)	-4.045651 (2.787962)	-0.634480 (0.324681)	-0.638708* (0.329505)
LOG(ASSETS)	-0.048358 (0.035260)	-0.048421 (0.035390)	-1.339525** (0.523558)	-0.322209 (0.201050)	-1.461934 (0.856479)	-1.461701* (0.862115)
LOG(REV)	-0.012121 (0.032672)	-0.016850 0.033547	0.422589 (0.485128)	-1.338765** (0.526025)	1.358442 (0.793611)	1.375801* (0.817238)
FOR	0.007062** (0.003057)	0.006835** (0.003087)	0.118423** (0.045385)	0.479210 (0.498643)	0.167042 (0.074244)	0.167876** (0.105247)
IDOR	-0.364618 (0.343286)	-0.344093 (0.345911)	-1.725621 (5.097237)	0.121142** (0.045878)	-4.305537 (8.338468)	-4.380876 (8.426621)
NOD	-0.678528** (0.296217)	-0.678293** (0.297303)	-10.22261** (4.398339)	-1.971363 (5.141559)	-18.18853 (7.195154)	-18.18939** (7.242479)
INSIDE	0.008804** (0.004275)	0.008464* (0.004320)	0.054393 (0.063472)	-10.22542** (4.419047)	0.116827 (0.103822)	0.118075 (0.105247)
STATE	0.002393 (0.002326)	0.002344 (0.002336)	0.042463 (0.034538)	0.043041 (0.034717)	0.086530 (0.056500)	0.086708 (0.056899)
R²	0.236576	0.241090	0.232872	0.235821	0.223279	0.223383

(注) (1) 括弧内の数字は係数の標準誤差 (Std.Error of Coefficients) を示す。

(2) ***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

図表 117：役員の株式所有が企業業績に及ぼす影響

Variable	Log(Q)	Log(Q)	Log(Q)
INSIDE	0.008464* (0.004320)	0.023927 (0.015916)	0.027782 (0.028259)
INSIDE ²		-0.000296 (0.000293)	-0.000531 (0.001450)
INSIDE ³			2.96E-06 (1.79E-05)
ACM	-0.101474 (0.187567)	-0.096761 (0.187602)	-0.094309 (0.189427)
AGE	-0.024124* (0.013526)	-0.024826* (0.013542)	-0.024913* (0.013642)
LOG(ASSETS)	-0.048421 (0.035390)	-0.042587 (0.035854)	-0.041890 (0.036336)
LOG(REV)	-0.016850 0.033547	-0.021405 (0.033845)	-0.021220 (0.034902)
FOR	0.006835** (0.003087)	0.007440** (0.003144)	0.007380** (0.003186)
IDOR	-0.344093 (0.345911)	-0.284193 (0.350922)	-0.287232 (0.353727)
NOD	-0.678293** (0.297303)	-0.644766** (0.299115)	-0.649290** (0.302338)
STATE	0.002344 (0.002336)	0.003362 (0.002544)	0.003403 (0.002573)
SCC	-0.101275 (0.151625)	-0.108166 (0.151760)	-0.110708 (0.153536)
R²	0.241090	0.251398	0.251679

(注) (1) 括弧内の数字は係数の標準誤差 (Std.Error of Coefficients) を示す。

(2) ***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

図表 117 で、INSIDE の係数は 10%の有意水準で正である。INSIDE と INSIDE ^2 の係数は 10%の有意水準で統計的に有意ではない。INSIDE と INSIDE^2 と INSIDE ^3 の係数も 10%の有意水準で統計的に有意ではない。以上の結果から、役員株式所有は企業パフォーマンスを高める可能性があることを示唆している。

図表 118 : 回帰結果(収益性)

変数	ROA	ROE	Log(Q)
ACM	-4.045651 (2.787962)	-4.114260 (4.569256)	-0.101474 (0.187567)
AGE	-0.322209 (0.201050)	-0.638708* (0.329505)	-0.024124* (0.013526)
LOG(ASSETS)	-1.338765** (0.526025)	-1.461701* (0.862115)	-0.048421 (0.035390)
LOG(REV)	0.479210 (0.498643)	1.375801* (0.817238)	-0.016850 0.033547
FOR	0.121142** (0.045878)	0.167876** (0.105247)	0.006835** (0.003087)
IDOR	-1.971363 (5.141559)	-4.380876 (8.426621)	-0.344093 (0.345911)
NOD	-10.22542** (4.419047)	-18.18939** (7.242479)	-0.678293** (0.297303)
INSIDE	0.058463 (0.064217)	0.118075 (0.105247)	0.008464* (0.004320)
STATE	0.043041 (0.034717)	0.086708 (0.056899)	0.002344 (0.002336)
SCC	1.212593 (2.253724)	0.371753 (3.693681)	-0.101275 (0.151625)
R²	0.235821	0.223383	0.241090
Log likelihood (対数尤度)	-276.2040	-318.6914	-44.09612
Akaike info criterion (赤池の情報量規準)	6.679162	7.667242	1.281305
Schwarz criterion (シュワルツ情報量基準)	6.993091	7.981170	1.595233

(注) (1) 括弧内の数字は係数の標準誤差 (Std.Error of Coefficients) を示す。

(2) ***は 1%、**は 5%、*は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

(3) Log likelihood (対数尤度) : 想定した回帰モデルから見て、実際に得られた標本がどの程度もっともらしいかという意味である。大きい方が良い。

(4) Akaike info criterion(赤池の情報量規準) : 回帰式の当てはまりの良さを示す。小さいほど良い。

(5) Schwarz criterion(シュワルツ情報量基準) : 回帰式の当てはまりの良さを示す。小さいほど良い。

3. 小結

本章では、ベトナム国資企業のコーポレート・ガバナンス改革が企業パフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのかを実証的分析によって確認した。その結果、独立取締役制度と委員会制度導入が企業パフォーマンスに与える正の効果について確認することは

できなかつた。また、それらの符号は負であることから、逆に企業パフォーマンスを低下させている可能性も考えられる。その中でも、独立取締役制度導入の効果が見られない要因として、彼らが経営者と親密であるため独立性が欠如していることや、経営に関するスキル不足も要因として挙げられる。しかしながら、上記の二つの検証を行うには、サンプル数が少なく、現段階でその効果について精度が高い検証を行うことができない。

そのため、他のガバナンス構造改革に影響を与えている変数に着目した。これは外国人持株比率と役員持株比率であり、企業パフォーマンスと有意に正の関係にある。これらはガバナンス改革にとって重要な要素であると考えられる。そこで次章で、本章での実証結果をふまえて、ベトナム企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルについて検討する。

終章

1. 研究背景とこれまでの総括

本章では、本論文での内容を総括し、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・モデルについて論じる。

これまで、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明らかにし、民営化・株式化された国資企業のコーポレート・ガバナンスを分析しながら、独立取締役制度と委員会制度導入などのガバナンス改革によって、企業パフォーマンスが向上したのかを検討した。

研究背景として、1990年代に入ると、ベトナム政府は国有会社法を公布するとともに、国有企業の株式化が促進された。2000年代以降ベトナム政府は国際貿易機構(WTO)への加盟交渉を進めて、WTOのルールや国際基準に基づく競争法や投資法ならびに会社法などの法制度を整理した。2005年に改定された会社法は、企業活動の管理を一体化し、すべての所有セクターに「平等で差別のない」活動の場を提供した。会社法の対象は、民間・外資企業であるが、国有企業もすべて会社法の適用を受けることとした。株式会社の機関設計としては、取締役会および社長の職務を監督および監査することは、監査役会が担うようになった。つまり、株式会社は、株主総会、取締役会、監査役会から構成される監査役会設置会社であった。

それ以降も、ベトナム国有企業の不祥事が多発し、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。海外投資家からの圧力も無視できず、ベトナム政府は会社法の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った。

2014年に、ベトナム政府は会社法を改正し、株式会社の新たな機関設計である内部会計監査委員会を導入した。これに監査役会を設置する必要はなく、それに代わって取締役会の下位組織として内部会計監査委員会を設置する必要がある。そして、取締役会のもとにある各委員会は、二つの主な機能を果たす。一つは戦略的計画立案で、もう一つは監督および監査である。新たな機関設計を選択した場合、取締役会の構成員の3分の1以上が非執行取締役、かつ、5分の1以上が独立取締役でなければならない。

さらに公開会社のコーポレート・ガバナンスを対象とする法令 71/2017/ND-CPが、2017年に施行された。法令71によると、公開会社が上場する際、会社の取締役の構成は、総数の3分の1は独立取締役であることを厳しく規定している。この規定は、2020年から効力を有する。

このようにベトナムにおいて、コーポレート・ガバナンス改革を実行するための、法制度の基盤が着々と整備されてきた。さらに、2015年に外国人保有制限が撤廃され(銀行を除く)、2015年より、いくつかの公開会社は外国人株を100%に変更し、外国人投資家のプレゼンスも大幅に高まった。

以上のような背景をもとに、いくつかのベトナム国資企業では、コーポレート・ガバナンス改革を実施した。そこで、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、ベトナムにおけるコーポレート・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の分析を試みた。具体的には、上記の二つ以外の要素を加えたベトナム企業のガバナ

ンス構造改革と企業パフォーマンスとの関係も実証分析により考察した。しかしながら、独立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効果については、サンプル数に制約があるため、現状の傾向について把握するという分析に留まる。その結果、独立取締役制度と委員会制度導入が企業パフォーマンスに与える正の効果について確認することはできなかった。また、それらの符号は負であることから、逆に企業パフォーマンスを低下させている可能性も考えられる。その中でも、独立取締役制度導入の効果が見られない要因として、彼らが経営者と親密であるため独立性が欠如していることや、経営に関するスキル不足も要因として挙げられる。しかしながら、上記の二つの検証を行うには、上述したようにサンプル数に制約があり、現段階でその効果について精度が高い検証を行うことができない。

そこで、他のガバナンス構造改革の変数から、外国人持株比率と役員持株比率は企業パフォーマンスと有意な正の関係にあることを確認することができた。前者について、外国人持株比率が高い企業ほど、企業パフォーマンスが伸びる可能性が高いことを示している。具体的には外国人株主は株主総会での議決権行使等をおして経営者へのモニタリングを強化し、当該企業の経営効率性を高めていると考えられる。後者も、企業パフォーマンスと正の関係にあり、5%の有意水準で統計的に有意である。この実証結果は、役員の持株比率が高い企業ほど、企業業績が伸びる可能性が高いことを示している。このような実証結果が得られた理由として、経営者に対して株式を付与することによって、エージェンシー問題を緩和させている可能性があると考えられる。

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

第6章でガバナンス構造改革の変数の中でも、外国人持株比率と役員持株比率は企業パフォーマンスと有意な正の関係にあることを確認することができた。これを手掛かりに国資企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルについて検討する。

最初に、外国人持株比率が高い企業ほど、経営者へのモニタリングを強化し、当該企業の経営効率性を高めている可能性を明らかにした。これは、外部からの経営者へのモニタリングが有効であることを示している。このような意味においては、独立取締役の独立性が担保されて、彼らが経営に関する知識やスキルを備えていれば、独立取締役制度が機能すると考えられる。さらにアドバイザー機能として、社外の知見を活かした助言、例えば社内では蓄積しえない弁護士・会計士などの専門家が社外の知識や経験を取締役会に取り入れることができれば、企業パフォーマンスをさらに高めることができると考えられる。

