

# ベトナム経済の現状と課題

## ～ ベトナムの国有企業問題 ～

### < 要 旨 >

1. ベトナム経済は足元、7%台の高い成長率を維持し、順調に推移している。低コストで質の高い労働力が豊富なベトナムは、有望な生産拠点として外資系企業の関心を集め、また、中国一極集中へのリスクヘッジという意味からも注目を浴び、日本企業の直接投資件数も増加している。
2. しかし、経済活動のフロー面で順調に見えるベトナムも、国有企業問題という大きなリスク要因を抱えており、この問題は、ベトナムの市場経済化のボトルネックとなっている。国有企業は、未だに経済の中心的な位置を占め種々の優遇を与えられているが、その多くは、採算性が低く経営不振に陥っている。しかも、国有企業は国有商業銀行から多額の融資を受け、その約 3 割が不良債権化しているものと見られる。不良債権問題の深刻化により国有企業の資金調達に問題が生じ経営破綻に追い込まれれば、生産低下・雇用悪化を招き、また、国有商業銀行がダメージを受け金融システムが機能不全に陥る恐れがある。
3. 中国も、ベトナムと同様に、国有企業問題を抱えているが、中国では、好景気を追い風に、国有企業の人員削減や財務体質改善に一定の成果を上げている。ベトナムも、国有企業改革は十分可能であると考えられる。
4. 国有企業の民営化と民間企業資金調達のために 5 年前に設立された株式市場も、上場される国有企業が少ないため、本来の機能を果たしていない。国有企業改革や民営化が進まなければ、萌芽段階にある民間企業の経営が国有企業の圧迫を受け、民間セクター中心の市場経済への移行が妨げられる。
5. グローバル化による競争激化のなかで、国有企業改革の先送りは、もはや許されない状況である。2005 年の W T O 加盟を目指し 2006 年の A F T A 関税引き下げを控えたベトナムは、早急に国有企業問題解決への道筋をつけることが求められている。



お問合せ先 調査部（東京）堀江

E-Mail : horie@ufji.co.jp

## はじめに

このところ、ベトナム経済が好調である。2000～2003年の平均実質GDP成長率は7.0%、2004年の成長率も速報ベースで7.7%とASEAN域内では、シンガポール（8.1%）を除けば最も高く、アジア全体でも中国、シンガポールに次ぐ高い成長率となる見込みである。また、ベトナムは、生産・輸出拠点として注目度も高く、外国企業のベトナム進出も再加速しており、今後も高成長が続くと期待されている。

しかし、こうした高成長の裏で、ベトナム経済が大きな構造的問題を抱えていることも事実である。それは、社会主義経済時代の残滓である国有企業をどう処理するかという問題である。国有企業問題は、1992年に本格化したベトナムの市場経済化プロセスにおいて、最後で最大の関門である。しかしながら、これまで抜本的な解決が先送りにされてきたため、今や市場経済化のボトルネックとなる懸念が強まっている。

国有企業は経営が非効率でガバナンスも不十分であり、その多くが経営不振に陥り財務状態は悪化している。また、国有企業は四大国有商業銀行から多額の融資を受けているが、その約3割は不良債権化していると見られている。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国有商業銀行が共倒れになる恐れがある。もしそうした事態になれば、生産・雇用・金融システムに多大の影響が及ぶことになる。一方、国有企業の延命のための優遇措置が継続されることになれば、市場経済の重要なプレイヤーとなるはずの民間企業の発展が阻害され、ベトナム政府が国際社会の支援のもとで進めている「民間セクター主導の市場経済への移行」が頓挫してしまう可能性もある。

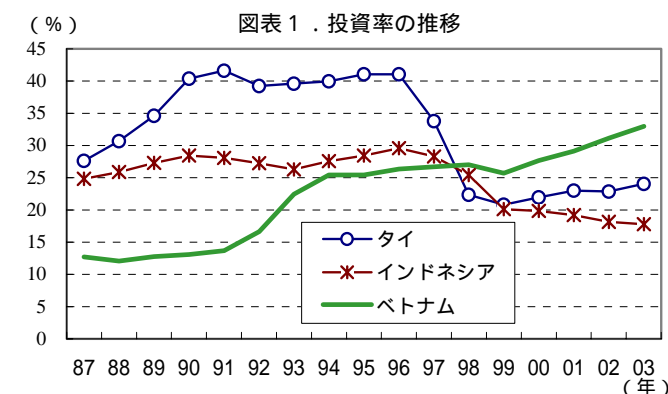
このように、ベトナム経済の将来にとって、国有企業問題は大きな不安材料となっている。本稿では、国有企業問題の現状および経済に与える影響について考察するとともに、国有企業問題への対応について、中国との比較も交えつつ検討する。

