

第1章

WTO 加盟後のベトナムの国有企業グループ

石田 暁恵

はじめに

ベトナムの国有企業グループには、1994年の総公司規則（首相決定91）にもとづいて設立された産業別垂直統合型企業グループ（General Corporation 91：GC91）と同年の総公司規則90（首相決定90）にもとづいて設立された同業種企業の水平型企業グループ（General Corporation 90：GC90）がある。2005年企業法（内外資共通の統一企業法）制定後、これに加えて多角的事業経営を行う「経済集団」（ベトナム語では tap doan kinh te）が加わり、現在は GC91の一部と国有保険企業グループが経済集団に組織形態を変更している。この間の国による国有企業集団の再編には、日本の「系列」や韓国の財閥（Chaebol）に代表される東アジア型の企業グループ、さらにそれらをモデルに形成された中国の企業グループの存在（Keister [2000]）が影響を及ぼしていると思われる。

ベトナムの国有企業グループの形成には、産業発展、行政管理からの脱却、マクロ経済管理という3つの目的があったと筆者は考えている。

第1は、対外開放を進める過程で、産業と企業の再編を進め、産業と企業の競争力を高めることであった。

第2は、総公司与称される国有企業グループの行政管理組織機能を払拭し、利益志向の経営主体に変革することである。旧制度の総公司と大規模企業を、

親会社（Holding company）として企業グループに再編することで、企業グループを行政管理機能から利益志向の経営主体に変えることが国有企業改革における重要な課題とされてきた。

第3は、国のマクロ経済政策実行、言い換えれば重点産業部門における物価調整機能を付与されてきたことである。石油製品、石炭、電力、食糧、セメントなど、国の価格管理政策の対象となる分野で国有企業グループが重要な役割を担われてきた。この価格調整機能と独占体制は密接に関係し、それゆえに国有企業グループに対する国の管理（＝行政管理）を払拭することができなかった。

ベトナムの市場経済化が進展し、WTO加盟が現実味を帯び出した2000年代に入り、国有企業グループと国の関係を変えようとする試みが積極化した。ベトナム共産党の指針として、国は国有企業の管理者から資本の所有者にその役割を変える方向が明確になった。企業グループは、親会社＝子会社関係に再編することが求められ、資本関係にもとづく「国と企業グループ」の関係、企業グループ内においては「親会社と子会社」の関係に変化することとなった。それだけでなく、大規模企業グループのメリットを活かした事業範囲の多角化（コングロマリット化）が進むべき方向として示された（石田[2008]）。

WTO加盟が実現した2007年以後、商業、流通、金融、通信などのサービスセクターでWTOのロードマップに従った規制の緩和、撤廃が進行中である。同時に、国有企業の企業形態を、2010年までに、内外資共通の企業法に準じて有限会社、株式会社に組織変更することも約束した。開放された市場では、国有企業はその特権を失い厳しい競争に直面することになる。他方でこれまで参入しにくかった事業分野への参入ができるようになり、また他の国内企業や外資との協力関係の可能性も出てくる。企業の組織形態の変更により、これまで上部機関の管理下にあった企業経営で自立性が高まる可能性もある。これらの変化は企業グループの事業多角化に通ずると考えられる。

その場合に重要な鍵となるのは、企業経営における資金面での自立である

う。これまでベトナムの国有企業改革で指摘されてきた最大の問題は、国が国有商業銀行を通じて間接的に資金を供給する体制を保持してきたために国有企業が国に依存する状態から脱しきれないことであった。ベトナムの国有企業に関しては、企業の経営自主権が拡大したとされながらも、資本は「全人民所有」であり、国は人民に代わって企業を管理する役割を果たしてきた。そこでは、企業は国有商業銀行から優先的に融資を受けることができ、他方で企業の上部機関である行政機関（中央省庁、地方の組織、機関）が管理者として人事、経営に介入する状態が残っていた。国家資本投資経営総公司（Tong cong ty dau tu va kinh doanh von nha nuoc、英文名は State Capital Investment Corporation : SCIC）は、株式化もしくは有限会社の企業形態を転換した国有企業の国家資本を管理・投資する特別総公司として設立されたが、それは同時に上部機関と企業との行政的上下関係を断ち切ることも意図されている。行政管理的関係から脱して自立的企業グループ経営に変化するためには、資金面の自立が重要なのである。