同時に、上記のような独立取締役から構成された委員会制度を導入することによって、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であろう。実証分析では、独立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を得られなかったが、外国人持株比率が企業パフォーマンスに与える正の影響はそれらの有効性を示唆するものと考えられる。

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を緩和させて、

企業パフォーマンスを高める可能性がある。

以上のことを踏まえて、ベトナム国資企業の最適なコーポレート・ガバナンス・モデルを検討すると以下ようになる。まず独立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の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思われる。

3. 研究課題

最後に本研究の課題について述べる。

第一に、ベトナム国資企業のコーポレート・ガバナンスについて実証分析する際の調査対象のサンプル数の問題である。2014年の会社法改正後から6年しか経過していないこともあり、本研究では86社のサンプルしか集めることができなかった。今後、コーポレート・ガバナンス改革を進める企業が増えることが予想されるため、今後サンプル数を増やして実証分析を行いたい。

次に、法令71によると、企業が上場する場合、当該企業の取締役の構成について、総数の3分の1以上は独立取締役であることを厳しく規定していた。この規定は、2020年から効力を有する。この結果、2019年現在、上場企業によって、独立取締役の資格と条件に関して規定が異なる。そのため、筆者は独立取締役の有効性について再検討する必要があると考えており、実証分析だけではなく、インタビュー調査も交えた実態調査を今後は実施したい。

最後にベトナムのコーポレート・ガバナンス改革と企業不祥事の抑制との関係を明らかにすることができなかった点である。これについてはベトナム企業の情報開示が整備されていないことが大きな理由である。これについてもインタビュー調査等の実態調査を行うことによって、将来的に検討を深めていきたい。

付属資料 1

本研究の第6章では、筆者はハノイとホーチミン証券取引所に上場している企業が発行する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を対象に、調査・分析を行った。本調査報告では、統合報告書の発行状況に加え、「ガバナンス」の領域における開示状況を調査した。

調査の概要について、上場している60社の報告書を対象として調査を実施した。このうち、30社がハノイ証券取引所に上場している（HAX30インデックス）。30社がホーチミン証券市場に上場している（VN30インデックス）。

続きまして、HNX30インデックスについて詳しく取り上げる。HNX30インデックスは、ハノイ証券取引所（HAX）の時価総額と流動性が高いTOP30銘柄の価格指数である。HNX30インデックスの基準日は2012年3月1日であり、基準値は100ポイントである。運用開始時点では、HAXの時価総額の60%、市場取引の50%にもなる³⁰⁵。2018年現在、HNX30インデックスは下のよう示す。

図表 119：HNX30 インデックス各社

ティッカー	企業名	業類	ティッカー	企業名	業類
ACB	アジア コマーシャル銀行	金融業	PVB	ベトロベトナム コーティング	製造業（機械）
BVS	バオベト証券	金融業 （証券業）	PVC	ベトロベトナム ドリル溶液化学製品	製造業 （化学）
CEO	CEOグループ	不動産業	PVI	PVI ホールディングス	金融業 （保険業）
DBC	ダバコグループ	製造業 （食品飲料）	PVS	ベトロベトナムテク ニカルサービス	製造業 （機械）
DGC	ドゥックザン洗濯用洗 剤化学製品	製造業 （化学）	S99	ソンダ9 開発建設投 資	建設業 （インフラ建設）
DHT	ハタイ製薬	製造業 （医薬品）	SHB	サイゴンハノイ銀行	金融業 （銀行業）
DP3	第3中央製薬	製造業 （医薬品）	SHS	サイゴンハノイ証券	金融業 （証券業）
DTD	タインダット投資開発	建築業	SLS	ソトラ製糖	製造業 （食品・飲料）
HHG	ホアンハ	運輸・物流業 （陸運）	TNG	TNG 貿易投資	製造業 （繊維・縫製製品）
HUT	タスコ	建設業 （インフラ建設）	TVC	チーベト投資管理	金融業 （その他金融業）
L14	第14リコジ建設	建設業 （インフラ建設）	VC3	第3ピナコネックス 建設	不動産業 （不動産業）
MAS	ダナン空港サービス	サービス業 （観光・宿泊・飲 食）	VCG	ピナコネックス	建設業 （インフラ建設）
MBS	MB証券	金融業 （証券業）	VCS	ピコストーン	製造業 （タイル・煉瓦・瓦）
NDN	ダナン住宅開発投資	不動産業	VGS	ベトドゥック鋼管	製造業 （鉄鋼）

³⁰⁵ <https://bnews.vn/ro-chi-so-hnx30-la-cong-cu-de-nha-dau-tu-chon-loc-co-phieu/51257.html> 2020年3月15日にアクセス。

NRC	ネットランド不動産	不動産業	VMC	ビメコ建設	建設業 (インフラ建設)
-----	-----------	------	-----	-------	-----------------

出所：筆者作成。

VN30 インデックスは、2012 年の 2 月にホーチミン証券取引所(HOSE)によって運用が開始された。HOSE に上場されている銘柄のうち、時価総額と流動性が高い 30 銘柄で構成されている。運用開始時点では、HOSE の時価総額の 80%、市場取引の 50%にもなる。VN30 インデックスは、海外の主要インデックスと同様に浮動株式数と流動性によって調整される。メインの指標としてこれまでに使われている VN-Index は、HOSE に上場されている約 400 社を対象にしているが、こうした調整を行っていないものであり、VN30 インデックスはより市場の状況を明快にあらわすことができるとされている³⁰⁶。

図表 120：VN30 インデックスインデックス各社

ティッカー	企業名	業類	ティッカー	企業名	業類
CII	ホーチミン市 インフラ投資	不動産	PNJ	フーニユアス・ ジュエリー	製造
CTD	コテコンズ建設	不動産	REE	リー冷蔵電気工業	製造
CTG	ヴィエティンバンク	銀行	ROS	FLC ファロス建設	建設
DHG	ハウザン製薬	製造業 (医薬品)	SAB	サイゴンビール	製造業 (飲料)
DPM	ペトロベトナム化学肥 料(PVN の子会社)	製造業 (肥料)	SBT	タインタインコン・ ビエンホア	製造業 (食品)
EIB	エクシムバンク	銀行	SSI	サイゴン証券	証券
FPT	FPT 情報通信	情報通信業	STB	サコムバンク	銀行
GAS	ペトロベトナムガス (PVN の子会社)	電気・ガス	TCB	テクコムバンク	銀行
GMD	ジェマデプト 港湾海運	運輸・物流	VCB	ベトナム外商銀行	銀行
HDB	HD バンク	銀行	VHM	ビンホームズ	不動産
HPG	ホアファット グループ	製造業 (鉄鋼)	VIC	ビングループ	不動産
MBB	軍隊銀行	銀行	VJC	ベトジェット航空	航空
MSN	マッサングループ	製造業 (食品)	VNM	ビナミルク社	食品
MWG	テーゾイジードン 投資	商業	VPB	VP バンク	銀行
NVL	ノバランド不動産 投資グループ	不動産	VRE	ビンコムリテール	不動産

出所：筆者作成

³⁰⁶ <http://www.chungkhoanonline.com.vn/chi-so-vn30-chi-so-hnx30-la-gi-va-cach-tinh-1/> 2020 年 3 月 15 日にアクセス。

付属資料 2

本研究の第6章では、筆者は実証分析を行った。本研究の実証分析では、2019年のベトナム企業トップ500社（Vietnam Report500、VNR500）のデータを利用する。VNR500は、ベトナムにおける最大規模のトップ500企業のランキングである。毎年12月に公開され、2019年は第13回目になる。VNR500は、ベトナムで有名なニュースサイト「[VietNamNet](#)」で公開されている。評価の基準は、その年、1年間でのベトナムの経済発展への貢献度、そしてベトナム国内及び国際的なビジネスコミュニティに与えている影響度で測られている。

VNR500の中、上場企業が発行する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を対象に、下の指標を集めた。

ティッカー	FIRMGAGE	D/E	IDOR	NOD	ACM	INSIDE	FOR	BLOCK	STATE	ROE	ROA
AAA	2016	153%	20%	60%	1	0.11%	9.96%	54.10%	0.00%	9.20%	3.50%
AAM	2009	9%	40%	40%	1	34.26%	1.20%	44.30%	0.00%	5.00%	4.00%
ABT	2006	28%	60%	60%	1	0.39%	3.41%	89.11%	0.00%	16.00%	12.00%
ACC	2011	65%	0%	80%	1	0.71%	19.61%	73.37%	0.00%	14.38%	8.74%
ACL	2007	141%	20%	40%	1	57.05%	3.00%	50.00%	0.00%	49.40%	17.15%
ADS	2016	279%	0%	80%	1	34.20%	0.10%	35.50%	0.00%	12.49%	3.30%
AGF	2002	190%	0%	80%	1	0.28%	1.05%	87.82%	8.24%	42.00%	14.49%
AGM	2012	46%	0%	80%	1	0.91%	8.18%	80.02%	28.17%	7.26%	1.32%
AGR	2009	2%	20%	80%	1	0.00%	2.01%	71.00%	71.00%	3.60%	3.50%
AMD	2014	41%	50%	75%	1	0.12%	0.66%	11.78%	0.00%	2.00%	2.00%
ANV	2007	85%	0%	50%	1	77.09%	2.71%	71.71%	0.00%	32.69%	17.63%
APC	2010	9%	60%	60%	1	37.50%	10.05%	53.00%	0.00%	22.00%	20.00%
APG	2016	3%	40%	80%	1	5.03%	0.00%	31.05%	6.12%	5.03%	4.88%
ASM	2010	109%	0%	11%	1	26.97%	1.10%	42.39%	0.00%	20.90%	10.00%
ASP	2008	227%	0%	60%	2	7.11%	49.00%	54.06%	0.00%	12.15%	3.77%
AST	2018	20%	0%	80%	1	0.00%	28.60%	80.30%	0.00%	32.00%	25.00%
ATG	2016	37%	0%	40%	1	7.99%	2.32%	7.96%	0.00%	-5.93%	-7.73%
BBC	2001	37%	20%	80%	1	4.50%	48.25%	94.73%	0.00%	11.94%	8.70%
BCE	2010	253%	20%	100%	1	2.90%	6.19%	51.80%	51.80%	10.11%	2.86%
BCG	2016	278%	50%	63%	1	14.61%	20.53%	17.10%	0.00%	1.00%	0.00%
BFC	2015	239%	0%	80%	1	0.00%	13.87%	65.00%	65.00%	21.31%	6.81%
BHN	2017	84%	0%	67%	1	0.01%	17.51%	99.30%	81.79%	12.84%	6.99%
BIC	2011	141%	17%	83%	1	0.00%	47.05%	86.00%	51.00%	6.83%	2.92%
BMC	2006	25%	0%	40%	1	0.98%	6.01%	22.51%	47.51%	6.86%	5.49%