## 1. ベトナム経済の概況 ～ 一見すると好調なベトナム経済

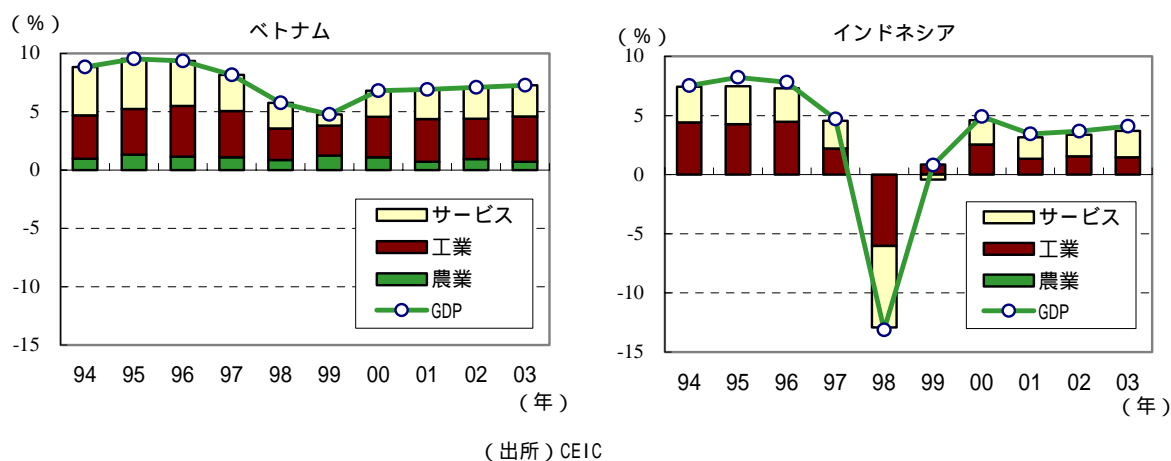
### (1) 高成長を続けるベトナム経済

ベトナム経済は、アジア通貨危機の影響で 99 年に成長率が 4% 台に低下したものの、その後は回復し、2000 年以降は、7% 前後の高い成長率を維持している。

景気の牽引役は投資である。投資率は上昇傾向にあり、投資主導の経済成長が続いている。また、実質 GDP 成長率の産業別寄与度を見ると、工業部門の堅調な拡大が高成長をもたらしていることがわかる。この点は、アジア通貨危機後に投資が低迷し、工業部門の伸び率が低下しているインドネシア等とは対照的である。



図表 2. 実質 GDP 成長率の産業別寄与度 (ベトナムとインドネシア)

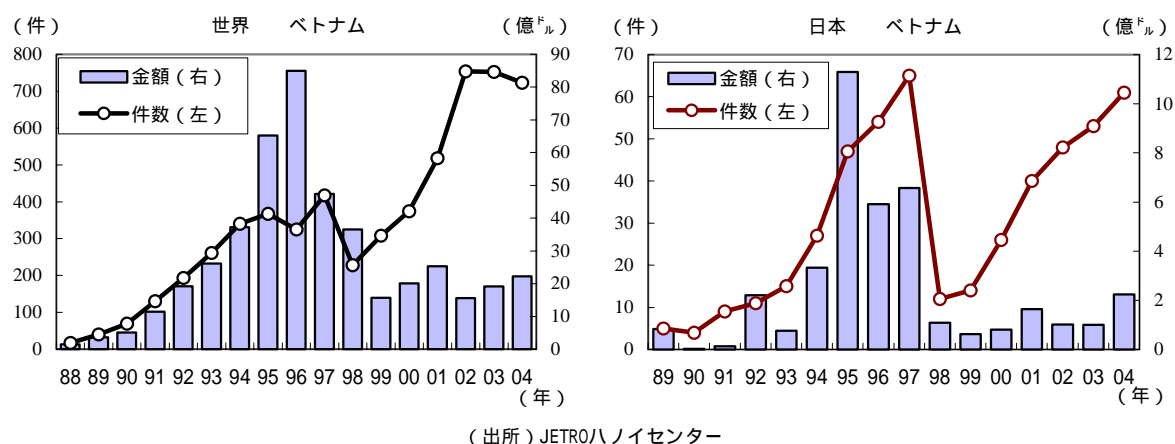


### (2) 外国からベトナムへの直接投資件数が再び増加

外国からの直接投資 (FDI) 認可件数は、アジア通貨危機以降急増したが、2002 年をピークに横這いとなっている。日本からの FDI 認可件数も、アジア通貨危機以降、再び急増しており、2004 年は過去のピーク (1997 年) に迫る高水準となった。ただし、1 件当りの投資金額は小型化しており、認可額はベトナム投資ブームが起こった'90 年代半ばより

も低水準で推移している。投資額の小型化は、部品産業を中心とする中小企業の進出が増えていることを反映したものと見られる。

図表3．外国からベトナムへの直接投資 認可件数・認可額の推移



外国企業の進出先は、ホーチミン市を中心とする南部が多く、日本企業も、従来は南部への進出が目立っていた。しかし、最近では、北部のハノイ市に日系大企業が進出するケースが目立っている。これは、ODAによってハノイ市から中国との国境へ通じる国道1号線（約150km）の改修工事が完成し、中国という巨大市場に隣接する「地の利」を生かせる条件が整ったことが影響していると見られる。

