

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

—執行機関のモニタリング機能強化を中心に—

グエンヴィンタイン

要旨

本研究では、まず、独立社外取締役制度の導入を中心に考察する。また、独立社外取締役以外にも経営者のモニタリング手段として取締役会の各委員会を設置することを分析する。

2000年代以降ベトナムの国有企業は不祥事が目立ち、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。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。2015年に外国人保有制限が撤廃され（銀行を除く）、2015年より、多くの公開会社は外国人枠を100%に変更した。

企業のコーポレートガバナンスに関して、全ての株式会社を対する2014年に改正された新企業法により独立社外取締役制度や監査等委員会制度が導入された。2つの株式会社の管理組織機構が規定され、①監査役会を設置する会社で、②内部会計監査委員会を設置する会社である。企業は2つのうち1つを選択することができる。公開会社を対する第71法令では、業務を行う取締役及び非執行取締役のバランスを確保しなければならない。取締役会の構成員の3分の1以上が非執行取締役でなければならない。さらに、取締役会の下位組織として内部監査委員会を設置することが必要である。また、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。

次に、独立社外取締役制度の導入や取締役会の各委員会の設置などの状況を取り上げる。

独立社外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、ホーチミン証券取引センター（HOSE）とハノイ証券取引所（HNX）に上場している企業60社（HAX30インデックスとVN30インデックス）で、社外取締役制度および委員会制度の導入状況を調査した。各社の報告書から以下の3点が明らかとなった。①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。②組織形態について、大半が監査役会設置会社である。③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

独立社外取締役を選任している。

このように、本研究では、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と導入の状況を明らかにした。今後、企業のコーポレートガバナンス改革を研究するとともに、改革の効果に関して分析することも必要であると思われる。

Abstract

This paper introduces an independent outside director system and analyzes the establishment of each committee of the board of directors as a means of monitoring management.

In the 2000s, a number of scandals of state-owned enterprises in Vietnam have been revealed, which have promoted the requirement of corporate governance reforms. The will to create a favorable business environment, along with the pressure from foreign investors, has pushed the Vietnamese government to revise and complete the enterprise law and other regulations of corporate governance.

In 2015, after the foreign ownership restrictions, excluding the bank sector, were removed, many public companies have changed the capital ownership ratio of foreign investors to 100%. Besides, an independent outside director system and a new audit and supervisory committee system were introduced under the 2014 revised enterprise law for all corporations. Accordingly, corporations can adopt one of the following two management organization structures: (i) establish a board of corporate auditors, and (ii) establish an internal audit committee. Decree No. 71 on corporate governance regulates the ratio between executive and non-executive members in the Board of Directors to ensure the balance and transparency. Accordingly, at least one-third of the Board members are non-executive members and at least one-fifth of the Board members are independent members.

To clarify the compliance with the provisions of the law and the preferences of the control model of companies, the author examined the reports of 60 listed companies on both the Ho Chi Minh Securities Exchange Center (HOSE) and the Hanoi Stock Exchange (HNX). The result shows the three following main points. First, foreign stock holdings are more common in companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange than on the Hanoi Stock Exchange. Second, most companies choose to establish a board of corporate auditors. Final, companies listed on the Ho Chi Minh Stock Exchange tend to appoint more independent outside directors compared to ones listed on the Hanoi Stock Exchange.

In this way, this study clarifies the situation of corporate governance in Vietnam. In the future, it will be necessary to study further the effects of this process on the effectiveness

of the companies' operation.

キーワード：旧国有企業、執行機関のモニタリング、独立社外取締役制度、取締役会の各委員会

はじめに

2000年代以降ベトナム政府は世界貿易機構（以下、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、ベトナムにおいては市場経済が確立されないという認識を持っていた。ベトナム政府はWTOのルールや国際基準などを基づく競争法や投資法や企業法などの法制度を整理した。2005年に企業法は、内外資本も所有形態も区別することなく改定された。民間会社法、外国投資法と国有企業法という企業関連法律は一本化されており、「統一法律」と呼ばれている。

2005年には、ベトナムの株式会社において監査役設置会社のみタイプがあった。取締役会のメンバーはその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の分離が行われなかった。取締役会と業務執行経営者は一体化をするため、取締役会の監査機能を期待されなかった。