国有企業を取り巻く環境は急速に変化しつつある。そのような環境変化の下で、再編課程にある国有企業グループの組織、事業分野に生じる変化を探ることが本章の第1の目的である。Keister は、東アジアの企業グループ組織に見られる特徴は、グループ内企業による資本の相互所有（株式持合）と取締役兼任制、そして企業グループの核となるファイナンス・カンパニーだとし、このような企業間組織のメリットは、安定株主体制が企業買収からの防衛に役立つこと、関係企業間の長期安定的な取引の継続にあり、ファイナンス・カンパニーの存在は未発達な資本市場を補完する機能を持つとしている（Keister [2000]）。本章では、企業グループの資本所有関係、企業統治、資金調達機能に変化が生じているのかどうかにも注意を払いながら企業グループの多角化と組織の変化を検討する。

第2の目的は、そのような変化が、国と企業グループの関係からどのようなとらえ直すことができるかということである。ベトナムでの国有企業改革は依然として進行中であり、模索の段階にある。ここで明確な結論を得るこ

付表 ベトナム企業名略称一覧

略称	英語名
Bao Viet	Bao Viet Finance - Insurance Group
BIDV	Bank for Investment and Development of Vietnam
EVN	Vietnam Electricity
HABECO	Hanoi Beer Corporation
HANDICO	Hanoi Housing Development and Investment Corporation
IDICO	Vietnam Urban and Industrial Zone Development Investment Corporation
Vietinbank (旧 Incombank)	Vietnam Bank for Industry and Trade
LILAMA	Lilama Corporation (Viet Nam Machinery Installation Corporation)
PETROLIMEX	Vietnam National Petroleum Corporation
PVN	Viet Nam Oil and Gas Group (Petrovietnam)
SABECO	Saigon Beer Corporation
SATRA	Saigon Trading Group
SCIC	State Capital Investment Corporation
Song Da	Song Da Corporation
VEC	Vietnam Electrical Equipment Corporation
VICEM	Vietnam Cement Corporation
Vietcombank	Bank for Foreign Trade of Vietnam
Vietnam Airlines	Vietnam Airlines Corporation
VINACAFE	Vietnam Coffee Corporation
VINACHEM	Vietnam National Chemical Corporation
VINACOMIN	Vietnam National Coal, Mineral Industries Group
VINACONEX	Vietnam Construction and Import-Export Corporation
VINALINES	Viet Nam National Shipping Lines Corporation
VINAPACO	Vietnam Paper Corporation
VINASHIN	Vietnam Shipbuilding Industry Group
VINATEX	Vietnam National Textile and Garment Group
VNPT	Vietnam Posts and Telecommunications Group
VRG	Vietnam Rubber Group
VSC	Vietnam Steel Corporation

(出所) 企業グループ定款、ホームページから筆者作成。

とはできないのはもちろんであるが、少なくとも「変化の過程」を描くことに意味があると思う。

本章は、第1節で資本と投資の面から企業グループの現状を概観し、第2節で企業グループの株式化と証券市場への関与の現状、第3節で企業グルー

プの資本調達と金融部門への投資、第4節で事業多角化の実態を具体的ケースで紹介し、第5節で国と企業グループの関係を資本関係、企業統治、人事について検討する。

なお、本章では主要国有企業グループを略称で表記する、付表で略称と正式英語名を示しておく。

第1節 企業グループの現状

はじめに、2008年4月の財政省の報告(Bo Tai Chinh [2008])から、企業グループの現状を概観する。2007年末現在、ベトナムの100%国家所有企業は1720社程度だとされる。そのうち企業グループは、経済集団・GC91が20、GC90が84となっている。企業グループの形態とそれらの関係について、若干の説明を補足しておこう。1994年の議定が、GC91を垂直統合型の産業別企業グループ、GC90を同業種間の緩やかな水平的企業連合という原型を形成した。この段階では、GC91とGC90は明確に異なる組織形態とされ、GC91の組織内にGC90の企業グループが含まれることはなかった。