図表4．主要な日系企業のハノイ進出

認可時期	企業名
2001年	キヤノン デンソー 住友バークライト
2002年	TOTO
2003年	松下電器
2004年	HOYA

(出所) JETROハノイセンター

1990年代半ばのような大型投資案件が目白押しであったバブル的なベトナム投資ブームは去ったが、ベトナムの持つ低コストで良質な労働力というメリットは依然として外国企業に注目されている。生産・輸出拠点としてベトナムへの外国からの直接投資が増加すれば、工業部門主導の高成長は今後も続くことが期待できる。

また、最近、日本企業を中心に、直接投資が中国に過度に集中することへの警戒感から、中国を補完する生産拠点をいくつか確保しようという動きも見られる。ベトナムは、労働集約型産業を中心に、いわゆる「チャイナ・プラス・ワン」の候補の一つとして注目を集めている。つまり、中国の台頭は、ベトナムに対中投資のリスクヘッジ先として投資が拡大するメリットをもたらしており、これまでのところ、中国の台頭はベトナムにとって脅威ではなくチャンスとなっているようだ。

### ( 3 ) 物価急上昇で中銀は 2005 年 1 月に利上げ実施

2004 年は、個人消費拡大による食料品価格急騰、低金利を背景とする地価上昇、原油価格上昇などから、消費者物価上昇率が 9 年ぶりの高水準 ( 7.6% ) となった。ベトナム中央銀行は、インフレ対策として、2005 年 1 月に 4 年ぶりに公定歩合を 0.5% 引き上げて 3.5% とした。

図表 5 . ベトナムの主要経済指標

		95年	96年	97年	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年
GDP	実質 GDP	9.5	9.3	8.2	5.8	4.8	6.8	6.9	7.1	7.3	7.7
	農業	4.8	4.4	4.3	3.5	5.2	4.6	3.0	4.2	3.6	3.5
	工業	13.6	14.5	12.6	8.3	7.7	10.1	10.4	9.5	10.5	10.2
	サービス	9.8	8.8	7.1	5.1	2.3	5.3	6.1	6.5	6.5	7.5
	一人当たり名目 GDP (ドル) 同上 (中国)	288 578	337 667	361 727	361 759	374 788	402 853	415 921	440 989	489 1,096	553 1,269
生産	鉱工業生産	14.5	14.2	13.8	12.5	11.6	17.5	14.6	14.8	16.0	-
輸出入	貿易収支 (億ドル)	27.1	38.9	24.1	21.4	2.0	11.5	11.9	30.4	50.5	-
	輸出伸び率	34.4	33.2	26.6	1.9	23.3	25.5	3.8	11.2	20.8	-
	輸入伸び率	40.0	36.6	4.0	0.8	2.1	33.2	3.7	21.8	27.8	-
国際収支	経常収支 (億ドル)	26.5	24.3	15.3	10.7	11.8	11.1	6.8	6.0	-	-
	外貨準備高 (億ドル)	13.2	17.4	19.9	20.0	33.3	34.2	36.7	41.2	62.2	-
	デットサービスレシオ	12.1	9.8	11.1	13.9	12.8	10.5	10.6	8.3	8.3	7.5
物価	消費者物価	17.0	5.3	0.4	5.6	4.4	1.6	0.4	4.0	3.2	7.6
金融	マネーサプライ (M2)	-	25.7	24.3	23.5	66.4	35.4	27.3	13.3	33.1	-
	為替レート (ドン/ドル)	11,038	11,033	11,683	13,268	13,943	14,168	14,725	15,280	15,510	15,718
	為替レート (円/100ドン)	0.85	0.99	1.04	0.99	0.82	0.76	0.83	0.82	0.75	0.69
	短期金利 (IFS掲載ベース)	-	20.10	14.42	14.40	12.70	10.55	9.42	9.06	9.48	-

( 注 ) 前年比、%。輸出入伸び率は US ドルベース。マネーサプライ、外貨準備高は年末値。為替レートは年間平均。

( 出所 ) CEIC、IMF ウェブサイト、IFS、Asian Development Outlook

### ( 4 ) 昨年から中断したままの IMF 支援融資

IMF ( 国際通貨基金 ) は、昨年、ベトナム中央銀行の情報開示を巡って政府当局と合意に至らなかったことなどから、ベトナム向け支援融資プログラムの中断を決定した。この決定を受けて、ベトナムの外貨繰りが注目されているが、ベトナムの外貨準備は足元で 60 億ドル ( 輸入の 9 週間分 ) を超え、注意ライン ( 輸入の 8 週間分 ) を一応上回っていると推定される。また、デットサービス・レシオは、7.5% ( アジア開発銀行推計 ) と、要警戒ライン ( 25 ~ 30% ) を大きく下回っており安全圏にある。これらのことから、IMF 融資中断による対外債務返済や輸入代金決済への影響が出ることはないと思われる。