2015年7月1日に施工されたから新企業法では、取締役会直属の内部会計監査委員会制度の導入、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、取締役会の中での独立社外取締役の確保、経営者の不正に対する罰則強化などの点を制度化した。このようなコーポレート・ガバナンス改革による執行と監視・監督の機能が分離され、株主の利益を守ることが期待されている。本稿ではベトナムにおけるコーポレートガバナンス改革に取り組みきっかけや関係法律の整備について論じることが問題意識となる。本稿の構成は以下の通りである。

第一に、ベトナムにおけるコーポレート・ガバナンス改革の背景を論じる。ベトナムでは、国有企業における不祥事発生、法制度の改正と海外投資家からの要求などの要因による企業のコーポレート・ガバナンス改革が目されるようになった。

第二に、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。上記のように、2005年に企業法は、改定された。それにより企業活動の管理を一体化し、「統一法律」が施行されることになった。2015年の新企業法やベトナム政府の71/2017ND-CPの決定により、独立社外取締役制度と内部会計監査委員会設置会社というコーポレート・ガバナンスシステムが導入されるようになった。

第三に、独立社外取締役制度と委員会制度導入の状況を明らかにする。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）。

1. ベトナムにおけるコーポレート・ガバナンス改革の背景

2000年代に入ると、ベトナムでは、多くの要因によって企業のコーポレート・ガバナンス改革において次の3点を中心に注目されるようになった。国有企業における不祥事発生、法制度の改正と海外投資家からの要求からである。

1.1 国有企業における不祥事発生とコーポレート・ガバナンス・モデルの欠陥

上述したように1986年にベトナムではドイモイ政策（経済刷新）が実施され、市場メカニズムの導入がはじまった。新たな経済制度とともに国有企業の株式化は促進された。国有企業における出資形態が大幅に変わり、所有権と経営権は分離された。近年、株式会社化される国有企業の数が増加し、1990年の時点で約12000社あった。政府持株比率が100%である国有企業は、現在は約700社に減少している。

近年、ベトナム国有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。2006年から2017年にかけてベトナム国有企業の不祥事のケースを分析すると、国有企業のガバナンスモデルでは経営者の不正行為を防止できないことが明らかになっている。具体的には、「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

図表1：ベトナム国有企業の不祥事事件

年	会社名	職位	国家の損失	裁判の判決	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）	取締役社長	約200万米ドル	禁固13年	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）	取締役社長	約43億米ドル	禁固22年	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）	取締役会長 取締役社長 副社長	約10億米ドル	死刑 禁固28年	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）	取締役社長	約5億米ドル	死刑	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（PVNの子会社）	取締役会長 取締役社長	約2億米ドル	裁判の判決中	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（PVN）	取締役会長 取締役社長 取締役副社長	不明	死刑	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
2018	モビフォン（MobiFone）	取締役社長 取締役副社長	約3.5億米ドル	裁判の判決中	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

乱用した」などの罪によって、逮捕された経営者が多い。

2006年から2017年にかけてベトナム国有企業の不祥事事件は図表1で示す。

図表1からみると、国有企業の経営者は経済管理に関する国の規定に故意に違反し、国に多大な損失をもたらしたため逮捕された。不祥事事件の内、多く見られるのは汚職行為、資産の不正流用と資産の不正投資である。本節では、国家の損失が一番大きいベトナム国有造船グループ（Vinashin）事件とベトナム最大の国有企業の石油ガスグループ（PVN）という2つの事件を取り上げる。

1.1.1 ベトナム国有造船グループの事件

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）の承知を得ずに出資した。ビナシンは監督省庁の承認を得ずに中古船舶を購入し、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¹。

上記の事件により、ベトナム政府は、2011年9月の決議で「国営企業は本業に集中し、特に金融・保険・不動産・証券といった専門外の分野には投資しないよう求める。既に専門外の分野に投資している企業は、撤退計画を提出しなければならない」と警告した。さらに「本業以外のビジネスは、2015年までに止めなければならない」と決めた。しかしながら、高い収益性を求めて、多くの企業が本業以外に投資した。

1.1.2 ベトナム石油ガスグループの不祥事事件

2015年にベトナム最大国有企業の元会長は「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」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。PVN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、経済不況のため、2015年にOceanbankは財務内容の悪化のため、ベトナム国家銀行が銀行の全株式をゼロドン（VND）に強制的に買収し、同行を国有化することが決定された²。PVN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も失敗したので、2015年にPVNの会長が逮捕された。2017年には上記の事件に関連性があるとの容疑で、PVNの財務担当の副社長も逮捕された。