BMI	2008	144%	14%	86%	1	0.10%	22.30%	50.70%	50.70%	7.20%	3.00%
BMP	2006	15%	20%	60%	1	0.77%	76.90%	62.47%	0.02%	17.40%	15.00%
BRC	2011	34%	0%	80%	1	0.00%	0.32%	87.39%	87.39%	8.55%	6.45%
BSI	2011	22%	25%	50%	1	0.00%	9.18%	87.07%	79.94%	14.61%	9.43%
BTP	2009	73%	20%	80%	1	0.11%	9.62%	79.56%	79.56%	19.00%	7.27%
BTB	2010	47%	20%	80%	1	8.42%	0.06%	68.46%	41.39%	16.00%	11.00%
BVH	2009	632%	0%	78%	1	0.04%	24.55%	86.32%	72.00%	7.80%	1.02%
BWE	2017	234%	0%	57%	1	0.00%	0.14%	69.50%	41.00%	12.00%	4.30%
C32	2012	59%	40%	80%	2	2.38%	30.66%	23.74%	0.00%	18.81%	11.81%
C47	2011	570%	40%	40%	1	19.25%	0.26%	25.27%	0.00%	13.88%	1.97%
CAV	2014	137%	0%	86%	1	0.20%	0.19%	91.64%	0.00%	28.23%	11.90%
CCI	2010	155%	20%	60%	2	6.84%	3.99%	43.26%	30.74%	10.85%	4.26%
CCL	2011	50%	40%	40%	1	0.24%	4.01%	23.91%	0.00%	6.01%	1.84%
CDC	2010	267%	20%	60%	1	17.34%	0.35%	41.36%	0.00%	12.28%	3.45%
CEE	2017	369%	29%	71%	1	2.79%	0.32%	54.97%	0.00%	0.89%	0.19%
CHP	2016	62%	29%	86%	1	0.00%	3.44%	45.65%	22.97%	5.27%	3.22%
CIG	2011	154%	17%	83%	1	12.09%	0.01%	57.39%	0.00%	0.70%	0.28%
CII	2006	189%	22%	78%	1	1.53%	58.06%	38.27%	9.71%	2.79%	0.97%
CLC	2006	59%	20%	80%	1	0.42%	4.54%	57.38%	57.38%	23.33%	14.65%
CLG	2010	267%	33%	67%	1	0.18%	9.24%	66.62%	0.00%	2.20%	0.59%
CLL	2014	15%	33%	67%	1	1.04%	7.27%	47.70%	47.69%	14.48%	13.96%
CLW	2011	101%	29%	86%	1	19.50%	5.44%	67.59%	51.00%	6.41%	2.98%
CMG	2010	172%	33%	78%	1	4.96%	8.86%	54.99%	10.08%	16.40%	6.40%
CMV	2010	295%	0%	100%	1	0.00%	0.20%	75.20%	24.26%	12.61%	3.23%
CMX	2010	534%	20%	60%	1	46.31%	4.06%	46.22%	0.00%	0.58%	0.09%
CNG	2011	55%	20%	80%	1	0.00%	22.41%	65.63%	56.00%	22.90%	14.60%
COM	2006	13%	0%	80%	1	2.06%	0.44%	84.44%	84.44%	17.93%	15.86%
CRC	2018	80%	60%	60%	1	10.33%	0.00%	10.00%	0.00%	6.63%	3.67%
CRE	2018	56%	33%	67%	2	2.81%	25.74%	70.15%	0.00%	31.13%	18.93%
CSM	2009	223%	0%	60%	1	0.33%	4.00%	51.00%	51.00%	1.27%	0.34%
CSV	2015	34%	0%	80%	1	0.20%	20.13%	71.87%	65.00%	30.61%	22.94%
CTD	2010	111%	43%	86%	1	6.92%	47.13%	14.28%	0.00%	19.80%	9.20%
CTF	2017	263%	40%	60%	1	8.04%	0.01%	29.20%	0.00%	21.22%	5.87%
CTI	2010	46%	0%	71%	1	18.07%	28.56%	24.17%	0.00%	8.92%	2.94%
CVT	2017	111%	33%	50%	1	8.46%	0.00%	18.83%	0.00%	27.58%	12.59%
D2D	2009	235%	29%	43%	1	1.50%	1.72%	57.70%	57.70%	37.15%	5.93%
DBC	2019	204%	11%	67%	1	23.91%	27.76%	38.00%	0.00%	13.73%	4.70%

DBD	2018	61%	14%	29%	1	4.79%	0.00%	13.34%	13.34%	18.91%	10.95%
DHC	2009	115%	0%	67%	1	21.21%	32.69%	45.20%	0.00%	17.27%	8.65%
DHG	2006	34%	29%	71%	2	0.29%	53.96%	97.26%	43.30%	22.10%	15.70%
DIG	2009	145%	29%	57%	2	10.03%	2.04%	48.45%	0.00%	10.90%	5.14%
DMC	2006	30%	14%	71%	1	0.10%	51.69%	86.40%	34.71%	20.30%	15.60%
DPM	2007	35%	29%	86%	1	0.13%	21.25%	59.59%	59.59%	8.58%	6.54%
DQC	2008	72%	33%	50%	1	19.65%	17.80%	25.83%	0.00%	9.00%	5.00%
DRC	2006	86%	29%	57%	1	0.63%	24.02%	56.59%	50.50%	9.24%	5.01%
DXG	2009	121%	40%	60%	1	12.72%	48.21%	14.74%	0.00%	23.60%	8.60%
EVE	2010	64%	50%	50%	1	19.88%	49.66%	31.83%	0.00%	8.40%	5.10%
FCN	2012	144%	56%	89%	1	12.46%	36.64%	30.76%	0.00%	15.00%	6.00%
FIR	2018	189%	20%	40%	1	45.71%	0.00%	42.08%	0.00%	21.87%	17.14%
FLC	2013	187%	25%	50%	1	21.20%	7.13%	21.19%	0.00%	5.00%	2.00%
FPT	2006	101%	43%	57%	1	11.91%	49.00%	18.01%	5.93%	23.10%	12.10%
GAS	2012	34%	33%	83%	1	0.00%	3.45%	95.76%	95.76%	26.00%	19.00%
GEX	2018	117%	33%	67%	1	0.02%	11.90%	33.58%	0.00%	18.00%	8.00%
GIL	2002	160%	20%	20%	2	25.06%	7.01%	29.18%	0.00%	25.70%	9.80%
GMC	2006	165%	0%	57%	1	52.01%	12.64%	50.82%	0.00%	34.36%	12.55%
GMD	2002	53%	0%	82%	1	8.59%	44.02%	42.81%	0.00%	27.90%	17.90%
GTN	2014	51%	0%	83%	1	0.43%	46.90%	28.00%	0.00%	1.73%	1.72%
HAG	2008	186%	0%	57%	1	36.20%	1.96%	35.23%	0.00%	0.00%	0.00%
HAH	2015	22%	14%	86%	1	27.67%	20.17%	18.06%	0.00%	13.39%	10.92%
HAX	2006	284%	20%	60%	2	40.99%	12.06%	39.43%	0.00%	24.54%	6.59%
HBC	2006	343%	38%	50%	1	18.00%	18.39%	24.53%	0.00%	25.40%	4.20%
HCM	2009	72%	43%	86%	1	60.25%	60.66%	65.67%	28.90%	23.10%	11.30%
HDC	2007	101%	25%	38%	1	13.73%	18.36%	17.46%	0.00%	13.20%	6.47%
HDG	2010	312%	0%	88%	1	45.34%	23.26%	55.62%	0.00%	32.99%	8.08%
HHS	2012	2%	20%	100%	1	6.00%	7.13%	42.51%	0.00%	2.86%	2.73%
HPG	2007	93%	11%	22%	1	35.00%	40.00%	32.44%	0.00%	21.00%	11.00%
HPX	2018	189%	33%	100%	1	43.00%	15.00%	56.77%	0.00%	17.68%	6.47%
HSG	2008	195%	33%	83%	2	11.48%	17.26%	36.06%	0.00%	7.90%	1.90%
HT1	2007	105%	33%	33%	1	0.00%	4.89%	79.69%	79.69%	12.39%	6.03%
HVN	2019	303%	20%	80%	1	0.00%	9.49%	94.96%	86.19%	12.00%	2.76%
IBC	2017	26%	43%	86%	1	72.95%	1.60%	71.14%	0.00%	6.48%	5.15%
IDI	2011	148%	0%	78%	1	57.25%	7.82%	56.74%	0.00%	12.90%	5.40%
IJC	2010	369%	43%	86%	1	0.00%	2.10%	78.80%	78.80%	13.40%	2.86%
IMP	2006	18%	0%	38%	1	3.07%	48.99%	38.89%	22.87%	9.60%	7.80%

KBC	2009	72%	20%	60%	1	16.09%	19.74%	25.53%	0.00%	8.20%	5.00%
KDC	2005	50%	33%	44%	1	12.96%	19.62%	28.80%	0.00%	1.76%	1.18%
KDH	2010	48%	20%	80%	1	3.02%	46.56%	43.86%	0.00%	12.00%	8.00%
KSB	2010	184%	33%	50%	1	34.10%	4.29%	19.62%	0.00%	36.80%	15.10%
LAS	2012	135%	20%	60%	1	0.00%	5.40%	69.82%	69.82%	9.65%	4.10%
LCG	2008	187%	40%	100%	2	6.09%	26.65%	40.71%	0.00%	11.00%	4.00%
LGL	2009	267%	40%	80%	1	24.51%	0.14%	32.00%	0.00%	19.41%	4.99%
LHG	2010	85%	50%	67%	1	1.27%	16.70%	55.46%	48.60%	14.46%	7.83%
LIX	2009	65%	0%	60%	1	0.59%	23.38%	51.00%	51.00%	31.24%	18.96%
MSN	2009	89%	33%	50%	1	3.66%	40.21%	54.15%	0.00%	20.70%	8.78%
MWG	2014	213%	43%	57%	1	18.09%	6.98%	20.33%	0.00%	19.00%	5.00%
NBB	2009	147%	43%	57%	1	3.94%	34.39%	63.39%	0.00%	7.70%	3.10%
NKG	2011	173%	0%	60%	1	12.16%	40.82%	53.01%	0.00%	1.94%	0.63%
NLG	2013	81%	56%	100%	1	33.30%	35.60%	29.30%	0.00%	20.00%	9.00%
NSC	2006	48%	14%	57%	1	1.06%	9.74%	86.91%	0.00%	24.00%	16.20%
NTL	2007	69%	17%	50%	2	24.86%	4.40%	39.49%	0.00%	10.00%	6.00%
NVL	2016	242%	40%	60%	2	24.65%	6.98%	52.81%	0.00%	19.00%	5.00%
OPC	2008	90%	0%	80%	1	37.34%	7.91%	50.31%	13.41%	16.00%	8.00%
PAN	2010	156%	56%	89%	1	3.53%	45.59%	69.02%	0.00%	8.90%	6.00%
PC1	2016	101%	0%	20%	1	25.66%	36.35%	28.67%	0.00%	16.00%	8.00%
PDN	2011	80%	0%	40%	1	0.94%	1.92%	51.00%	51.00%	24.00%	13.00%
PDR	2010	215%	29%	86%	1	61.89%	5.81%	61.16%	0.00%	20.30%	6.12%
PET	2007	243%	40%	60%	1	4.00%	19.90%	34.70%	24.70%	7.70%	2.00%
PGC	2006	134%	20%	80%	1	5.06%	9.42%	52.37%	52.37%	17.94%	7.65%
PGD	2009	93%	20%	60%	1	0.01%	28.02%	75.40%	50.50%	17.40%	8.70%
PGI	2011	260%	14%	86%	2	0.23%	20.60%	76.00%	56.00%	9.58%	2.73%
PHR	2009	89%	40%	60%	1	0.18%	6.69%	66.62%	66.62%	23.00%	12.00%
PLX	2017	144%	0%	67%	1	0.01%	10.96%	94.31%	86.31%	17.91%	6.50%
PME	2017	19%	18%	73%	1	12.50%	62.02%	82.09%	0.00%	17.00%	15.00%
PMG	2018	178%	33%	67%	1	46.06%	0.84%	50.00%	0.00%	15.91%	6.01%
PNJ	2009	72%	38%	75%	1	10.00%	36.75%	26.91%	0.00%	23.60%	13.70%
POM	2010	189%	17%	83%	1	60.11%	7.93%	52.28%	0.00%	17.82%	3.94%
PPC	2007	23%	0%	50%	1	0.03%	16.27%	83.24%	51.00%	19.87%	16.09%
PTB	2011	105%	25%	50%	2	36.44%	15.80%	29.98%	0.00%	24.00%	12.00%
PVD	2006	52%	43%	86%	1	0.00%	21.11%	50.40%	50.40%	1.30%	0.80%
PVT	2007	98%	0%	71%	1	0.00%	33.22%	62.21%	51.00%	11.16%	5.33%
RAL	2006	233%	0%	25%	1	17.14%	2.99%	67.29%	0.00%	29.01%	9.00%