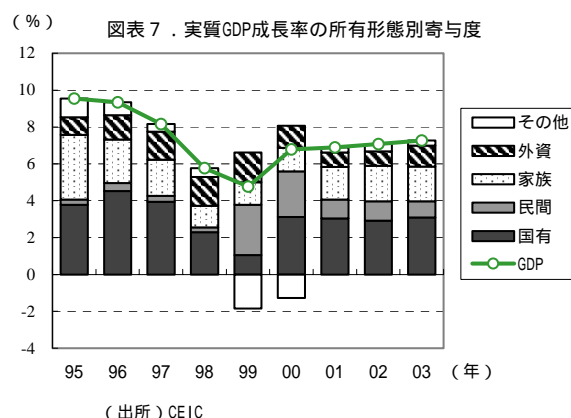
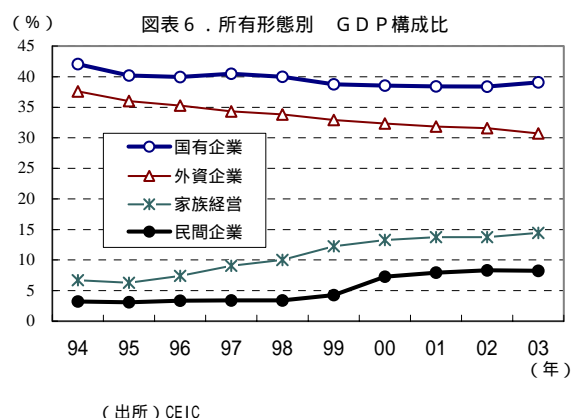
## 2. ベトナム経済の大きな課題 ～ 国有企業問題への対応

ベトナムは、東アジアで中国に次ぐ高い成長率を維持しており、将来の発展可能性も高いと見られている。前述のように、GDP や外国からの投資など経済活動のフロー面だけを見ればベトナム経済には何ら問題がないかのように思える。

しかし、ベトナムは、中国と同様、国有企業問題という難病を抱えており、将来、それが経済に悪影響を与えることが懸念される。しかも、その難病への対応では中国に比べて出遅れ感が目立つ。

### (1) 国有企業の現状 ～ 経済の中心を占める国有企業

ベトナムが、市場経済化を進めながら高成長を続けていることから、民間部門が成長の牽引役を担っているのではないかと考えられがちであるが、実際は国有企業部門の経済成長への寄与度が大きい。そもそも、ベトナムの GDP の所有形態別構成比を見ると、従業員数では全雇用者の1割にも満たない国有企業部門がGDPの4割を占めている。実質GDP成長率の所有形態別寄与度を見ると、市場経済移行が本格化し高成長を遂げた1990年半ば以降、外資系企業や民間企業などの寄与度が大きくなっていることは確かであるが、高成長の最大の牽引役は国有企業部門であったことがわかる。



ベトナムは市場経済に移行したとはいっても、中国と同様、共産党支配体制はそのままです。国有企業も存続している。東欧・ロシアのように、市場経済化に伴って共産党が政権を追われ、国有企業の大掛かりな解体・整理が実施されたケースとは事情が異なる。

社会主義時代の名残で、運輸（鉄道・航空・海運）、電気通信、エネルギー、金融、重工業（鉄鋼、セメント）さらには軽工業（繊維）、農林水産業（コーヒー、海産物加工）などの多くの分野で国有企業は独占もしくはトップシェアを握っており、Petro Vietnam（ベトナム石油公社）、ベトナム航空、VNPT（郵電公社）などの一部大企業のように、独占もしくは圧倒的な市場シェアを背景に高収益を上げている国有企業もある。また、国内民間



セクターが未発達なこともあり、法人税や付加価値税などの税収は一部大企業を中心とする国有企業に大きく依存する構造となっており、その意味で、国有企業は国家財政を支える重要な存在にもなっている。

図表 8 . 各種企業が納税額に占める割合（％）

	法人税	付加価値税	物品税
国有企業	79.7	59.7	73.6
外資企業	8.0	18.0	25.4
地場民間企業	12.3	22.3	0.9
合計	100.0	100.0	100.0

（出所）IMF Country Report No.03/381

## （２）国有企業改革の遅れがもたらすリスク

### 不良債権の拡大

世界銀行が 2002 年に公表した報告書によると、ベトナムの銀行貸出残高の 7 割を四大国有商業銀行が占め、国有商業銀行の貸出しの 5～6 割が国有企業向けであるとされている。国有企業は経営が非効率で、ごく一部の企業を除き、財務状態に問題のあるものが多い。IMF によると、ベトナムの国有企業の半分以上が「赤字または辛うじて黒字」であり、しかも国有企業はガバナンスが不十分（例えば、経営者の背任・横領等への罰則が不明確）であるにもかかわらず銀行借入や財政支援を受けるのが容易でモラルハザードを起こしやすい体質であると指摘されている。