1.1.3 モビフォンの不祥事事件

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、政府の検査官は、首相の承認を得ていないAVG社の株式買収に関する取引は投資法に違反していた。AVG社への企業価値評価は大幅に水増した。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。

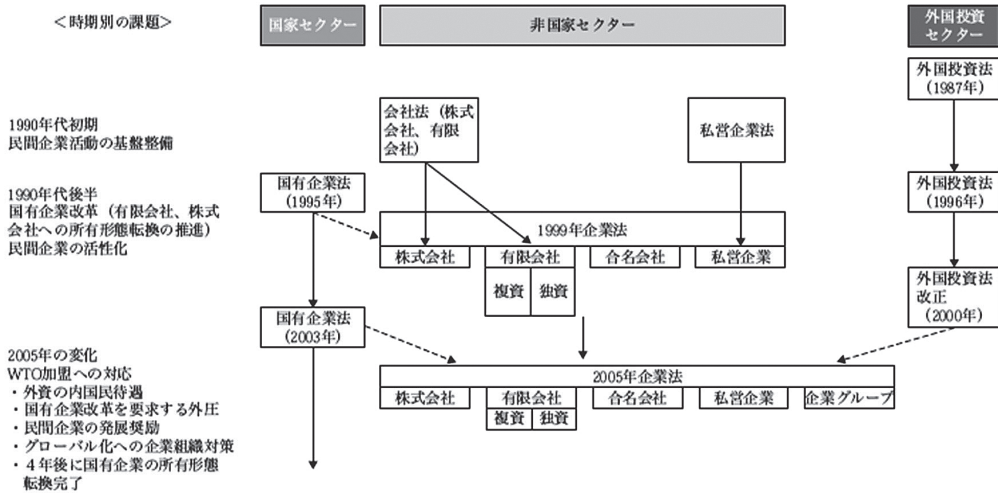
2018年11月ベトナム警察は「公的資金の管理と使用に関する法律に違反することは深刻な事態を招く」として告訴し、モビフォンの元社長と副社長を逮捕した。違法買収の責任に関する元情報通信大臣のグエン・バク・ソン（Nguyen Bac Son）氏（任期：2011～2016年）とチュオン・ミン・トゥアン（Truong Minh Tuan）氏（任期：2016～2018年）も逮捕された³。

このようにベトナム国有企業で不正が起きる原因は企業のコーポレート・ガバナンスの欠陥により、経営者の暴走を防ぐことができないことであると考えられる。コーポレート・ガバナンスにおいて経営者は企業を経営するうえでの管理運営手法であり、彼らのミスや不正を防ぐ仕組みでもある。そのため、ベトナム政府は国有企業のコーポレート・ガバナンスの改善を掲げ、会社法改正やコーポレート・ガバナンス・コードの作成を進めている。

1.2 法制度の改正

ベトナム政府の国際基準に基づく企業法をここで整理する。2005年の以前に、ベトナムには3つの会社法が存在した。民間企業の会社法、外資企業の外国投資企業法と国有企業の国有企業法であった。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ないという認識を持っていた⁴。2000年代以降ベトナム政府は世界貿易機構（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や企業法などの法制度を整理した。2005年に改定された企業法は、民間会社法、外国投資法と国有企業法という企業関連法律を一本化し、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、統一法律が規制される⁵。企業法の対象は、民間・外資企業であるが、国有企業もすべて企業法の適用を受けることとした⁶。