2003年の改正国有企業法では、3形態の企業グループ(総公司)に区分している。第1は国が設立を決定する企業グループ(従来のGC91に該当)、第2は“自発的に”設立される企業グループで、その意味は国(中央)が直接の設立決定を行わないことである。実際のケースでは、所管中央官庁、地方、経済集団が設立決定者となっている。第3は国家資本所有・管理組織としての特別総公司である「国家投資経営総公司(SCIC)」である。企業グループとしての「経済集団」が法律で明記されたのは2005年企業法であるが、具体的にその組織、内実を規定するまでに至っていない。言い換えれば、ベトナムでの経済集団は試験的な段階にあり、現在設立されている国有経済集団も試験的段階の過渡的形態とされている。2000年以後の企業制度の変化については、この研究会の中間報告を参照していただきたい(石田[2008:29-31])。

表1 企業グループの資本規模

組織形態	組織名	主たる事業分野	資本金規模 (単位： 10億ドン)	資本金額 決定年
GC	VEC (Vietnam Electrical Equipment)	機械設備	500	2006.12
GC/CPH	SABECO (Saigon Beer)	飲料	6,413	2007.12
GC/CPH	HABECO (Hanoi Beer)	飲料	2,318	2007.12
GC (91)	Vietnam Airlines	航空	5,783	2006.8
GC (91)	VINAPACO	製紙	1,046	2004.12
GC (S)	SCIC	国有企業持株会社	15,000	2007.11
GC (91)	VINACAFE	コーヒー	760	2007.12
GC (91)	VICEM (Vietnam Cement.)	セメント	9,200	2007.1
GC (91)	VINACHEM (Vietnam National Chemical)	化学	3,568	2006
GC (91)	VSC (Vietnam Steel)	鉄鋼	1,816	2006.12
経済集団	VINACOMIN	石炭 / 鉱業	3,550	2006.10
経済集団	EVN	電力	49,495	2007.1
経済集団	PVN	石油	76,178	2006.1
経済集団	VNPT	通信	36,955	2006.1
経済集団 /CPH	Bao Viet	保険	6,800	2007.12

(出所) 企業グループの親会社設立定款に記載された定款資本金額もしくは IPO 実施時の公開資料の資本金額に基づいて、筆者作成。

(注) 1) 親会社設立定款に資本金額の記載がないグループは除いている。

2) GC は General Corporation の略、GC (91) は国の主要な産業組織と位置づけられる大規模グループ、GC (S) は特別企業グループ、CPH は株式化の略。

100% 国家所有企業の分野は、国家独占分野、公益、国防・治安、農林場が主である。国有企業の事業活動が、ベトナムの GDP の約40%を占め、その重要な部分を企業グループが占めている。

企業グループの資本規模はかなり幅がある。表1は、企業グループ再編時の親会社の定款に記載された資本金額もしくは株式化時点の資本金額である。EVN、PVN、VNPT が群を抜いて大規模なグループであることがわかる。SCIC の資本金額はこれら3グループに比較するとまだ小規模である。

企業刷新発展委員会の報告によると、2007年に GC91・経済集団20グループが投資した金額は124兆ドンで、そのうちの96%を上位5社で占める(表2)。PVN と EVN だけで全体の77%を占めているから、この2グループが

表2 2007年のGC91/経済集団の投資額

	10億ドン	%
総投資金額	124,020	100.0
PVN	58,800	47.4
EVN	36,596	29.5
VINACOMIN	11,340	9.1
VINATEX	7,327	5.9
Vietnam Airlines	4,944	4.0
計	119,007	96.0