こうしたことから、国有商業銀行から国有企業への融資が不良債権化しているケースが多い。ベトナム当局によれば、四大国有商業銀行の 2003 年末の不良債権比率は 5%であった。しかし、ベトナムの会計基準では返済期限から 360 日以上延滞した貸出が不良債権とされており、国際会計基準（延滞期間が 90 日を超えた場合に不良債権）に準拠すれば、国有商業銀行の不良債権比率は 5%ではなく 30%に達すると見られている。

国有企業部門は、従業員数が約 200 万人で全雇用者の 6%を占めるに過ぎないにもかかわらず、多額の融資を安易に吸収し、損失を重ねて不良債権を膨らませているのである。不良債権問題の深刻化により国有企業の資金調達に問題が生じ、経営破綻に追い込まれれば、高成長の屋台骨が揺らぐことになる。また、国有商業銀行がダメージを受け、金融システムが機能不全に陥る恐れがある。つまり、足元で GDP の拡大（フロー面の好調）が続いていても、それが国有企業の不良債権拡大（ストック面の劣化）によって維持されているとすれば、経済の健全性は、むしろ毀損されており、将来への不安は高まっていると言わざるを得ない。

### 民間部門の発展を阻害

ベトナムの GDP に占める割合が国有企業に次いで大きいのが「家族経営」で約 3 割のシェアを占め、民間企業（会社組織）は 1 割にも満たない。家族経営の大半は、露天商な

どの低収入かつ不安定な業態である。市場経済が円滑に機能し、雇用創出や所得水準向上が図られるためには、零細な家族経営ではなく、経営がより安定的で規模の拡大も容易な会社組織が経済活動の中心となる必要がある。

しかし、民間企業の発展は遅れている。その原因のひとつに制度的な障害がある。ベトナムの市場経済化は体制変革を伴わない市場経済への移行である。ベトナム政府が目指す経済体制は「社会主義的傾向を持った市場経済」であり、欧米型の自由な市場経済というよりも、「共産党が管理する市場経済」というイメージに近い。従って、ベトナム政府は、民間企業の存在を一応認めてはいるものの、これに種々の制約を加えようとする傾向が強い。かつては、民間企業設立申請の際に「国有企業と競合しないことを証明する資料」の提出を求められるケースもあったほどである。実際、ベトナム政府が、つい最近まで「民間部門」という言葉を使わず、「非国有部門」と呼んでいたことから、「民間企業」に対して一種の抵抗感があったことがうかがえる。

しかしながら、国際機関や支援国からの圧力もあり、ベトナム政府は重い腰を上げ、1999年に企業法を改正し、民間企業設立について規制緩和を行った。この法律が施行された2000年には、前年の3倍にものぼる1万2千社の民間企業が設立された。

しかし、中小民間企業向けの金融機関が整備されていないため、新設された民間企業は銀行融資へのアクセスが困難であるなどの問題を抱えている。融資へのアクセスの難しさは、民間企業の事業規模拡大を困難にし、民間部門の発展にとって大きな障害となっている。

一方、国有企業に対しては、さまざまな優遇措置があり、民間企業との競争環境が公平ではないという問題もある。

#### 市場経済化のボトルネックとなる国有企業問題

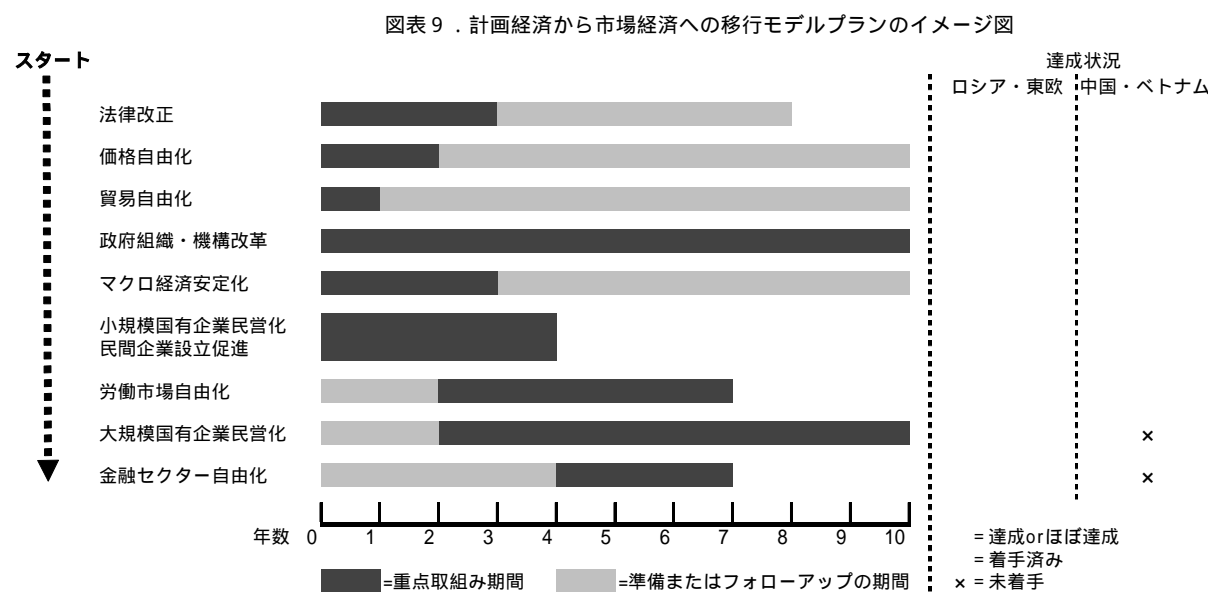
社会主義経済から市場経済への移行プロセスは、一般的には、次の順序で達成される。まず、社会主義経済を支えてきた各種法律を改正し、経済活動の自由化、価格の自由化、政府機関の組織再編を行い、小規模な国有企業から先に民営化する一方で、市場経済体制を支える法的・制度的な枠組みの基礎を固める。次に、マクロ経済の安定を確保し、さらに、大規模国有企業の民営化に着手し、金融部門を自由化する。こうしたプロセスを経て、民間セクター主導の本格的な市場経済に移行するための前提条件がほぼ整うこととなる。