図表 2：ベトナム企業法の変遷

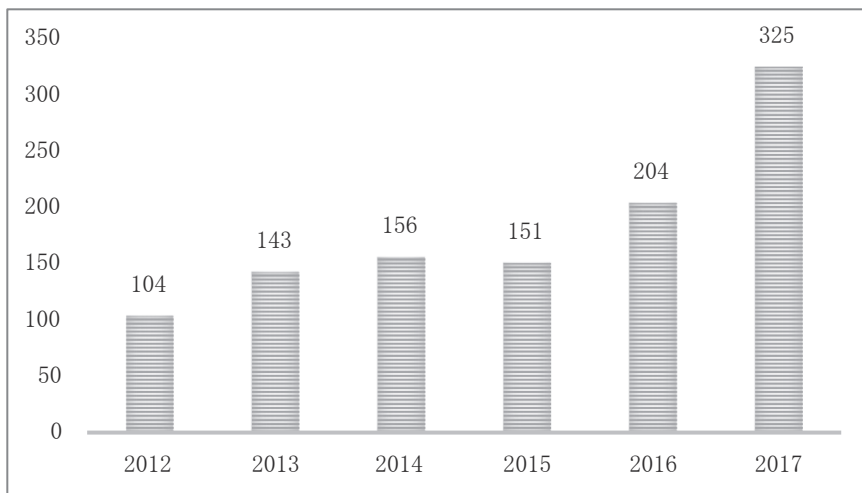


出所：石田（2010） p.108

1.3 外国投資家の発言力の強まり

企業のグローバル化による、独立社外取締役の導入は普及し外国投資家の株式保有比率が上昇すること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へいっそう拍車がかかるようになった。先進国で意識されるようになった制度利害関係者資本主義モデルにおいて、経営者は株主だけでなく諸利害関係者の利益を最大化することも必要である。そのため、株主以外の利害関係者も企業のガバナンスに参加し、独立社外取

図表 3：ベトナム証券市場における海外投資家の純資産総額



出所：National Financial Supervisory Commission – NFSC（2018）⁷、単位：億米ドル

締役などの制度を導入することが必要であると考えられる。

外国投資家については、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。特に、2016年と2017年は大幅に買い越していた。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。

2016年以降、外国投資家が大幅に買い起こしている要因は、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⁸。

図表4：ベトナム証券市場で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續きに関して、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で、7月22日に外国人株はこれまでの49%から100%に変更された⁹。

2015年以降、多くの公開会社は外国人株を100%に変更した。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5で示す。

図表5：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)¹⁰

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保有率を図表6で示す。

図表6：ホーチミン証券取引所で現在の外国人比率

ティッカー	企業名	業類	概要	外国人保有率
DHG	ハウザン製薬	製薬	国内最大手製薬会社	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	鉄鋼	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	ビングループ	不動産	不動産国内最大手で、高級物件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¹¹

つまり、上記のように、国有企業における不祥事発生、法制度の改正と海外投資家の株式保有率の上昇などのため、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が目されるようになった。

2. ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの改革

2.1 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、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¹²。

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¹³。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。

近時は、民法や企業法や証券取引法や独占禁止法のような法律は、日本や米国の影響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、近時、ベトナムの最高裁判所が、先例拘束性を有する「判例」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」の影響も受ける。

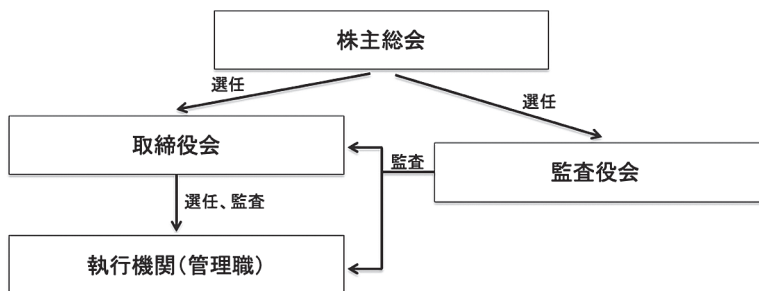
2.2 ベトナム企業の「二院的制度」モデル

1990年に民間企業を対象とする私営企業法では、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¹⁴。企業では、執行（業務執行機関）と監視・監督の機能（取締役・監査役）が分離される。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年のベトナム企業法によると、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¹⁵。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や解雇などの権力を持ち、株主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¹⁶。取締役会の社

図表7：「二院的制度」モデル



出所：関連資料より筆者作成

外取締役については2005年の企業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¹⁷。

上記のようにベトナムで全ての株式会社は監査制度であり、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。2005年の会社法は、取締役会の社外取締役について規定がなかった。次節では、2014年の会社法やベトナム政府の71/2017ND-CPの決定を取り上げることによって、ベトナム企業のコーポレート・ガバナンス・モデルの改革を明らかにする。

2.3 ベトナム企業のコーポレート・ガバナンスの改革

2.3.1 2014年の新企業法

2014年の企業法の対象は、「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¹⁸。

2014年に改正された新企業法では、独立社外取締役制度¹⁹や監査等委員会制度を導入した。そして、新企業法株式会社の管理組織機構の2つのモデルを規定し、企業は2つのうち1つに基づき、管理組織を選択し、活動する権利を有する²⁰。

2014年の企業法は、2つのコーポレート・ガバナンスモデルを規定し、①監査役会を設置する会社で、②内部会計監査委員会を設置する会社である。企業は2つのうち1つを選択することができる。