(出所) Ban Chi dao Doi moi Phat trien Doanh nghiep [2008] にもとづいて筆者作成。

資本、投資の両面で、ベトナム国内では群を抜いて規模の大きい企業グループであることがわかる。

国有企業グループの事業活動に見られた顕著な傾向は、従来の事業分野以外への多角化が急速に進んだことである。財政省に活動報告を行った70の総公司・経済集団が、2007年に調達した資本は448兆2000億ドンで、自己資本額の1.4倍であった。国が追加資本を供給しないという条件を配慮すると、これら企業グループの調達資本は実質的に借入であり、自己資本に対する借入比率は、交通建設工事5（GC90、ベトナム語名は Tong cong ty xay dung cong trinh giao thong 5）では42倍、他の交通部門のGCでも22.5倍、VINASHINで21.8倍、Lilamaで21.5倍となっている（Bo Tai Chinh [2008]）。

70の企業グループのうち、28の企業グループが証券会社、商業銀行、投資基金管理会社、保険会社を設立しており、総資本額にして23兆3000億ドン、自己資本額の8.7%に相当する。GC91・経済集団では、金融・保険・不動産部門への投資が15兆ドンで、総投資額の12%であった（表3）。しかし、資本規模の小さい企業グループの場合、投資金額は自己資本額の50%に達する⁽¹⁾。大企業グループでも、VINASHINの場合は金融・不動産投資が3兆3000億ドンで自己資本額の1.1倍となっていた。

表3 2007年末の GC91/ 経済集団の金融・証券・不動産部門への投資

(単位:10億ドン)

企業グループ数		投資額
銀行	16	4,965
証券	9	316
保険・ファイナンス	12	6,518
投資基金	10	933
不動産	13	2,331
計		15,063
対総投資額		12.1%

(出所) 表2に同じ。

第2節 大規模企業グループの株式化と IPO

国有企業の企業形態転換は、WTO 加盟に際してベトナム政府が約束した大きな課題のひとつだった。2010年までにすべての国有企業を2005年企業法の企業形態に転換することが国家的に承認されており、その中で2006年に企業グループの株式化ロードマップが発表されている。政府のスケジュールでは、2007年にはサイゴンビール (SABECO)、ハノイビール (HABECO)、Bao Viet 保険、ベトナム貿易銀行 (Vietcombank)、メコン不動産銀行など20の経済集団と総会社の株式化が行われる予定であった。実際に2007年に株式化が行われたのは、Bao Viet 保険、Vietcombank で、2008年に初頭に SABECO、HABECO の株式化と IPO (Initial Public Offering, 新規株式公開) が実施された。

1. 証券市場の動向と企業グループの IPO

2007年のベトナム証券市場は、外国投資家の投資ブームの下で株価が上昇し、2月から3月にかけてホーチミン証券取引所の株価指数 VN index は1175の最高値をつけた。この投資ブームの中で、国有大規模企業グループの株式化第1号として、Bao Viet 保険の IPO が2007年5月に行われた。Bao

Viet 保険の株式化は、授權資本6兆8000億ドン、そのうち国家所有分が65.34%、従業員優先株が0.7%、残り33.96%を外部投資家に売却する計画で、うち国内戦略投資家に7.22%、外国戦略投資家に18%を割り当て、一般公開株数は5944万株（8.74%）とされた。オークション開始価格（最低価格）は3万500ドン（額面1万ドン）、5月31日にオークションが行われたが公開株すべてを売却できなかった。IPOの平均株価は7万3910ドンであった。売れ残った1560万株（IPO公募株数の26%）を売る2回目のオークションが行われたが、このときには開始価格をIPO価格以上にしなければならないという規則のため、これも成功せず、最終的には9月までに店頭取引も含めて全株を売却するという結果になった。外国人戦略投資家には香港上海銀行が10%の株取得で参加が決まった。