ベトナムは、1986年にドイモイ（刷新）政策による部分的な経済自由化に踏み出し、1992年に本格的に市場経済移行を開始した。現在、ベトナム経済は、市場経済に適合する法体系整備を進め、経済活動の自由化、価格の自由化を実現し、マクロ経済の安定も確保している。市場経済移行のための主要課題の中で未着手なのが、大規模国有企業民営化と金融自由化である。

金融自由化の実施には、前述のように国有商業銀行の国有企業向け不良債権問題が障害となっている。したがって、国有企業問題がベトナムの市場経済化の最後のハードルにな



っていると言っても過言ではないだろう。この点、中国とベトナムの課題は共通している。



(出所) The Transition Economies After Ten Years (IMF Working Paper WP/00/30) 等をもとにUFJ総研作成

### 3．国有企業改革の現状

#### (1) 国有企業のリストラ

遅々として進んでいないベトナムの国有企業リストラ

ベトナムの国有企業は、1990年代後半に企業合併による整理が行われたが、実際には、単なる統合で企業数が見かけ上減っただけにとどまった。

ベトナム政府は、IMF・世銀との構造調整協議のなかで、国有企業問題を重要課題と位置づけ、株式会社化、民営化、清算などを含むリストラ計画を策定した。しかし、国有企業的主要ポストを占める共産党の抵抗や、既得権益が失われることを危惧する国有企業側の反発などから、国有企業のリストラは遅々として進んでおらず、2001～2002年にかけてのリストラ進捗率は、計画の3分の1程度にとどまった。

一定の成果を収めた中国の国有企業リストラ

ベトナムの国有企業問題を考える上で、ベトナムと類似した政治・経済体制の中国がこの問題にどう対応しているかが参考となろう。

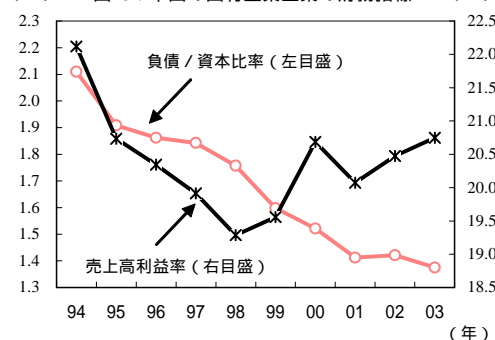
中国は、改革開放路線のもとで、外資系企業や郷鎮企業、個人所有企業などの民間部門が拡大し、今や、社会主義国とは思えないほど市場経済が国内に行き渡っている。しかし、中国では、国有企業を解体せずに残し、他方で民間企業の拡大を図るという双軌（ダブルトラック）制のもとで市場経済化が進められている。このため、国有企業は、いまだに非効率な経営を続け、財政・金融への重荷となっている。国有企業部門は、従業員数が6,900万人（2003年）で全就業人口の9%と雇用面のシェアは小さいものの、工業生産の4割を占めており、生産活動における存在感は大きい。また、銀行融資の半分以上が国有企業向けで、不良債権問題と国有企業改革問題が表裏の関係になっているなど、ベトナムと同じ問題の構図が見られる。

北京大学中国経済研究センターの林毅夫所長は、同センターのNews Letter（2002年1月号）のなかで、国有企業の本質的な問題とは、所有形態の問題ではなく、国有企業の「自生能力」、つまり、「市場に受入れられる利益率を確保する能力」の問題であり、これを解決しない限り、私有制を含むコーポレート・ガバナンスの構造改革は無効であるとの見解を表明している。

これを裏付けるかのように、中国の国有企業は、所有構造の変化（民営化）よりも、経営体質の強化（スリム化、収益力の向上）に注力してきた。中国統計年鑑のデータを用いて分析してみると、中国の国有企業（工業部門）の負債／資本比率は低下しており、財務状態に改善傾向が見られる。また、売上高利益率は1994年から1998年にかけて低下が続いたが、1999年以降は上昇しており、収益力の改善傾向が見られる。収益力改善には、人員削減が寄与していると思われる。国有企業の従業員数は、1996年から2003年にかけて