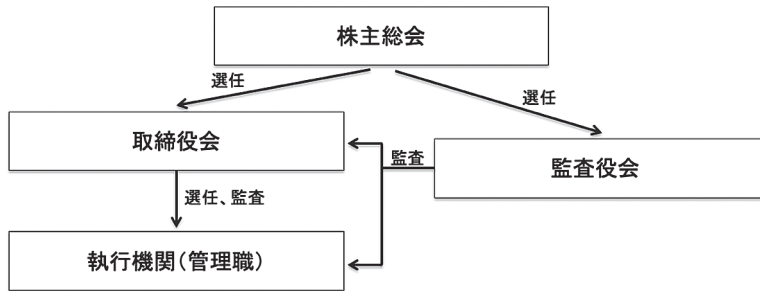
(ア) 監査役会設置会社

2014年の企業法によると、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。

取締役会の監視についてベトナムの2014年の企業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できる。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（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²¹。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、

図表 8：監査役会を設置する会社の経営組織構造

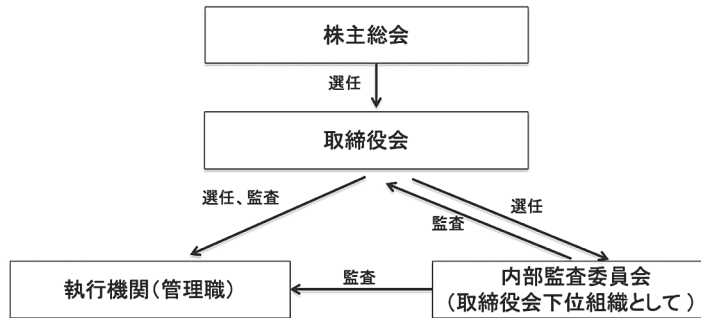


出所：筆者作成

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。

(イ) 内部会計監査委員会を設置する会社

図表 9：内部会計監査委員会を設置する会社の経営組織構造



出所：筆者作成

上記のように、第71法令は、公開会社の機関設計につき以下の2つの選択を認められている。1つは、株主総会・取締役会・監査役会・社長を設置する。2つは、株主総会・取締役会・社長だけで、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る。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以上が独立社外取締役でなければならない。

上記のとおり、2005年の企業法では、「二院的制度」というコーポレート・ガバナンスモデルを確立された。株式会社の管理組織機構は、株主総会、取締役会、監査役会および社長から構成された。2014年の会社法は、2つのコーポレート・ガバナンスモデルを取り

上げ、企業は2つのうち1つを選択することができる。1つは、株主総会、取締役会、監査役会及び社長又は総社長である。もう1つは、株主総会・取締役会及び社長である。監査役会を設置しない場合、取締役の20パーセント以上が社外取締役でなければならない。つまり、2014年の企業法以降、ベトナムにおける社外取締役制度が導入された。しかし、監査役会設置会社という管理組織機構を選択すれば、社外取締役制度を導入することはまだ義務ではない。

2.3.2 公開会社の法令 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²²。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²³。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²⁴。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法令と呼ぶ）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²⁵。

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、かつ、5分の1以上が独立社外取締役でなければならないと規定された。公開会社の取締役の数が5人に満たない場合、会社は社外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にあたる独立社外取締役である取締役を確保しなければならない。

取締役会の社外取締役の新たな基準について、第71法令は、2014年の企業法を引用しており、内容は同じである。

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規定する。一つは、取締役会会長は社長を兼任してはならない。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。二つは、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法令では、取締役会に属する各委員会の設置であり、次のように規定する。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。各委員会の委員長を務める1人の社外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社外取締役を割り当てることができる²⁶。

図表 10：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、社外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以上社外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以上が社外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。	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から、以下の図表でまとめられる。

図表 11：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「私営企業法」施行。「二元的制度」というコーポレート・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「国有企業法」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：「私営企業法」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：「国有企業法」改正。（第14/2003/QH11、26/11/2003）
2005	11月：内外企業の企業制度の統一。「企業法」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「企業法」改正。独立社外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年の新企業法は、二つの株式会社の管理組織機構が規定した。内部会計監査委員会設置会社を選択すれば、社外取締役制度を導入することは義務である。だが、監査役会設置会社を選択すれば、社外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、独立社外取締役制度の導入について2014年の新企業法より厳しく規定していた。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以上が社外取締役でなければならないと規定された。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にあたる独立社外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、社外取締役を確保しなければならない²⁷。