Bao Viet の経験は、株式化を予定していた他の国有企業グループの動きを慎重にさせた。次に予定されていた Vietcombank の株式化は実施が遅れ、2007年12月末に行われた。ここでは、外国戦略投資家の決定が大きな問題となった。

2. 外国戦略投資家制度の修正

2003年国有企業法の施行細則では、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（公開公募株価よりも20%低い価格）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、戦略投資家による経営参加には制限が付されてきた⁽²⁾。

証券市場が活性化し、株価が高騰する環境の下で、政府は戦略投資家制度を修正した。2007年6月に国家所有100%企業の株式化に関する議定⁽³⁾が公布された。ここにおいて、外国投資家が戦略投資家として株式化したベトナム国有企業と協力関係を形成すること、株式の譲渡にあたっては従来のディスカウント方式を廃止し、「IPO 価格を下回らない価格」で譲渡することと

された。政府は、この措置を講じた理由として、戦略投資家と一般投資家を、株譲渡に関して平等に扱うことをあげているが、実際には、WTO 加盟後、ベトナム証券市場で外国投資家の間接投資が急速に増加し株価が上昇していたことから、ディスカウント価格による譲渡という優遇措置なしでも外国投資家を戦略投資家に呼び込める自信が、ベトナム政府にあったものと思われる。できるだけ有利に国有企業株を売り、多くの資金を調達することをめざしたと考えるのが妥当であろう。

新制度の下で、Vietcombank は数社の外国戦略投資家候補と交渉を行っていた。従来であれば、株価ディスカウント20%の優遇条件があったが、新制度では IPO 価格相当で引き取ることになり、これをどの程度に見込むかが交渉の難題であったようである。

Vietcombank の IPO が行われた2007年12月には、株式市況はすでに下降局面に入っていた。IPO では9750万株を、平均株価10万2000ドンで完売した。しかし、外国戦略投資家は決まらなかった。2008年に入り世界的な金融不安の中で、ベトナムの証券市場も急速に冷え込み株価が低迷する中、IPO 価格とその後の株価の動きが予測できず、IPO 価格で株を引き取る制度は、外国戦略投資家と国有企業の協力関係形成の足かせになりつつある。政府はこのような状況を打開すべく、IPO における戦略投資家の待遇について再検討を開始している。

3. 小括

以上は一部の大規模企業・企業グループの IPO の結果である⁽⁴⁾。ベトナム証券市場は新興市場として外国投資家の関心を誘い、それが国内投資家の投機意欲を刺激し、初めての証券ブームの下で、2007年前半は国有企業の株式化、IPO が明るい展望をもたらしていた。しかし2008年に入ると国際金融情勢の変化から外国投資家の投資が減少し、ベトナムの証券市場は一転して急激な下降局面に入った。2008年11月現在、VN Index は300～350の間で上下

している状態となり、株価は前年の4割程度に落ち込んでいる。このような状況で、国有企業の株式化、IPOは遅れており、政府関係筋からも2010年の国有企業の企業形態転換は難しいという見方が出てきている。

株式化した国有企業にとって、外国戦略投資家制度は、外国資本を安定株主にし、そこから経営技術、情報、新しい市場を得て、グローバル化時代に企業の競争力を強化する可能性を持つものであった。しかし、そのような戦略投資家制度も株式市場の見通しが不透明な中では外国人投資家を引きつけられなくなっている。すでに、多くの事業分野が外国投資家に開放される中で、国有企業に20%保有を上限とする制度の下で出資するメリットは薄いといえよう。戦略投資家制度を通じて国有企業に外国の資金と経営知識、ノウハウを導入する試みはすでに壁にぶつかりつつある。