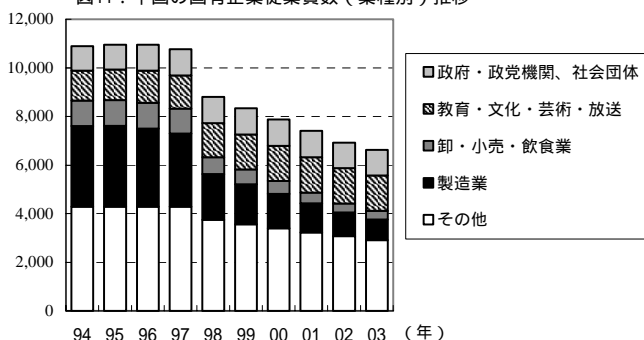
40%も減少している。

図10. 中国の国有工業企業の財務指標



(出所) 中国統計年鑑 (各年版)

図11. 中国の国有企業従業員数 (業種別) 推移



(出所) 中国統計年鑑 (各年版)

中国で、このようなリストラが可能であった理由のひとつに、民間部門が好景気で国有企業の余剰人員を吸収する余地があったことが考えられる。逆に言えば、中国の国有企業リストラは、民間部門の高成長が前提であって、景気後退に直面すれば、リストラを円滑に進めることが困難になる可能性が高いと言える。

中国が国有企業の経営改善に成果を上げたという事実は、ベトナムの今後の国有企業改革進展への期待を高める材料となろう。ただし、改革は経済の高成長が続いているうちに加速させなければならず、景気が鈍化すれば民間企業の雇用吸収力が低下し、国有企業従業員の整理・解雇がスムーズに進まなくなる恐れがある。

## (2) 国有企業民営化の現状

### 国有企業株式上場遅延の影響で躓いた株式市場

国有企業民営化や民間企業の資金調達円滑化のためのインフラとして、2000年7月にベトナム初の株式市場(証券取引センター)がホーチミン市に発足した。しかし、国有企業の株式化・民営化の遅れが原因で、株式市場は停滞を余儀なくされており、資金調達の場として正常に機能するには程遠い状態が続いている。

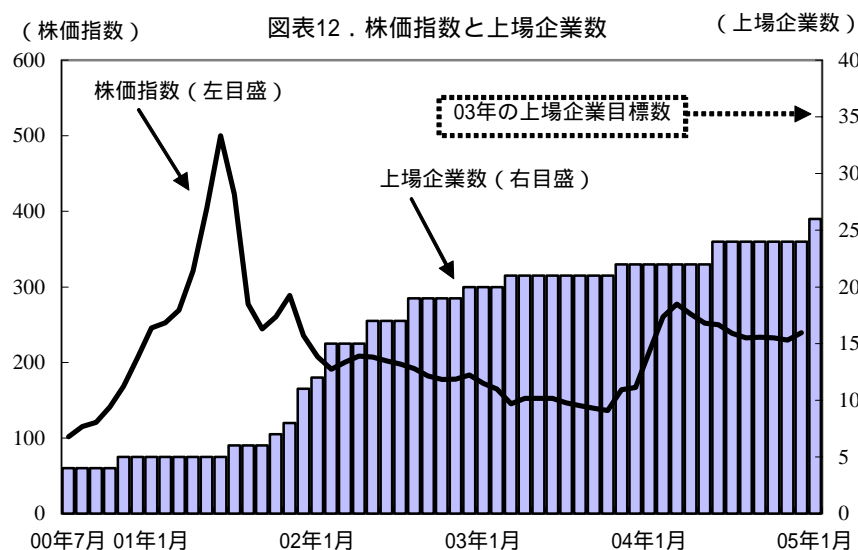
証券市場発足当初、市場に放出される株式数が限られ、また、他に投資対象がなかったこともあって、株式ブームが起こり株価は急上昇した。株価指数(開業時=100)は、市場発足から1年後の2001年6月には571に達し、世界で最も高い上昇率を記録した。

しかし、上場企業数は市場発足時に4社、1年後でもわずか6社にしか増えなかった。しかも、上場企業は中規模以下のローカル国有企業が中心であり、優良国有大企業であるベトナム郵電公社やベトナム航空などの株式公開は実現しなかった。これは、財務状態を株主に開示され、経営内容を市場からチェックされることに対して、多くの国有企業が拒絶反応を示したためと見られる。

一方、投資家も、企業の実態を分析・検討して投資するのではなく、宝くじのように一攫千金を狙って株を買う傾向が強かった。しかも、投資家側に、株価が永遠に上昇するこ

となど有り得ないという常識が欠けていた。その後、株価があまりにも高過ぎると気付いた投資家が株式を売却し、また、証券取引所の不透明な運営方針への市場の不信感が高まり、さらに、地価の上昇で投資家の関心が不動産投資へシフトしたことなどから、2001年後半には、株価は急ピッチで下落し、その後、2003年秋にかけて株価の低迷が続いた。