3. 独立社外取締役制度と委員会制度導入の状況

2014年改正企業法では、内部会計監査委員会設置会社という新しいタイプの株式会社が新設された。内部会計監査委員会設置会社は、取締役の20パーセント以上が独立社外取締役でなければならない。

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日に施行される。しかし、社外取締役の規定を除く。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。

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、2000年7月20日にホーチミン証券取引センター（HOSE）が開設されて、実際の取引は同年7月28日から開始された。2005年3月にハノイ証券取引所（HNX）も開設した。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3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。上場企業数は、2018年12月末の時点で、HOSE、HNXそれぞれ373社、376社であった。

独立社外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・分析を行っている。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、社外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している。

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）²⁸。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）。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。組織形態と独立社外取締役の選任状況という調査結果の主なポイントは下のように示す。

(1) 外国人の株式保有率比較

調査の対象となる60社では、外国人の株式保有率は下の図表のように示す。

図表 12：外国人の株式保有率比較

外国人株式保有率	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 13：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

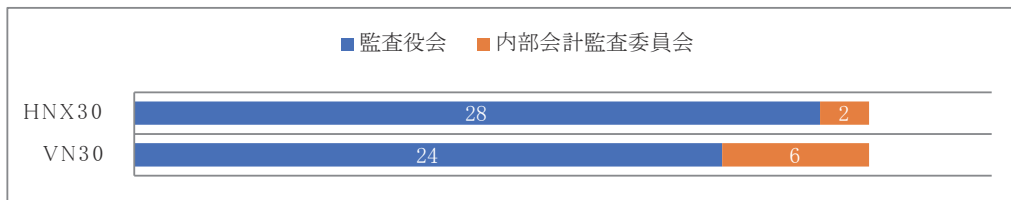
調査の結果からみると、ハノイ証券取引所（HAX）に上場している30社のうち、外国人の株式保有率が30%未満という企業は、90割（28/30社）である。

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わかる。

(2) 組織形態

2014年の企業法改定で新設された内部会計監査委員会設置会社の採用が進む。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。

図表 14：組織形態



出所：調査結果より筆者作成

(3) 独立社外取締役の選任状況

上記の通り、2014年の会社法は、2つのコーポレート・ガバナンスモデルを取り上げ、企業は2つのうち1つを選択することができる。1つは、株主総会、取締役会、監査役会及び社長又は総社長で、もう1つは、株主総会・取締役会及び社長である。

2017年の第71法令によると、上場会社の取締役の機構は独立社外取締役を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28%がこの原則を守る。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が、2018年現在、独立社外取締役制度の導入はまだ低いだと考える。

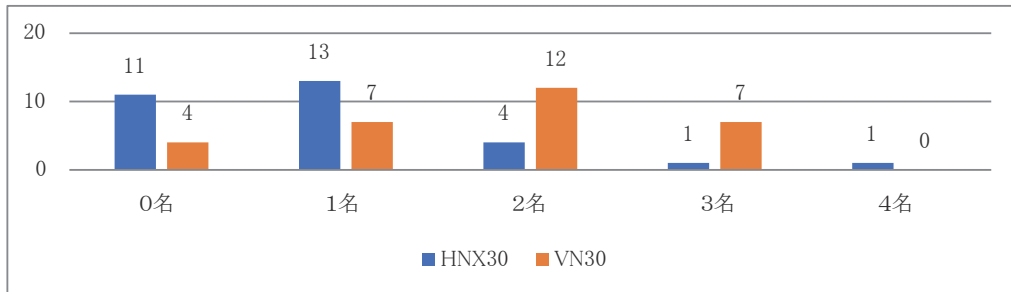
図表 15：独立社外取締役比率

独立社外取締役比率 (%)	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

そして、60社では、独立社外取締役の選任状況は下のように示す。

図表 16：独立社外取締役の選任状況



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名以上の社外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) 2名未満社外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ほう社外取締役を選任することが多いということがわかる。

(4) 調査の結果について

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、上記の調査により、以下の結果を提供する。

第一に、監査役会設置会社が多数を占める。監査役会設置会社という株式会社の管理組織機構を確保するのは、1990年の私営企業法と2005年の企業法であった。

株主会社の株主総会のみ会社の管理組織機構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管理組織機構を選択することが多い。