第3節 企業グループの資本調達と金融部門投資

国有企業改革を必要とした重要な問題として、国有企業が国有商業銀行（＝国）からの資本供給に依存してきた状況が企業の自立を困難にし、国にとって大きな財政的負担となってきたことがある。企業の自立は、資金面で国から自立することであった。国が「行政管理者」から「投資家」に立場を変えろという目標は、WTO後の国有企業グループでどのように実現されているのだろうか。国に依存しない資本調達的手段として2つの方法が考えられる。ひとつは証券市場を通じた資本調達であり、これは株式化が前提である。もうひとつの方法は、企業グループが従来の国有商業銀行以外の経路で資本調達する、あるいは自ら金融部門を有することであろう。企業グループの株式化については前節で述べたとおりである。本節では、企業グループの金融部門へのかかわりについて、WTO加盟前後の変化を見ておきたい。

従来の企業グループ制度では、企業グループがグループ傘下の企業の資本・資金を統合し、効率的資本管理（投資）を行うことが目標とされてきた。

グループ・メンバーである企業の預金を集めて、戦略的・効率的投資を行う機関としてファイナンス・カンパニーを位置づけ、一部の GC91でファイナンス・カンパニーが設立されてきた。2000年代に入ると、ファイナンス・カンパニーだけでなく既存銀行への出資も行われている。これらの企業グループの金融部門と事業活動を見ておきたい。

1. ファイナンス・カンパニー

ベトナムのファイナンス・カンパニーは、ベトナム信用機関法ではノンバンク (phi ngan hang) の一形態であり、期限の定めのない預金、取引決済業務 (dich vu thanh toan) は行うことができない⁽⁵⁾。しかし、投融資業務、資金調達において期間1年以上の定期預金の受入れ、外貨取引、債券発行、借入、国・組織からの資本受託・管理の業務を行うことができる。銀行同様にベトナム国家銀行の監督下にある。2008年8月現在、ファイナンス・カンパニーは13社認可されているが、そのうち9社は国有企業グループが設立している(表4)。

定款資本の規模が大きいのは、PVN (5兆ドン)、2008年に許可がおりた EVN (2兆5000億ドン)、VINASHIN (1兆ドン) 傘下のファイナンス・カンパニーで、この資本規模は民間商業銀行の規模に見劣りしない。ちなみに民間商業銀行で資本規模が最大なのはサイゴン商業銀行 (Sai gon thuong tin, 英語名 Sacombank) で4兆4000億ドンである。国有商業銀行でも株式化前の Vietcombank の授權資本額は7兆5000億ドンである。ノンバンクであっても、大規模国有企業グループのファイナンス・カンパニーはベトナム国内の金融資本として成長しているといえよう。ここでファイナンス・カンパニーとして実績のあるペトロベトナム・ファイナンス (Petrovietnam Finance Company : PVFC) とビナシン・ファイナンス (VINASHIN Finance Company : VFC) の例を紹介しておく。

表4 国有企業グループのファイナンスカンパニー

企業名	親企業グループ名	GC タイプ	許可取得年	授権資本額 (10億ドン)
郵便通信金融会社 (Post and Telecommunication Finance Company)	ベトナム郵政通信集団 (VNPT)	91	1998	500
ゴム金融会社 (Rubber Finance Company)	ベトナムゴム工業集団 (VRG)	91	1998	800
ベトナム石油ガス金融会社 (Petro Vietnam Finance Joint Stock Corporation)	ベトナム石油・ガス経済集団 (PVN)	91	2000	5,000
繊維金融会社 (Textile Finance Company)	ベトナム繊維総公司 (VINATEX)	91	1998	184
造船金融会社 (Vietnam Ship-building Finance Company)	ベトナム造船集団 (VINASHIN)	91	2000	1,023
ハンディコ金融会社 (Handico Finance Company)	ハノイ不動産開発投資総公司 (HANDICO)	90	2005	50
ソンダ金融株式会社 (Song Da Finance Joint Stock Company)	ソンダ総公司 (Song Da Corporation)	90	2008	500
セメント金融株式会社 (Cement Finance Joint Stock Company)	ベトナムセメント総公司 (VICEM)	91	2008	300
ベトナム電力金融会社 (Electricity of Vietnam Finance Joint Stock Company)	ベトナム電力集団 (EVN)	91	2008	2,500