REE	2000	56%	20%	60%	2	8.32%	49.00%	47.90%	5.30%	20.60%	12.70%
ROS	2016	80%	20%	80%	1	67.62%	1.75%	72.57%	0.00%	3.15%	1.75%
SAB	2016	39%	29%	100%	2	0.00%	63.38%	89.59%	36.00%	28.80%	19.80%
SAM	2000	79%	50%	100%	1	0.00%	2.13%	0.00%	0.00%	4.20%	2.40%
SBT	2008	188%	33%	100%	1	7.30%	7.32%	38.81%	0.00%	11.90%	4.30%
SCR	2016	142%	33%	83%	2	10.11%	1.84%	44.73%	0.00%	5.50%	2.20%
SGC	2009	60%	29%	71%	1	9.33%	0.97%	70.97%	49.89%	22.57%	14.14%
SGT	2009	47%	40%	60%	1	24.00%	13.15%	70.16%	0.00%	7.91%	4.57%
SHI	2009	216%	33%	67%	1	25.96%	0.70%	45.80%	0.00%	9.70%	3.10%
SKG	2014	2%	29%	86%	2	23.12%	43.28%	27.49%	0.00%	15.09%	14.75%
SMC	2006	293%	33%	67%	1	38.38%	33.78%	59.31%	0.00%	13.26%	3.38%
SRF	2009	222%	17%	83%	1	30.91%	26.84%	61.82%	0.00%	16.89%	5.01%
SSC	2005	37%	0%	80%	1	0.00%	1.09%	85.34%	0.00%	28.58%	20.98%
SSI	2007	160%	33%	67%	1	2.20%	59.70%	35.41%	12.78%	14.30%	5.47%
STG	2010	45%	14%	86%	1	0.03%	0.07%	96.56%	8.28%	8.56%	5.57%
SVC	2009	79%	13%	63%	1	0.43%	48.28%	74.22%	40.78%	6.37%	3.57%
SZL	2008	176%	29%	71%	1	3.00%	16.69%	58.85%	58.85%	21.00%	7.00%
TAC	2006	225%	20%	80%	1	0.44%	1.22%	88.44%	0.00%	16.68%	6.04%
TBC	2009	14%	0%	80%	1	0.00%	0.50%	90.42%	30.00%	20.13%	9.02%
TCD	2017	247%	25%	75%	1	12.32%	14.95%	26.62%	0.00%	15.70%	2.50%
TCH	2016	41%	20%	60%	1	49.18%	4.71%	46.62%	0.00%	6.00%	4.00%
TCM	2007	154%	14%	57%	2	0.09%	48.84%	43.32%	0.00%	22.18%	8.29%
TDC	2010	449%	29%	86%	1	0.96%	2.18%	60.70%	60.70%	9.72%	1.77%
TDH	2006	84%	0%	75%	1	5.98%	34.78%	22.18%	6.00%	4.30%	2.50%
TDM	2018	61%	20%	100%	1	8.66%	8.92%	50.99%	0.00%	17.10%	10.60%
TIX	2009	51%	0%	75%	1	2.21%	8.91%	43.14%	0.00%	12.91%	8.53%
TLG	2010	41%	50%	100%	1	58.02%	27.93%	58.02%	0.00%	25.30%	17.50%
TLH	2010	77%	20%	40%	1	40.56%	5.30%	40.40%	0.00%	5.00%	3.00%
TMS	2000	95%	0%	83%	1	13.06%	49.00%	69.10%	4.60%	14.00%	7.00%
TRA	2008	44%	29%	86%	1	4.70%	46.48%	75.79%	35.67%	17.04%	11.28%
TVS	2015	207%	29%	86%	1	36.41%	16.58%	29.70%	0.00%	17.40%	6.50%
VCF	2011	58%	0%	100%	1	0.00%	0.59%	98.49%	0.00%	59.05%	22.07%
VCG	2008	151%	0%	57%	1	57.71%	0.75%	86.64%	21.28%	9.00%	6.00%
VCS	2007	61%	20%	80%	1	4.05%	2.58%	81.63%	0.00%	41.00%	26.00%
VFG	2009	132%	0%	40%	1	0.00%	2.85%	31.43%	0.00%	14.87%	6.40%
VGC	2019	141%	0%	60%	1	0.00%	14.60%	53.97%	53.97%	8.30%	4.00%
VHC	2007	57%	0%	0%	1	44.65%	36.15%	58.77%	0.00%	41.46%	22.43%

VHM	2018	149%	33%	100%	1	0.00%	15.38%	75.43%	0.00%	30.69%	12.35%
VIC	2007	194%	33%	89%	1	34.49%	8.70%	59.26%	0.00%	6.30%	2.10%
VIS	2006	274%	0%	60%	1	0.00%	77.49%	93.80%	0.00%	45.47%	12.15%
VJC	2017	183%	0%	83%	1	49.63%	24.63%	49.87%	0.00%	38.00%	13.65%
VMD	2010	3149%	0%	60%	1	53.88%	1.67%	75.30%	0.00%	10.00%	0.34%
VNC	2006	57%	20%	60%	1	4.36%	14.03%	61.42%	30.00%	16.48%	10.50%
VNG	2009	78%	0%	100%	2	1.23%	0.12%	41.50%	0.00%	4.60%	2.71%
VNM	2006	42%	30%	80%	2	0.43%	59.21%	66.63%	36.00%	41.00%	28.00%
VNS	2008	64%	14%	43%	1	33.04%	24.43%	56.41%	0.00%	11.83%	6.70%
VPH	2009	25%	0%	40%	1	17.64%	13.33%	26.17%	0.00%	13.94%	7.06%
VPI	2018	173%	33%	33%	1	32.33%	9.60%	55.50%	0.00%	17.17%	6.28%
VRE	2017	33%	33%	78%	1	0.00%	31.47%	58.87%	0.00%	8.46%	6.24%
VSC	2008	28%	33%	67%	1	2.61%	42.22%	15.78%	0.00%	18.22%	14.23%
VSH	2006	166%	20%	100%	1	0.14%	14.03%	47.11%	30.55%	10.38%	3.85%
VTO	2007	61%	14%	57%	1	0.78%	2.42%	51.98%	51.98%	8.55%	5.31%
YEG	2018	26%	38%	75%	2	58.20%	45.16%	71.08%	71.08%	9.10%	8.00%
BVS	2006	73%	20%	80%	1	0.00%	28.99%	65.86%	59.92%	6.11%	4.71%
CEO	2014	241%	20%	80%	1	27.25%	24.45%	40.53%	0.00%	15.80%	6.58%
DGC	2014	2%	0%	60%	1	22.05%	0.96%	41.24%	9.24%	9.00%	9.00%
DHT	2008	132%	0%	14%	1	39.80%	3.59%	43.97%	5.34%	32.50%	13.45%
DP3	2015	33%	40%	40%	1	24.22%	0.77%	38.58%	24.81%	49.01%	35.23%
DTD	2017	122%	0%	60%	1	36.81%	0.86%	32.73%	0.00%	10.92%	4.92%
HHG	2010	54%	43%	71%	1	13.24%	2.17%	7.37%	0.00%	4.00%	3.00%
HUT	2008	242%	17%	83%	1	13.37%	28.37%	29.64%	0.00%	2.08%	0.61%
L14	2011	43%	20%	60%	1	7.23%	0.06%	36.68%	26.42%	38.68%	23.78%
MAS	2014	129%	0%	60%	1	0.73%	22.93%	36.11%	36.11%	26.13%	11.58%
MBS	2016	158%	20%	80%	1	0.03%	0.02%	79.52%	79.52%	12.92%	4.41%
NDN	2011	197%	0%	60%	1	10.51%	11.04%	8.16%	0.00%	15.00%	5.00%
NRC	2018	223%	40%	60%	1	43.73%	6.93%	60.83%	0.00%	38.86%	18.44%
PVB	2013	9%	20%	80%	1	0.00%	0.06%	52.94%	52.94%	5.40%	4.90%
PVC	2007	115%	0%	80%	1	0.00%	16.10%	45.63%	36.50%	0.59%	0.27%
PVI	2007	6%	0%	88%	1	0.14%	49.00%	88.82%	35.00%	7.94%	2.80%
PVS	2007	82%	0%	83%	1	0.00%	25.86%	51.38%	53.94%	4.51%	2.46%
S99	2006	204%	20%	60%	1	4.64%	0.80%	5.06%	0.00%	7.01%	2.50%
SHS	2009	161%	20%	80%	1	0.61%	17.30%	17.40%	0.00%	21.50%	8.00%
SLS	2012	128%	0%	80%	1	2.11%	0.12%	42.43%	0.00%	25.80%	9.99%
TNG	2012	227%	29%	71%	2	35.29%	21.44%	32.58%	0.00%	25.39%	7.52%

TVC	2014	136%	57%	71%	2	0.04%	0.01%	22.89%	0.00%	4.30%	1.90%
VC3	2007	120%	0%	75%	1	0.00%	3.67%	18.10%	0.00%	5.71%	5.54%
VCS	2007	61%	20%	80%	1	4.05%	2.58%	81.63%	0.00%	43.83%	27.36%
VGS	2008	127%	25%	75%	1	24.30%	4.70%	24.50%	0.00%	7.10%	3.10%
VMC	2006	277%	25%	75%	1	2.56%	1.90%	51.41%	0.00%	20.05%	4.36%

謝辞

本研究は筆者の(桜美林大学)博士学位請求論文である。筆者は2015年4月に桜美林大学大学院経営学研究科修士課程に入学し、「ベトナムにおける不良債権の考察—ベトナム資産管理会社を中心に—」というテーマで修士学位請求論文を書いた。修士課程が終わった後、ベトナムの不良債権問題の発生の要因とよく考えられた国有企業のコーポレート・ガバナンスの不十分についてより深く研究するために博士後期課程に入学し、「ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究」をテーマにして研究を行った。

本研究の執筆にあたり、境睦先生(桜美林大学大学院教授)、金山権先生(桜美林大学大学院教授)、坂本恒夫先生(桜美林大学大学院特別招聘教授)、三和裕美子先生(明治大学教授)、から貴重なご指導と有益なるご支援を賜った。その場を借りて、感謝の意を申し上げたい。

指導教官である境睦先生からのご指導は修士1年から数えて計5年半という長期に及ぶ。先生にはこの5年半にわたってゼミや授業はもちろんのこと、様々な機会を通じてご指導を頂いている。本論文の執筆において休日にもかかわらず、先生ご自身のお時間の多くを使わせて頂いた。先生の丁寧かつ熱心なご指導のもとで、研究の問題意識がますます明確になり、今日まで進むようになった。ここに大変お世話になった境先生に深く感謝する。また、財務管理学会の全国大会でのご報告や著書を共著するチャンスを頂いて心より感謝申し上げたい。著書に関する先生との議論を通じて、自分の無知を痛感しているが、先生からの優しいご指導のおかげで、私はこれまで歩むことができています。