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。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欠である。さらに、監査役の情報回収能力も限定されるものである。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、2014年改正企業法では、新設された内部会計監査委員会設置会社という新しいタイプの株式会社や独立社外取締役制度の導入が遅いのもう一つの要因は以下の通りに探求する。2017年の第71法令によると、上場会社の取締役の機構は独立社外取締役を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年の企業法を基づく調整されていた。2014年の企業法によると、監査役会設置会社という管理組織機構を選択すれば、独立社外取締役を選任しなくてもいい。そのため、2018年末時点では、独立社外取締役制度や内部会計監査委員会制度などのコーポレートガバナンス改革の導入が遅いだと考えられる。

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社外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、2つの取引所に上場している企業の規模や株主構成などの要因からであろう。

各証券取引所における株式の主な上場基準について下の図表のように示す。

図表 17：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 (約15億円)	資本金が1200億ベトナムドン以上 (約60億円)
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

ベトナムにおける、同時に2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が注目されてくる。

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（VN30）の主な財務指標は下の図表のように示す。

図表 18：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 ²⁹	1.71	1.19
非執行取締役比率 (%)	77.19	70.16
独立社外取締役比率 (%)	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：筆者作成

図表 18 からみると、企業の規模および外国人の保有率は独立社外取締役制度と委員会制度の導入に大きく影響を与えることがわかる。

おわりに

本論文はベトナムでの独立社外取締役制度の導入、取締役会の委員会の設置に注目したものである。2000年代以降ベトナムの国有企業は不祥事が目立ち、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。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。

2015年に外国人保有制限が撤廃され（銀行を除く）、2015年より、多くの公開会社は外国人株を100%に変更した。しかし、個別の企業における、外国人制限の撤廃は企業の株主総会で決められる。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で、外国人制限が変更される。

全ての株式会社を対する2014年に改正された新企業法により独立社外取締役制度や監査等委員会制度が導入された。2つの株式会社の管理組織機構が規定され、①監査役会を設置する会社で、②内部会計監査委員会を設置する会社である。企業は2つのうち1つを選択することができる。取締役会で内部監査委員会が設置されることにより、取締役の20%以上は独立社外取締役でなければならない。しかし、監査役会設置会社という管理組織機構を選択すれば、社外取締役制度を導入することは義務ではない。つまり、2014年の企業法では独立社外取締役制度の導入は義務ではない。

公開会社を対する第71法令では、業務を行う取締役及び非執行取締役のバランスを確保しなければならない。取締役会の構成員の3分の1以上が非執行取締役でなければならない。さらに、監査役会を設置しない。この場合は、取締役会の下位組織として内部監査委員会を設置することが必要である。また、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。

独立社外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、ベトナムにはホーチミン証券取引センター(HOSE)、ハノイ証券取引所(HNX)、UPCoMがある。対象としたのはHOSEとHNXに上場している企業60社(HAX30インデックスとVN30インデックス)で、社外取締役制度および委員会制度の導入状況を調査した。各社の報告書から以下の3点が明らかとなった。

- ①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こと
- ②組織形態について、大半が監査役会設置会社であったこと
- ③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社外取締役を選任していること

調査の結果から見ると、VN30インデックスの30社はHAX30インデックスの30社より独立社外取締役などコーポレートガバナンス改革を導入した。なぜなら、ハノイ証券取引所に上場している企業は、中小企業で、ホーチミン証券取引所に上場している企業は、大企業からである。大企業で、中小企業より経済力が集中し、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を促進するとともに、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。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が注目されてくる。

今後、企業のコーポレートガバナンス改革を研究するとともに、改革の効果に関して分析することも必要であると思われる。

[謝辞]