(出所) ベトナム国家銀行 HP (<http://www.sbv.gov.vn> 2008年6月12日アクセス) および新聞記事から筆者作成。

(1) Petrovietnam Finance Company のケース

PVFCは2000年6月にPVNのファイナンス・カンパニーとして設立され、2007年10月に株式化しIPOを実施、2008年に総公司として活動を開始した。2005年の法定資本額は3000億ドン、2006年に1兆ドンに増資、2007年2月に3兆ドン、2008年6月現在5兆ドンに成長している。PVFCの主要業務は投融资業務と金融コンサルタント業務である。PVFCは株式化に際して、アメリカのモルガン・スタンレー (Morgan Stanley) 社を外国戦略投資家とする契約を締結し、モルガン・スタンレー社はPVFC定款資本 (chartered capital) の10%を保有している。PVFCがPVNグループの企業と提携関係にあるの

は当然であるが、PVFC は、VINASHIN、EVN、ソングダ (Song Da)、Vinalines、Vietnam Airlines など、他の企業グループとの共同事業への融資も行っている⁽⁶⁾。

PVFC は総公司として、その傘下に PVFC Land (不動産)、PVFC Capital (投資資金管理、石油商品ファンド)、PVFC Invest (投資・コンサルティング)、PVFC Media (金融情報) を設立し、ファイナンス・カンパニーの業務以外の部門へも活動を拡大している。PVFC は PVN グループ企業との取引はもちろんとし、内外銀行、ベトナム国有企業グループとの取引も行っている。2008年10月にサイゴン証券取引所に上場された⁽⁷⁾。

(2) VINASHIN Finance Company のケース

VFC は、1998年に交通運輸省の下で設立が決定され、2000年にベトナム国家銀行の許可を取得し定款資本金300億ドンで活動を開始した。資本金額は、2004年に1200億ドン、2006年に6400億ドン、2008年現在では1兆230億ドンに成長している⁽⁸⁾。その主たる業務は、① VINASHIN とグループ企業に投資資金を提供、②内外市場で債券を発行して資金調達 (ただし、債券発行の実績はない)、③ VINASHIN とグループ企業の資本を信託管理 (uy thac quan ly) し、④融資業務を行うことである。2005年にベトナム政府が初めて海外で起債して調達した7億5千万米ドルの管理は、全額 VFC に委託されている。2003年に国家銀行から外貨交換業務を行う許可を受け、2005年に外貨取引についても許可を得ている。VINASHIN グループの債券発行のコンサルタント機関であり⁽⁹⁾、グループの資金調達・投資・融資活動の中核となっている。

VFC の投資資産は、2006年には2005年の約10倍になっており、その約8割が証券投資となっている。VFC はマレーシアの CIMB Investment Bank と共同出資で証券会社を設立することに合意し、国家証券委員会 (State Security Committee : SSC) の承認を得ている⁽¹⁰⁾。

2. 企業グループによる銀行への出資

ファイナンス・カンパニーが企業グループの資金管理と投資資金供給機能を果たしていることは、PVFC、VFCのケースから看取できる。資金力の豊かな企業グループでは、ファイナンス・カンパニーに加えて、民間銀行に出資するケースがある。EVNとアンビン銀行（An Binh Bank）、PVNとグローバルペトロ銀行（Global Petro Commercial Joint Stock Bank：GP Bank）、ペトロリメックス（旧商業省管轄下の石油製品貿易/販売総公司、PETROLIMEX）とペトロリメックス・グループ銀行（PETROLIMEX Group Commercial Joint Stock Bank：PG Bank）の関係は、出資とともに密接な協力関係を形成している¹¹⁾。