本研究の副審査をしてくださった金山権先生、坂本恒夫先生、三和裕美子先生は筆者の博士課程の一次、二次、最終試問だけではなく、日頃からあたたかいご指導と激励を賜った。特に副指導教官である金山権先生からは修士課程での授業や博士課程ゼミを中心にご指導を頂いた。研究や教育で多忙を極める一方で、時間を作ってくださり、個別に進捗報告の機会を多くいただいた。心より御礼申し上げます。審査委員を引き受けて頂いた坂本恒夫先生及び三和裕美子先生からの貴重な意見と懇切丁寧なご指導のおかげにより、論文をより一層正確に表現できた。ここに感謝の意を申し上げます。

本論文は学内、学会、研究会といった機会において多くの研究者と議論させていただいた内容から影響を受けている。お世話になった佐久間信夫先生(創価大学)、土屋勉男先生(桜美林大学)、高橋義郎先生(桜美林大学)、平田潤先生(桜美林大学)、ド・マン・ホーン先生(桜美林大学)、落合孝彦先生(青森公立大学)、阿部直彦先生(桜美林大学)、高橋衛先生(常葉大学)、安田義郎先生(兵庫県立大学)、鳥居陽介先生(明治大学)に心より御礼申し上げたい。

さらに、修士1年から博士3年という5年間の長きにわたり、奨学金をいただいた守谷育英会という奨学金財団に、御礼申し上げたい。外国人留学生の私は生活を有意義に過ごし、研究に励み、精神的にも安定した生活を送ることができたのも、奨学金を支給して頂いたお陰であると、心から感謝の意を申し上げます。

最後に、ここまで私の学業を支え、いつも励ましてくれた両親と、家族に感激と謝意を捧げる。また、境ゼミと金山ゼミの友人や東京国際交流という寮と一緒に住んでいるベト

ナム人の仲間からのご支援を賜った。特に、レードクズン氏（慶應義塾大学）は統計分析のソフトウェアの使い方が懇切丁寧なご指導を頂いた。その場を借りて、心から感謝の意を表したい。

論文完成後に、改めてその道のりを振り返ってみると、多くの方々の支えのおかげで最後まで書くことができた。また、本研究の中における誤り等はすべて筆者の責に帰せられるものである。上記の方の恩に報いるためにも、引き続き今後の課題を含めた研究を継続できれば幸いである。

参考文献（年代順）

日本語

著書

1. 境睦（2019a）、『日本の戦略的経営者報酬制度』、中央経済社。
2. 境睦・落合孝彦（2019b）、『グラフィック経営財務』、新世社。
三和裕美子(2019)「スチュワードシップ・コードとESG投資」、第12章、境睦・落合孝彦『グラフィック経営財務』、新世社。
3. 佐久間信夫・田中信弘編著(2019)、『CSR経営要論改訂版』、創成社。
4. 石塚二葉編（2017）、『ベトナムの「第2のドイモイ」-第12回共産党大会の結果と展望-』アジア経済研究所、pp.53-76。
5. 佐久間信夫編著(2017)、『コーポレート・ガバナンス改革の国際比較：多様化するステークホルダーへの対応』、ミネルヴァ書房。
6. 三和裕美子（2016）『東アジアとアセアン諸国のコーポレート・ガバナンス』、税務経理会社。
7. トラン・ヴァン・トゥ(2016)、『ASEAN経済新時代と日本:各国経済と地域の新展開』、文眞堂。
8. 井上泉（2015）、『企業不祥事の研究：経営者の視点から不祥事を見る』、文眞堂。
9. 柏木理佳(2015)、『日本の社外取締役制度』、桜美林大学院北東アジア総合研究所。
10. 坂本恒夫・鳥居陽介・現代財務管理論研究会（著）（2015）、『財務管理論』、中央経済社。
11. 呉敬璉(著者)・曾根康雄(監訳者)・バリーノートン(編者、解説者)（2015）、『呉敬璉、中国経済改革への道』、NTT出版。
12. 玉置知己、山澤光太郎（2015）『中国の金融はこれからどうなるのか—その現状と改革の行方』、東洋経済新報社。
13. バリー&ミーンズ、森杲訳（2014）、『現代株式会社と私有財産』、北海道大学出版会。
14. 坂本恒夫・鳥居陽介・現代財務管理論研究会（著）（2014）、『経営分析』、税務管理協会。
15. 大西勝明(2013)「21世紀のベトナム産業の現況と課題」、小林守編著『アジアの投資環境・企業・産業—現状と展望—』所収、専修大学商学研究所叢書12、白桃書房。
16. 福田慎一(2013)、『金融論 -- 市場と経済政策の有効性』、有斐閣。
17. 樋口晴彦（2012）、『組織不祥事研究組織不祥事を引き起こす潜在的原因の解明』、白桃書房。
18. 岡本大輔・古川靖洋・佐藤和・馬場杉夫（2012）、『進化する日本の経営——社会・トップ・戦略・組織』、千倉書房。
19. 菊池敏夫・太田三郎・金山権・関岡保二（2012）、『企業統治と経営行動』、文眞堂。
20. 守部裕行（2012）、『ベトナム経済の基礎知識』、アジア経済研究所。

21. 寺本実編 (2011)、『現代ベトナムの国家と社会』、明石書店。
22. 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(2010)『コーポレート・ガバナンス論の経営学—会社統治の新しいパラダイム』、有斐閣。
23. トラン・ヴァン・トゥ (2010)、『ベトナム経済発展論：中所得国の罫と新たなドイモイ』、勁草書房。
24. 青井倫一監修・大和総研経営戦略研究所編著 (2009)、『ガイドランスコーポレート・ガバナンス』、中央経済社。
25. 坂本恒夫・松村勝弘 (2009)、『日本的財務経営』、中央経済社。
26. 野村総合研究所著・鶴谷学著・荻本洋子著・奥雄太郎著 (2009)、『ベトナム金融資本市場ハンドブック』、東洋経済新報社。
27. 古田元夫 (2009)、『ドイモイの誕生』、青木書店。
28. 金山権 (2008)、『中国企業統治論—集中的所有との関連を中心に』、学文社。
29. 小山明宏 (2008)、『コーポレート・ガバナンスの日独比較』、白桃書。
30. 呉淑儀 (2008)、『中国国有企業の企業統治改革—第三者機関の役割』、創成社。
31. 呉敬璉(青木昌彦監訳、日野正子訳) (2007) 『現代中国の経済改革』、NTT 出版株式会社。
32. 野村正實 (2007)、『日本的雇用慣行—全体像構築の試み』、MINERVA 人文・社会科学叢書。
33. 今井健一・渡邊真理子 (2006)、『企業の成長と金融制度』、(シリーズ現代中国経済 4)、名古屋大学出版会。
34. 座間紘一 (2006)、『中国国有企業の改革と再編』、学文社。
35. 菊澤研宗(2006)『組織の経済学入門—新制度派経済学アプローチ』有斐閣。
36. 菊澤研宗(2004)『比較コーポレート・ガバナンス論』有斐閣
37. 菊地 正俊 (2004) 『外国人投資家の視点』、PHP 研究所。
38. 唐燕霞(2004)、『中国の企業統治システム』、御茶の水書房。
39. 手嶋宣之(2004)、『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス—ファイナンス理論による実証的アプローチ』、白桃書房。
40. 土屋守章・岡本久吉(2003)『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣。
41. 柳川範之 (2002)、『不良債権ってなんだろう?』、東洋経済新報社。
42. 中兼和孝次 (2002) 『経済発展と体制移行』(シリーズ現代中国経済 1)、名古屋大学出版会。
43. 稲上毅・連合総合生活開発研究所 (2000)、『現代日本のコーポレート・ガバナンス』、東洋経済新報社。
44. 金山権 (2000)、『現代中国企業の経営管理』、同友館。
45. 三和裕美子 (1999) 『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける史的展開—』、日本評論社。
46. 坂本恒夫・佐久間信夫編・企業集団研究会著 (1998)、『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』、文眞堂。
47. 菊澤研宗(1998)『日米独組織の経済分析—新制度派比較組織論』、文眞堂。

48. 高橋伸夫 (1997) 『日本企業の意思決定原理』 東京大学出版会。
49. 深尾光洋・森田泰子 (1997)、『企業ガバナンス構造の国際比較』、日本経済新聞社。
50. 伊藤秀史 (1996) 『日本の経営システム』 東京大学出版会。
<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf> 2018年5月20日にアクセス。
51. トラン・ヴァン・トゥ(1996)、『ベトナム経済の新展開』、日本経済新聞社。
52. 青木昌彦 (1995)、『経済システムの進化と多元性』、東洋経済新報社。
53. 高橋俊夫 (1995)、『コーポレート・ガバナンスー日本とドイツの企業システム』、中央経済社。
54. 小宮隆太郎 (1993) 「日本企業の構造的・行動的特徴」、第10章、伊丹 敬之・伊藤元重・加護野忠男『日本の企業システムー第1巻 企業とは何か』有斐閣。
55. 白石昌也 (1993)、『ベトナムー革命と建設のはざま』、東京大学出版会。
56. 坂本恒夫 (1990) 『企業集団財務論』 泉文堂。
57. 加護野忠男(1980)、『経営組織の環境適応』、白桃書房。
58. 山本秀雄 (1974)、「公企業論」、『財政学体系1 現代財政学』、有斐閣。
59. 経済協力開発機構(OECD) (1972) 『OECD 対日労働報告書』。

論文

1. グエンヴィンタイン (2020) 「ベトナムにおける企業のコーポレート・ガバナンスの改革ー執行機関のモニタリング機能強化を中心にー」、『桜美林経営学研』、第10号 pp.65-87。
2. 董光哲 (2020) 「中国の上場企業における経営者インセンティブに関するー研究ー先行研究のサーベイを中心にー」、『桜美林経営学研』、第10号 pp.22-38。
3. グエンヴィンタイン (2019) 「ベトナム国有企業のコーポレート・ガバナンスに関する研究」、『桜美林経営学研』、第9号 pp.43-65。
4. 東京証券取引所 (2019) 「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」、2019年8月1日。
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000045rlr-att/nlsgeu0000045rou.pdf>
5. 王楽 (2018) 「コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス: 中国上場企業における検証」、『博士学位論文』
<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/29379/1/com020201800103.pdf>。
6. 株式会社東京証券取引所 (2018) 『コーポレートガバナンス・コード』
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20180601.html>
7. 安田理恵 (2018) 「日本における政府出資株式会社の資材調達に関する法的コントロール」、『名古屋大学法政論集』、277号、pp.73-95。
8. 田中隆 (2018) 「ベトナムにおけるドイモイ政策と経済開発の課題」、『日本大学大学院総合社会情報研究科紀要』 No.19、pp.109-119。
9. 吉岡美愛・柏木理佳 (2018) 「諸外国と比較した日本の社外取締役・監査役制度の現状と課題」、pp.29-48。
<https://www.jiu.ac.jp/files/user/education/books/pdf/841-009.pdf>