株価が低迷した根本的な理由は、新規上場される企業が地方の中小企業ばかりで主要な国有大企業の株式上場がなかったため、投資家の株式購入への関心が高まらなかったことにあると考えられる。



(出所) CEIC、Factiva

2005年3月には、ベトナムで二番目の証券取引所が首都ハノイで開業した。ホーチミン証券取引所よりも上場する際の企業規模への規制が緩やかであり、中小国有企業の民営化を進めることが狙いと見られる。ただし、ベトナムで最も市場経済が浸透しているとされるホーチミン市の株式市場ですら上場企業数が5年間で30社以下にとどまったことを考えると、社会主義体制の中心都市であったハノイ市の証券市場で国有企業の株式上場が今後拡大するかどうかは不透明である。

#### 大型優良国有企業の株式上場が証券市場活性化のカギ

1990年代初めに市場経済に移行した東欧諸国では、証券取引所開設当時、民営化された国有企業のなかでも、外貨収入のある企業や、収益力のある銀行、インフラ関連企業などが上場され、株式市場の拡大と活性化がもたらされた。ベトナムでは1000社以上の国有企業が株式会社に改組されており、そのなかには株式上場が可能なものも当然あるはずだが、上場はごく一部しか実現していない。

国有大企業のひとつで、乳製品最大手のベトナム・ミルク公社（ビナミルク）は2003年10月、公募増資により機関投資家・個人投資家向けに株式売却の入札を行い、額面（10万ドン）を80%も上回る売却価格（18万1,000ドン）となった。それまでの新規上場で

は、売却価格は額面を 20～25% 上回る程度にすぎなかったが、乳業最大手の国有大型企業ということで高い人気を集めた。

今後、電力公社やベトナム航空、郵電公社など収益力のある国有大企業が株式を公開すれば、株式市場は大きく成長すると考えられる。

株式市場活性化のため、ベトナム政府が 2003 年 12 月に外国人持ち株比率の上限を 20% から 30% へと緩和したことから、外国投資家による株式購入が活発化し、株価は持ち直した。しかし、上場企業数は伸び悩み、政府当局は 2003 年初頭に同年末までに上場企業数を 35 社に増やす目標を立てていたが、実際の上場企業数は 22 社どまりであった。2005 年 1 月末になっても、ホーチミン証券取引所に上場された企業はわずか 26 社であり、時価総額は約 2.5 億ドルに過ぎない。時価総額の名目 GDP 比は、0.6% と、中国（同 10%）、インドネシア（同 38%）、タイ（同 85%）を大きく下回っている。

#### 4．急がれる国有企業問題への対応

国有企業問題の解決が遅々として進まない状況が続く場合、不良債権問題深刻化による国有企業・国有商業銀行の破綻リスクが高まろう。また、仮に国有企業の破綻が避けられたとしても、種々の優遇を受けている国有企業が存続することによって、民間企業の健全な発展が妨げられ、市場経済化の進展による持続的な経済成長というシナリオがリスクにさらされる懸念がある。

また、昨今、先進国では、財政事情が厳しくなる中、ODA 供与に対する眼が厳しくなる傾向がある。国有企業を温存するような経済運営を続けていれば、日米欧などの支援国から反発を買い、ODA 供与が削減される可能性がある。さらに、国有企業と民間企業を平等に扱う法制度を担保できなければ、いずれは外国投資家の信認を失い、直接投資の流入が減少する可能性もある。

近年の国際経済情勢を見ると、グローバル化による競争がますます加速する傾向にあり、ベトナムも否応なくその中に巻き込まれつつある。そうした意味において、国有企業問題の先送りは許されず、脆弱な国有企業群を早急に改革し競争力を向上させておく必要があるだろう。2006 年には AFTA（ASEAN 自由貿易協定）の関税引き下げが迫っており、競争環境は一層厳しくなるであろう。また、ベトナムが希望している WTO への早期加盟も、国有企業問題解決への道筋が見えないままでは困難であろう。

ベトナムよりはるかに大規模かつ多数の国有企業群を抱える中国が、国有企業リストラに一定の成果を挙げていることから、ベトナムも国有企業改革を実行することは十分可能と考えられる。問題は、改革にどれだけ時間がかかるかである。

国有企業問題は、ベトナムの市場経済化の前提条件を整える上での、いわば最後の関門である。国有企業改革に取り組むための時間的余裕は限られており、ベトナムの市場経済化もひとつの正念場を迎えたといえる。

以上

#### 【主要参考文献】

IMF、*Country Report No.03/381 (December 2003)*

IMF、*Working Paper No.00/30 (February 2000)*

*Vietnam Development Report 2005*（ベトナム支援国会合報告書）

World Bank、*BANKING SECTOR REVIEW VIETNAM (June 2002)*

林毅夫『国有企業改革のカギとなる「自生能力」の向上』（独立行政法人経済産業研究所ウェブサイト）

柯隆『中国国有企業改革と金融部門不良債権処理の行方に関する研究』（平成 12 年度財務省委託調査）