本稿の執筆にあたり、匿名2名の先生から有益なコメントを頂き、この場を借りて心より感謝申しあげたい。なお、本稿の不備、誤りの責任を全て筆者に帰するものである。

注

1. 稲垣 (2013)。
2. 「中銀、脆弱な銀行の国有化政策を転換か—金融機関構造改革法草案」<https://www.viet-jo.com/news/economy/170414012327.html> 9月1日アクセス
3. <https://www.viet-jo.com/news/social/181114232654.html>
4. ド (2010)
5. トラン (2005)、pp.49-58。
6. 2005年の企業法の第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」と規定された。
7. <http://vneconomy.vn/khoi-ngoai-mua-rong-chung-khoan-cao-nhat-ke-tu-2011-2017123117054377.htm>
8. <https://tinnhanhchungkhoan.vn/chung-khoan/sua-luat-chung-khoan-hanh-trinh-20-nam-mo-cua-don-von-ngoai-249145.html> 2018年9月15日アクセス
9. <https://www.aizawa.co.jp/documents/reports/meigara/asia-VNM2-HM.pdf> 2019年9月15日
10. <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
11. <http://priceboard.fpts.com.vn/?s=33&language=en&t=aAll> 2019年5月14日にアクセス
12. 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>
13. 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>
14. 法律第47-LCT/HDNN8号 (1990年12月21日可決)
15. 2005年の企業法の第95条：株式会社の管理組織機構
16. 2005年の企業法の第108条 取締役会
17. 2005年の企業法の第121条 監査役会
18. 2014年の企業法の第1条 適用範囲
19. 2014年の会社法の第151条：取締役の機構、資格及び条件独立社外取締役は、以下の資格及び条件を備えなければならない¹⁹。(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。
20. 2014年の企業法の第134条：株式会社の管理組織機構
21. 2014年の企業法の第165条：監査役会の権限及び義務

22. 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る。
23. 法令71の第1条適用範囲 <http://www.moj.go.jp/content/001279112.pdf> 2019年10月24日アクセス
24. 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。
25. https://www.bakermckenzie.co.jp/wp/wp-content/uploads/Newsletter_170929_CorporateTaxGlobalUpdate_14_J.pdf 2019年5月16日アクセス <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> 2019年5月16日アクセス
26. 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
27. 第71法令の第37条は「社外取締役の規定を除く2017年8月1日に施行された。社外取締役の規定は2020年8月から効力を有する。
28. 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。
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。
29. トービンのQとは、市場では企業のコーポレートガバナンス改革の取組みを評価している指標である。トービンのQは以下の式で与えられる。
トービンのQ = (株式時価総額 + 負債総額) ÷ 資産総額

参考文献

著書

1. 境陸・落合孝彦（2019）『グラフィック経営財務』、新世社
2. 佐久間信夫・田中信弘編著（2019）『CSR経営要論改訂版』、創成社
3. 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
4. トラン・ヴァン・トゥ（2016）『ASEAN経済新時代と日本：各国経済と地域の展開』、文眞堂
5. 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
6. 吳敬璉（著者）・曾根康雄（監訳者）・バリー・ノートン（編者、解説者）（2015）『吳敬璉、中国经济改革への道』、NTT出版
7. 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
8. 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
9. 福田慎一（2013）『金融論—市場と経済政策の有効性』、有斐閣
10. 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
11. 寺本実編（2011）『現代ベトナムの国家と社会』、明石書店

12. 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
13. 青井倫一監修・大和総研経営戦略研究所編著 (2009)『ガイダンスコーポレートガバナンス』、中央経済社
14. 坂本恒夫・松村勝弘 (2009)『日本的財務経営』、中央経済社
15. 古田元夫 (2009)『ドイモイの誕生』、青木書店
16. 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
17. 小山明宏 (2008)『コーポレート・ガバナンスの日独比較』、白桃書
18. 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
19. 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
20. 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
21. 金山権 (2000)『現代中国企業の経営管理』同友館
22. 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
23. 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
24. 伊藤秀史 (1996)『日本の企業システム』東京大学出版会
25. 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。
26. 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
27. 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。
28. 高橋俊夫 (1995)『コーポレート・ガバナンス—日本とドイツの企業システム』中央経済社
29. 白石昌也 (1993)『ベトナム—革命と建設のはざま』東京大学出版会
30. 加護野忠男 (1980)『経営組織の環境適応』白桃書房
31. 山本秀雄 (1974)「公企業論」、『財政学体系1 現代財政学』、有斐閣

論文

1. 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
2. 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
3. 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
4. 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
5. 境陸 (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
6. 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
7. 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
8. 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

9. 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.
10. 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
11. 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)
12. 霍麗艶 (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
13. 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
14. 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』
15. 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
16. 境陸 (2015) 「経営財務の情報分析」『経営財務の情報分析』学分社
17. 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
18. 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』、2015 No.2 p.342
19. 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
20. 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
21. 奥田英信、ライ・ティ・フーン・ニュン (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」—橋大学『アジア研究』Vol.59 Nos.1&2 June2013
22. 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
23. 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
24. 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
25. 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
26. 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
27. 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
28. 柴田努 (2011) 「バリー & 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
29. 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
30. 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
31. 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

32. 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
33. 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
34. 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』
35. 境陸 (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
36. 境陸・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
37. 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
38. 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。
39. 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
40. 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
41. 境陸 (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—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
42. 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
43. 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
44. 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』
45. 黄劍毅 (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
46. 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。