10. 柏木理佳(2017)「The Effectiveness of the Independent Non-Executive Director Against Fraud within Private Listed Companies in China」、『日本貿易学会誌・JAFTAB Journal』、第 54 号、pp.85-101。
11. 小塚雄大(2017)「ベトナム経済の現状と課題」
https://www.fukoku-life.co.jp/economy/report/download/report_VOL278.pdf 2018 年 6 月 6 日にアクセス。
12. 小林守(2017)「1990 年代のベトナム市場経済化と投資環境」、『専修ビジネス・レビュー』Vol.12、No.1 pp.67-77。
https://www.senshu-u.ac.jp/albums/abm.php?f=abm00028327.pdf&n=vol12_no1_67-77 小林守.pdf
13. グエン・ドゥック・ヴィエット(2017)「ベトナムにおける国際取引の発展と国際私法の概要」2020 年 4 月 1 日にアクセス。
<http://www.moj.go.jp/content/001242034.pdf>
14. 境睦(2017)「日本企業の長期インセンティブの高度化—株式報酬導入の観点から」、『桜美林経営学研』、第 8 号、pp.1-32。
15. 鈴木美代子(2017)「実践としてのコーポレート・ガバナンスの研究パースペクティブ」『経営行動研究年報第 26 号』、経営行動研究学会、pp.69-73。
16. 濱田眞樹人(2017)「企業不祥事はなぜ起こるのか?—企業不正の防止と発見の見地から—」『経営哲学』 14(1) 5-13 2017 年 3 月。
17. 新倉博明、瀬古美喜(2017)「取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係」、『三田学会雑誌』、Vol110、No1(2017.4)、pp.1-20
18. 中村みゆき(2017)「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス・コード導入のプロセスと意義—」、創価経営論集、第 41 巻、第 2 号、pp.49-64。
19. 三木康史(2017)「ベトナムにおける日本の法整備支援について~ビジネスロイヤーとして期待する点~」、ICD NEWS 第 70 号(2017.3)。
<http://www.moj.go.jp/content/001220349.pdf>
20. みずほ銀行(2017)「ベトナムにおける国営企業の株式会社化の最新動向~首相決定第 58/2016/QD-TTg 号~」2020 年 3 月 17 日にアクセス。
https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/globalnews/backnumber/pdf/global1705-06_04.pdf
21. 楊永良(2017)「中国国有企業ガバナンス改革の視点:シンガポール・テマセクモデルを参考に」、『法学政治学篇』64(1)、pp.91-122。
22. 大杉謙一(2016)「日本企業の取締役会の変遷と課題」、経済産業省 C G S 研究会、2016 年 7 月 19 日
https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/002_03_00.pdf
23. 奥宮陸・末吉紘治・田中千紗乃・西野修平・福田智美(2016)「社外取締役と企業業績の関係性—グループ企業と独立企業における差異の実証分析—」
<http://hrmstudy.com/wp-content/uploads/2015/02/Okunomiya-et-al2016.pdf>

24. 鄭義哲 (2016) 「経営者のエントレンチメントは存在するのか? —企業価値と経営者の持株比率の関係からの考察—」、『西南学院大学商学論集』西南学院大学商学論集 63(1)、pp.1-24、2016-07
25. 勝部伸夫 (2016) 「株式会社の歴史・理論・課題」『経営学論集第 86 集』、pp.14-21。 https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/86/0/86_14/_pdf/-char/ja 2020年3月25日にアクセス。
60. 桜井徹 (2016) 「企業不祥事とコーポレート・ガバナンス—福島第一原子力発電所事故と東京電力—」、『商学集志』、第 86 巻第 2 号 (2016. 9)。
61. 村上俊介 (2016) 「日本におけるベトナム研究の視座の変遷」、専修大学社会科学研究所月報 641、pp.14-22。
62. 鈴木美代子 (2016)、「コーポレート・ガバナンスの実践論的研究」、『明治大学大学院商学研究科博士学位請求論文』。
63. 霍麗艷 (2016) 「中国の上場会社におけるガバナンス改革の課題—日本の近時における改正法の示唆から—」、『四天王寺大学紀要』、pp.251-264。
64. 権藤正則 (2016) 「コーポレート・ガバナンスにおける主権論批判」、『商学雑誌』第 86 巻第 1 号日本大学。
65. 谷川寿郎 (2016) 「経営者内部昇進制についての一考察—日本とアメリカの比較実証研究を中心として—」、『ビジネスクリエーター研究』、第 7 号、2016 年 6 月、pp.77-97。
66. 谷口昭彦 (2016) 「ソフトな予算制約における地方分権について」、『環境と経営：静岡産業大学論集』、第 22 巻、第 2 号、pp.67-84、2016.12.01。
67. 柏木里佳 (2015)、「中国民营企业における独立取締役の監査・監督機能—日中比較および研修機関の役割の一考察—」、『桜美林大学博士学位論文』。
68. 小口俊朗 (2015) 「コーポレート・ガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」、『証券アナリストジャーナル』2015 年 8 月。
69. 境睦 (2015) 「経営財務の情報分析」、『経営財務の情報分析』、学分社。
70. 三井哲・黄怡圓 (2015) 「中国の商業銀行の不良債権の動向」、『名古屋学院大学論集 社会科学篇』、第 51 巻第 3 号、pp.79-110。
71. みずほ銀行 (2015) 「第三部ドイツのマクロ経済」、『みずほ産業調査』、2015No.2、p.342。
72. 橋本倫明 (2015a) 「企業境界とコーポレート・ガバナンス —新制度派経済学アプローチ—」、『慶應義塾大学大学院 商学研究科博士学位論文』。
73. 橋本倫明 (2015b) 「コーポレートガバナンス制度としての内部告発制度—内部告発制度をめぐるエージェンシー理論分析—」、『経営哲学』12 巻 1 号、pp.169-177。
74. 鄭義哲 (2015) 「経営者の持株比率と企業価値」、『西南学院大学商学論集』、62 巻 2 号、pp.73-94。

75. 独立行政法人 国際協力機構 (2015) 『ベトナム国ベトナム国営企業改革実施に向けた企業金融管理能力向上プロジェクト (国家資本投資会社業務改善支援) プロジェクト業務完了報告書』、2015年3月。
76. 梁先姫 (2015) 「日本と韓国におけるコーポレート・ガバナンス改革—経営陣のモニタリング機能強化を中心に」、『四天王寺大学紀要』、第59号 (2015年3月)、pp.347-364。
77. 大杉謙一 (2014) 「社外取締役 (独立取締役)」、アメリカ法 2004(1)、p.13。
78. 柏木理佳 (2014) 「中国民営企業における研修内容からみる独立取締役の監査・監督機能」、『経済社会学会』、pp.23-36
79. 清水一 (2014)、「経営者の年齢とグローバル化が企業価値に与える影響について」、『大阪経大論集』第64巻第6号、pp.235-246。
80. 金融庁 (2014)、「シンガポールのコーポレート・ガバナンス・コード」、2019年3月19日にアクセス。
<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20140930/11.pdf>
81. PwC (2014)、『コーポレート・ガバナンス・コード等に関する海外運用実態調査~英国、フランス、ドイツ、シンガポール、米国~』株式会社東京証券取引所委託調査、2020年3月19日にアクセス。
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/pwc.pdf>
82. JPX 金融商品取引法研究会 (2014)、「ドイツのコーポレート・ガバナンス・コード」、2020年3月19日にアクセス。
https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001662c-att/20141024_2.pdf
83. 稲垣博史 (2013) 「ベトナムの不良債権問題はどこまで深刻か—景気減速の主因は長引くインフレ圧力—」、『みずほレポート』、みずほ総合研究所。
84. 大谷泰彦 (2013) 「コーポレート・ガバナンスの制度的補完性—日本型ガバナンスと米国型ガバナンスの比較制度分析を通じた考察」、『東海大学経営学部紀要』、pp.75-86。
85. 奥田英信、ライ・ティ・フーン・ニョン (2013) 「国家所有がベトナム上場企業の資本構造と収益性に与える影響」、一橋大学『アジア研究』、Vol.59 Nos.1&2 June 2013。
86. 金山権 (2013) 「中国における国有企業の改革と企業統治—外部監督・監査を踏まえ—」、『早稲田商學』、438号、pp.449-472。
87. 厚東偉介 (2013) 「社会的責任論の現状とステークホルダー概念の淵源について」、『早稲田大学大学院商学研究科紀要』No.76、pp.1-44。
88. 中兼和津次 (2013) 「「中国モデル」再考：それは新しい開発・移行モデルなのか?」、『比較経済研究』、第50巻第1号 (2013年1月)、pp.53-65。
89. 西崎賢治 (2013) 「中国における不良債権処理の可能性と今後の展望—資産管理会社を中心に—」、『中国経営管理研究』、第3号。
90. 増川智咲 (2013) 「ベトナムにおける不良債権問題と働き出した対象」、『国際金融』外国為替貿易研究会。

91. 内田交謹 (2012) 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」、『証券アナリストジャーナル』、第 50 巻、第 5 号、pp.8-18.
92. 孫麗 (2012) 「中国の地方国有企業における企業統治と党(=政府)の関与：中国的企業統治システムの課題」、『北海学園大学経営論集』 10(1)、pp. 97-119。
93. 宮島英昭・小川亮 (2012) 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか?:取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013、2020 年 2 月 29 日にアクセス。
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf>
94. トラン・ヴァン・トウ(2012) 「ベトナム経済の現段階：発展論と体制移行論からみた特徴」、『比較経済研究』、第 49 巻第 1 号(2012 年 1 月)、pp.15-30。
95. 神山 哲也 (2011) 「ドッド・フランク法による米国ガバナンス規制の強化」、『野村資本市場クォータリー 2011Spring』、pp.118-125。
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr11.pdf>
96. 島見大 (2011) 「経営者による株式保有が企業価値に与える影響についての考察」神戸大学経営学研究科 current management issues。
https://mba.kobe-u.ac.jp/oldweb_pics/contents/students/thesis_files/workingpaper/2011/wp2011-1b.pdf 2020 年 2 月 29 日にアクセス。
97. 清水一 (2011)、「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値—パネルデータによる分析」、『大阪経大論集』、第 61 巻第 5 号、2011 年 1 月、pp.31-47
https://www.irepository.net/il/user_contents/02/G0000031Repository/repository/keidaironshu_061_005_031-047.pdf 2020 年 2 月 29 日にアクセス。
98. 柴田努 (2011) 「バーリ&ミーンズの株式会社論—巨大株式会社規制の理論的根拠をめぐって—」、『都留文科大学研究紀要』、第 74 集 2011 年 10 月。
99. 陳浩 (2011) 「ドイツのコーポレート・ガバナンスの変容と監査役会改革の課題」、『立命館国際研究』、24-2、October 2011。
100. 三輪晋也(2011) 「日本企業における役員の株式所有と企業業績」、『國土館大學政経論叢』、通号第 158 号、133-152.
101. 呉曉青 (2011) 「独立取締役とコーポレート・ガバナンス」、『一橋法学』、10(2)、pp.265-285。
102. 楊巧麗 (2011) 「中国における不良債権問題処理のあり方の検討—1990 年代における不良債権問題の日中比較から—」、『名城論叢』、第 12 巻第 1 号名城大学。
103. 尹相 国 (2010)、「米国におけるコーポレート・ガバナンスの理論的展開」、『人文社会科学研究 第 20 号』、p.241。<https://core.ac.uk/download/pdf/96979174.pdf> 2019 年 9 月 16 日にアクセス。
104. 篠田朝也 (2010) 「わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討—外国人投資家を中心にした分析—」、『立命館経営学』、第 48 巻、第 5 号、pp.79-96。
105. 三輪晋也(2010) 「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」、『日本経営学会誌』、第 25 号、pp.15-27。

106. ド・マン・ホーン(2010)「ベトナムの経済発展と民間セクターの振興」、『早稲田大学総合研究機構プロジェクト研究第5号』、早稲田大学総合研究機構 pp.93-106。
107. 林孝宗 (2010) 「シンガポールにおけるコーポレート・ガバナンス — 取締役会の機能と独立取締役の役割を中心に —」、社学研論集、Vol. 16、2010年9月、pp.299-314。
108. 石田暁恵(2008)「WTO加盟後の国有企業-株式化と企業グループ」、『変容するベトナム経済と経済主体』、調査研究報告書、アジア経済研究所。
109. 孫麗 (2008) 「日中韓における政府と企業間関係の比較研究」、『国際協力論集』、第15巻、第3号、pp.69-93。
110. 郭新平 (2008) 「市場経済移行期における国有企業のコーポレート・ガバナンス—中国の政治支配構造と企業統治構造の関連から—」、『立教ビジネスレビュー』、創刊号 pp.33-39。
111. 劉新 (2008)、「中国上場企業における企業統治システムの研究」、『桜美林大学博士学位論文』。
112. 岩壺健太郎・外木好美 (2007)、「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」『経済研究』第58巻、第1号、pp.47-60。
113. 境睦 (2007) 「マクロとミクロの条件下での最適なコーポレート・ガバナンスシステムの設計」、『経営政策論集』、第7集、pp.41-63。
114. 境睦・任雲 (2007) 「経営者株式報酬制度のメリットと問題点—今後の日本企業における経営者報酬制度の最適化に向けて—」、『経営政策論集』、Vol.6 No.2、pp.1-22。
115. 関志雄(2007)「所有制改革の行方—イデオロギーの壁を如何に乗り越えるか—」2018年8月15日にアクセス。
<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/070129kaikaku.html>
116. 小山巖也 (2007) 「企業不祥事」と企業における問題の認識」、企業倫理研究グループ『日本の企業倫理企業倫理の研究と実践』、白桃書房。
117. 李霄航 (2007) 「中国国有企業における企業統治」、『経済論叢』、京都大学経済学会第180巻第3号2007年9月。
118. 寺本実編 (2007) 「ドイモイ下ベトナムの『国家と社会』」、調査研究報告書、アジア経済研究所2007年、pp.1-12。
119. 加藤達彦(2007)「監査の品質と監査人の独立性—資本市場のガバナンス機能の観点から」、『明大商学論叢』、第89巻、第2号、pp.183-201。
120. サンフォード・M・ジャコービ(2007)、「コーポレート・ガバナンスと雇用関係の日米比較」独立行政法人労働政策研究・研修機構。2020年3月20日にアクセス。
http://www.jil.go.jp/foreign/labor_system/2007_3/america_02.html
121. 宮島英昭・新田敬祐 (2006) 「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」、2020年2月29日にアクセス。
http://www.waseda.jp/sem-miyajima/_userdata/papers_2.pdf

122. 三輪晋也 (2006) 「日本企業の取締役会と企業価値」、『日本経営学会誌』第 16 号、pp. 56-72。
123. 榎並洋介 (2005) 「アダム・スミスの株式会社論」、『星薬科大学一般教育論集』、第 23 号 2005 年、pp.19-57。
124. 光定 洋介 (2005) 「日本における企業・株式価値向上のためのコーポレート・ガバナンスの運用」、『Sanno University Bulletin』、26 (1)。
<https://www.sanno.ac.jp/undergraduate/library/cpir4n0000006hnm-att/260101.pdf>
125. 境睦 (2005) 「異なった経済環境下における最適なコーポレート・ガバナンス・システムー日本企業のコーポレート・ガバナンスの今後の方向性」、『経営政策論集』、Vol.5 No.1。
126. 唐燕霞 (2005) 「企業統治と支配のメカニズム」、『総合政策論』、第 10 号、島根県立大学総合政策学会 pp.1-17。
127. トラン・ヴァン・トウ (2005) 「企業から見たベトナムの経済改革」、『東アジアへの視点』、第 16 巻第 4 号、pp.49-58。
128. UFJ 総合研究所(2005) 「ベトナム経済の現状と課題 —ベトナムの国有企業問題—」、『調査レポート 04/114』。
129. 大杉謙一(2004) 「社外取締役(独立社外取締役)」『アメリカ法』2004 (1)。
130. 黄剣毅 (2004) 「中国におけるコーポレート・ガバナンスに関する一考察」、『桃山学院大学太平洋圏経営研究』、(5) pp.113-115。
131. 中村みゆき (2004) 「シンガポール政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察 民営化政策による公的支配への影響」、『アジア研究』Vol.50, No.4, October 2004。
132. 西村晋 (2004) 「現代企業制度の下での中国国有企業の支配と統治構造」、『創価大学大学院紀要 26』、pp.1-18。
133. 宮島英昭 (2004) 「解題—いまなぜ企業統治が問題なのか—」、『ニッセイ基礎研究所報』、Vol.33、pp.3-23。
134. 宮島英昭 (2004) 「日本の企業金融・コーポレート・ガバナンス・経済展開：1900-1955」、平成 13-15 年度科学研究費補助金(基盤研究(B))研究成果報告書、pp.1-225。2019 年 3 月 16 日にアクセス。
https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=13202&item_no=1&page_id=13&block_id=21
135. 阿部修人・小黒曜子 (2003) 「社長交代と外部出身取締役-Semi parametric 推定による分析-」、pp.2-3、2020 年 2 月 1 日にアクセス。
<http://www.ier.hit-u.ac.jp/~nabe/abeoguro.pdf>
136. 裴桂芬 (2003) 『中国資産管理会社〈AMC〉の運営とあり方』、一橋大學経済研究所経済制度研究センター。
137. 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 (2003) 「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか--CGS(コーポレート・ガバナンス・スコア)による分析」、『フィナンシャル・レビュー』、財務省財務総合政策研究所 編 (68) 2003-12、pp.156-193。

- 138.川井伸一 (2002) 「中国の株式会社におけるインサイダー・コントロール」、『愛知経営論集』、第 145 号、pp.37-72。
- 139.境睦・任雲 (2002) 「日本の金融システムとコーポレート・ガバナンスの変革：情報の経済学からのアプローチ」、『年報財務管理研究 13』、日本財務管理学会 pp.30-41。
- 140.鍾非 (2001) 「ビッグバンか漸進主義か—移行パターンの政治経済学」、東京大学大学院経営学研究科。
<http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/dp/2001/2001cj39.pdf>
- 141.唐燕霞 (2001) 「市場経済移行期におけるコーポレート・ガバナンス—中国国有企業の統治メカニズムの構築に向けて」、『総合政策論』、第 1 号 (2001 年 3 月)、島根県立大学総合政策学会。
- 142.平田光弘 (2001) 「OECD のコーポレート・ガバナンス原則—デジュレ・スタンダード—」、『経営研究所論集』、第 24 号、pp.277-291。
- 143.広田真一・宮島英昭 (2001) 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか—1990 年代と石油ショック時の比較」『現代ファイナンス』、No. 10、 pp. 35-61。
- 144.丸川知雄 (2001) 「ヴィエトナムの国有企業改革と企業集団」
<https://web.iss.u-tokyo.ac.jp/~marukawa/vietnamSOE.pdf>
- 145.曹瑞林 (2000) 「中国における国有企業の会社化と政府の役割変化—90 年代の企業・政府間関係に焦点をあてて—」『政策科学』8-1、Sep. 2000、立命館大学。
- 146.手嶋宣之 (2000) 「経営者の株式保有と企業—日本企業による実証分析」、『現代ファイナンス』、第 7 号、pp.41-55。
- 147.唐燕霞 (1999) 「中国国有企業のコーポレート・ガバナンス—国有企業の統治構造の変遷をめぐって」、『日中社会学研究』、日中社会学会。
- 148.田中正継 (1998) 「日本のコーポレート・ガバナンス」、『経済分析政策研究の視点シリーズ 12』、経済企画庁経済研所。
- 149.加藤達彦 (1992) 「監査制度の効率性と監査人の独立性」、『奈良県立商科大学研究季報』、第 3 巻第 1-3 合併号、pp.75-83。
- 150.安藤陽 (1989) 「現代公企業論の課題—株式会社公企業の増加を手掛かりにして—」、『立教経済学研究』、第 44 巻、第 2 号。
- 151.加護野忠男 (1981) 「経営組織論の新展開」、『国民経済雑誌』、143(4)、pp.92-113。
<http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/00172598.pdf>

外国語

1. Pham Huu Hong Thai, Phan Thi My Kieu (2018), “Quy mo hoi dong quan tri, su kiem nhien cua giam doc dieu hanh va gia tri doanh nghiep”, *Tap chi Tai chinh*, 11/3/2018.
2. Nghị định 71/2017/NĐ-CP, 6/6/2017
ベトナム政府の第 71/2017/ND-CP 号、2017 年 6 月 6 日
【日本語版】<http://www.moj.go.jp/content/001279112.pdf>

3. Nghị định 126/2017/ND-CP, 16/11/2017.
ベトナム政府の議定 126/2017/ND-CP、2017 年 11 月 16 日。
4. Lawrence Lee (2016) “Findings on the Singapore Governance & Transparency Index(SGTI)”, *CGIO NUS Business school*, p.3, 3 Aug. 2016.
5. Nguyen Manh Ha (2016), “Quan he giua quan tri doanh nghiep voi hieu qua hoat dong cua cac ngan hang Viet Nam”, *Tap chi Tai chinh* 2(7/2016).
<http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/quan-he-giua-quan-tri-doanh-nghiep-voi-hieu-qua-hoat-dong-cua-cac-ngan-hang-viet-nam-111141.html>
6. Hideaki Miyajima, Takaaki Hoda, Ryo Ogawa (2016) “Does Ownership Really Matter?: The Role of Foreign Investors in Corporate Governance in Japan”, *WCG Working Paper* No.2016-001, pp.1-41. 2020 年 2 月 29 日にアクセス。
http://www.waseda.jp/prj-core/core/wp-content/uploads/2017/02/01r_Miyajima_Does-Ownership-Really-Matter-The-Role-of-Foreign-Investors-in-Corporate-Governance-in-Japanfinal.pdf
7. NGUYỄN DUY MẬU, Nâng cao hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp nhà nước thời kỳ hội nhập, *Tap chí Tài chính*, 2016 年 5 月 13 日。
<http://tapchitaichinh.vn/tai-chinh-kinh-doanh/tai-chinh-doanh-nghiep/nang-cao-hieu-qua-kinh-doanh-cua-doanh-nghiep-nha-nuoc-thoi-ky-hoi-nhap-81365.html>
8. Quyết định 58/2016/QĐ-TTg, 28/12/2016.
ベトナム首相の決定 58/2016/QĐ-TTg、2016 年 12 月 28 日。
9. Nghị định 116/2015/ND-CP, 11/11/2015.
ベトナム政府の議定 116/2015/ND-CP、2015 年 11 月 11 日。
10. Tran Van Tho (2015) , *Cú sốc thời gian và nền kinh tế Việt Nam*, NXB Trí thức.
11. Luật Doanh nghiệp 2014, No 68/2014/QH13, 26/11/2014
ベトナム国会の第 68/2014/QH13、2014 年 11 月 26 日
【日本語版】 <http://www.moj.go.jp/content/001155129.pdf>
12. Quyết định 37/2014/QĐ-TTg, 18/6/2014.
ベトナム首相の決定 37/2014/QĐ-TTg、2014 年 6 月 18 日。
13. Nghị định 151/2013/ND-CP.
ベトナム政府の第 151/2013/ND-CP 号、2013 年 11 月 1 日。
14. Hiến pháp 2013.
【日本語版】 ベトナム憲法 (2013) 、<http://www.moj.go.jp/content/001167755.pdf>
15. Vo Hong Duc & Phan Bui Gia Thuy (2013), “Quan tri cong ty & hieu qua hoat dong doanh nghiep: Minh chung thuc nghiem tu cac cong ty niem yet tren so giao dich chung khoan TP.HCM”, *Tap chi Phat trien kinh te* 275 (9/2013), pp.1-15.
16. Vo Hong Duc, Hoang Dinh Son, Phan Bui Gia Thuy (2013), “Cac yeu to tac dong den thu lao hoi dong quan tri: Bang chung tu cac cong ty niem yet o so giao dich chung khoan TP.HCM”, *Tap chi khoa hoc Truong Dai hoc Mo TP.HCM*, so 1(34)(2014), pp.14-27.

17. Black, B. and W. Kim, (2012). “The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach using Korean Data,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, pp. 203–226.
18. Kumar, N., & Singh, J. P. (2012), “Outside directors, corporate governance and firm performance: Empirical evidence from India”, *Asian Journal of Finance and Accounting*. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v4i2.1737>
19. The World Bank (2012) “Remaining Resilient”, *East Asia and Pacific Economic Update 2012*- Volume 2, pp.107-109.
20. Nghị định 59/2011/ND-CP, 18/7/2011.
ベトナム政府の議定 59/2011/ND-CP、2011 年 7 月 18 日。
21. Uchida, K. (2011), “Does Corporate Board Downsizing Increase Shareholder value? Evidence from Japan.” *International Review of Economics and Finance* 20, 562-73.
22. Duchin, R., J. Matsusaka, and O. Ozbas, (2010). “When are Outside Directors Effective?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, pp. 195–214.
23. Larmou, S., and N. Vafeas, (2010). “The Relation between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance,” *Journal of Management and Governance*, Vol. 14, pp. 61–85.
24. Nguyen, B. and K. Nielsen, (2010). “The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, pp. 550–567.
25. Adams, R. B. and Ferreira, D. (2009). “Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance”. *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291–309.
26. Terjesen, S., Sealy, R. and Singh, V. (2009). “Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol.17, pp.320-337.
27. Black, B. and V. Khanna, (2007). “Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India,” *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 4, : 10 December 2007,pp. 749–796.
28. Gordon, J.N. (2007) “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Stanford Law Review* 59, pp.1465-1568.
29. Rose, C. (2007). “Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.15, No.2, pp.404–413.
30. Luật Chứng khoán 2006
ベトナム証券法 (2006) 、法律第 70/2006/QH11 号 (2006 年 6 月 29 日可決)
31. Nghị định 86/2006/ND-CP
ベトナム政府の議定 86/2006/ND-CP、2006 年 8 月 21 日
32. Luật Doanh nghiệp 2005, No 60/2005/QH13, 29/11/2005
ベトナム国会の第 60/2005/QH11 、2005 年 11 月 29 日
【日本語版】

https://www.jica.go.jp/project/vietnam/021/legal/ku57pq00001j1wzj-att/legal_22.pdf

33. Quyết định 151/2005/QĐ-TTg
ベトナム政府の決定 151 号 (151 /2005/QĐ-TTg)、 2005 年 6 月 20 日。
34. Nghị định 187/2004/ND-CP, 16/11/2004.
ベトナム政府の議定 187/2004/ND-CP、2004 年 11 月 16 日。
35. Erhardt, N., Werbel, J. and Shrader, C. (2003). “Board of Director Diversity and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.11, Iss.2, pp.102–111.
36. Nghị định 64/2002/ND-CP, 19/6/2002.
ベトナム政府の議定 64/2002/ND-CP、2002 年 6 月 19 日。
37. Dore, R (2000) *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism*, Oxford University Press.
38. Morck, R., M. Nakamura, A. Shivdasani (2000) Banks, Ownership structure, and Firm value in Japan, *The Journal of Business*, Vol. 73, No.4, pp.539-567.
39. Nghị định 44/1998/ND-CP, 29/6/1998.
ベトナム政府の議定 44/1998/ND-CP、1998 年 6 月 29 日。
40. Xu, P. (1997) “Executive salaries as tournament prizes and executive bonuses as managerial incentives in Japan”, *Journal of the Japanese and international Economics* 11, pp.319-346.
41. Agrawal, A. and Knoeber, C.R. (1996) “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
42. Nghị định 28-CP, 7/5/1996
ベトナム政府の議定 28-CP、1996 年 5 月 7 日
43. Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994) “Ownership structure and corporate performance in Japan”, *Japan and the World Economy*, 6: 239–261.
44. Jensen, C. (1993). “The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.
45. Hiến pháp 1992.
【日本語版】 1992 年ベトナム社会主義共和国憲法 (2001 年一部改正) JICA 「ベトナム六法」
https://www.jica.go.jp/project/vietnam/021/legal/ku57pq00001j1wzj-att/legal_03.pdf
46. Hermalin, E., and S. Weisbach, (1991). “The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, pp. 101-112.
47. McConnell, J. J. and H. Servaes (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, 27: 595–612.
48. Số 47-LCT/HĐNN8
法律第 47-LCT/HĐNN8 号 (1990 年 12 月 21 日可決)

49. Zahra, A., and A. Pearce, (1989). "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model," *Journal of Management*, Vol. 15, pp. 291-334.
50. Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
51. Luật Đầu tư nước ngoài tại Việt Nam, Luật số 4-HĐNN8, ngày 29 tháng 12 năm 1987) 外国投資法第4-HĐNN8号(1987年外国投資法)、1987年12月29日。
52. Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94 (3): 461-488.
53. Baysinger, B. and H. Butler, (1985). "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 1, No. 1, pp. 101-124.
54. Fama, F. and C. Jensen, (1983). "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.
55. Pfeffer, J. (1983) Organizational Demography, in L. L. Cummings and Barry.M.Staw(eds.), *Research in Organizational Behavior*, 5: 299-357, Greenwich, CT: JAI Press.
56. Hiến pháp 1980.
1980年ベトナム社会主義共和国憲法。
57. Pfeffer, J. and Salancik,G.R.(1978)"The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective". New York: Harper and Row.
58. Jensen, C. and Meckling, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
59. Lawrence, P. R. and J.W. Lorsch, 1967, "Organization and Environment", Boston: Division of Research, Harvard Business School, (吉田博訳、『組織の条件適応理論, 産業能率大学出版部, 1977)
60. A.A.Alchian (1965), Some Economics of Property Rights, *Il Politico* 30 (4), Re-printed in A.A.Alchian, *Economic Forces at Work*, Liberty Press, 1977
61. Woodward, J. (1965), *Industrial organization: Theory and practice*, London, Oxford University Press.
62. Burns, T. and Stalker, G. (1961), *The Management of Innovation*, London, Tavistock
63. McGregor, D. (1960) *The Human Side of Enterprise*, N. Y: McGraw-Hill. (高橋 達男訳 (1970)『[新版]企業の人間の側面』産業能率短期大学出版部)
64. Becker, G. S. (1957, 1971, 2nd ed.). *The Economics of Discrimination*. Chicago: University of Chicago Press.
65. Maslow, A. H. (1954) *Motivation and Personality*. N. Y: Harper & Brothers. (小口忠彦 監訳(1971)『人間性の心理学』産業能率短期大学出版部)

ウェブサイト

1. ベトナム統計局のウェブサイト <https://gso.gov.vn/>
2. ベトナム政府官房の事業革新部のウェブサイト
<http://doimoidoanhnghiep.chinhphu.vn/bao-cau/>
3. ベトナム国家銀行のウェブサイト <http://www.sbv.gov.vn/>
4. FPT 証券会社 <http://priceboard.fpts.com.vn/?s=33&language=en&t=aAll>
5. The World Bank <http://worldbank.org/>
6. ベトナム計画投資省
<http://www.mpi.gov.vn/Pages/tinbai.aspx?idTin=42625&idcm=37>
7. ビナミルク社 <https://www.vinamilk.com.vn>
8. 日本銀行 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180129c2.pdf
9. テマセク (Temasek Holdings) https://www.temasek.com.sg/content/dam/temasek-corporate/our-financials/investor-library/annual-review/en-tr-thumbnail-and-pdf/Temasek_Overview_2018_EN.pdf
10. Spencer Stuart 社 <https://www.spencerstuart.com/>
11. Harvard Law School Forum on Corporate Governance
<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/12/28/2016-spencer-stuart-board-index/>
12. ソニー社 https://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/library/101_ogm_J_all.pdf
13. 日本戦略研究フォーラム <http://www.jfss.gr.jp/home/index/article/id/358>
14. キャピタル・パートナーズ証券株式会社
http://www.capital.co.jp/jp/research/vietnam/pdf/V_Vietnam_Strategy_2018_180105_f1.pdf
15. 【日経テレコンの記事より】「ベトナム、国民車構想発進、ビンググループ、年産能力 25万台、政府庇護、日本勢と攻防」(2019.6.15)
16. 【VietJo の記事より】「モビフォン元社長ら逮捕、巨額水増し企業買収で」(2018.11.15)
<https://www.viet-jo.com/news/social/181114232654.html>
17. 【VnEconomy の記事より】「GDP tang 6.81% quy mo nen kinh te vuot 220 ty USD」(2017.12.27)
<http://vneconomy.vn/gdp-tang-681-quy-mo-nen-kinh-te-vuot-220-ty-usd-20171227154739941.htm>
18. 【Enternews の記事より】「Buoc ngoat tai co cau SCIC」(2017.12.30)
<https://enternews.vn/index.php/buoc-ngoat-tai-co-cau-scic-122631.html>
19. 【ベーカーマッケンジーセミナーの記事より】「Corporate & Tax Global Update ニュースレター Vol. 14」(2017.9)
https://www.bakermckenzie.co.jp/wp/wp-content/uploads/Newsletter_170929_CorporateTaxGlobalUpdate_14_J.pdf
20. 【Vietnam Business Law の記事より】「Nghị định 71/2017 quy định mọi về Quản trị công ty có phần đại chúng ở Việt Nam」(2017.7.31)

- <https://vietnam-business-law.info/blog-lut-kinh-doanh/2017/7/31/ngh-nh-712017-quy-nh-mi-v-qun-tr-cng-ty-c-phn-i-chng-vit-nam>
21. 【Cafef の記事より】 「Thanh tra NHNN: Khong phan loai theo QD780, no xau la 9.71%」 (2014.4.25)
<http://cafef.vn/tai-chinh-ngan-hang/thanh-tra-nhnn-khong-phan-loai-theo-qd-780-no-xau-la-971-2014042516224298718.chn>
22. 【Bloomberg の記事より】 「Vietnam Targets June Plan to Revamp State Firms, Trung Says」 (2013.2.5)
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-02-04/vietnam-to-unveil-state-firms-overhaul-plan-by-june-trung-says>
23. 【Vietnamnews の記事より】 「Vinamilk CEO among Forbes'top 50 Asian businesswomen」 (2012.3.2)
<https://vietnamnews.vn/society/221610/vinamilk-ceo-among-forbes-top-50-asian-businesswomen.html#kFa6KOAeFal7JoAv.97>