2007年6月に新しい民間株式銀行設立認可規則（ベトナム国家銀行決定24/2007/QD-NHNN）が公布され、設立認可基準が明確にされた。個人株主の所有は定款資本の10%を上限、機関株主は20%を上限、設立発起人株主所有比率は定款資本の50%、うち機関発起人株主が50%を占めることなど、設立条件が明確にされた。この認可基準にもとづき、Bao VietとPVNが新規銀行設立を申請し、政府はこれを認可する方向とした。PVNが申請したペトロベトナム銀行（Petrovietnam Bank）設立については、PVNの出資比率41%は承認されず、20%とすることで2007年12月に国家銀行の認可を得て、設立準備が進められた（Vietnamnet 2007年10月26日アクセス）¹²⁾。

Petrovietnam Bank 設立は、定款資本5兆ドン¹³⁾、設立発起人株主は、PVN（資本の20%所有）、ベトナム国際銀行（VIB Bank、9%）、ホアファット・グループ（Hoa Phat Group、民間企業グループ8%）、IPA Finance Investment Bank、HABECO（各5%）、Vietnam Airlines（3%）で、2007年12月に第1回株主総会を開催、2008年3月の第2回株主総会で銀行名をホンベト銀行（Ngan hang thuong mai Hong Viet、英語名 Prosperity Joint Stock Bank of Vietnam：PV Bank）に改称した。

2008年3月に入り、インフレ抑制が国の経済政策の重要課題となり、国有

企業グループのコア事業以外への投資を抑制する方針が明確になった。同年7月、政府は国有企業グループの銀行出資は1行のみとする方針を示し⁽¹⁴⁾、すでにGP Bankに出資(9.5%)していたPVNのPV Bankへの出資を規制した⁽¹⁵⁾。PVNは、上記国家銀行決定24が2行以上への設立出資を容認していないことから、PVNは政府の指導に従ったという説明をしているが、国家銀行が銀行乱立を嫌ったことが理由だともいわれる。

WTO加盟後、ベトナムの銀行制度の変化により国有企業グループによる既存銀行への出資が始まり、多様な提携関係が形成されつつある。表5は、国有企業グループと商業銀行の提携関係の事例を紹介したものである。株式化された企業間の戦略投資家関係の場合は、出資をともなうと思われるが、株式化されていない国有企業グループでは、プロジェクトへの投融資、事業協力の提携関係であると思われる。これは一部の事例にすぎないが、ここから国有企業グループと民間商業銀行との戦略投資家関係ができていていることがわかる。

3. 小括

従来はグループ内金融機能を期待されていたファイナンス・カンパニーであったが、本節で取り上げたPVFCとVFCのケースでは、グループ内金融機能に加えて、証券、不動産部門の活動を通じて対外取引が拡大していることを示している。銀行との関係においても、既存中小民間銀行への出資あるいは自らのイニシアティブで銀行新設を進めており、従来型の国有商業銀行に依存する状況ではなくなっている。これらのことは、政府・中央銀行の管理はあるとしても、企業グループの資金調達が多様化と資金運用の多様化を容認する方向に、環境が変化しつつあることを示している。

次に、資金調達が多様化によって、事業経営にどのような変化が生じているかをPVNとVINASHINのケースから検討する。

表5 企業グループと商業銀行の提携関係の例

商業銀行名	国有企業グループ	提携の内容
Vietinbank	VICEM	戦略投資家関係
Vietinbank	VINACOMIN	戦略投資家関係
Vietinbank	VINALINES	全面的協力関係（送金、決済、信用、外貨取引など）
BIDV/Techcombank	VINACONEX（ベトナム建設輸出入株式会社）	戦略投資家関係
Saigon Hanoi Bank	VINACOMI/VRG	戦略投資家関係（金融保険事業新設）
Military Bank	LILAMA	戦略投資家関係
Maritime Bank	VNPT	戦略投資家関係（VNPT への投融資）
An Binh Bank	EVN	出資
GP Bank	PVN	出資（9.5%）
Habubank	VINASHIN, LILAMA, サイゴン貿易総公司 (SATRA)	出資（Vinashin 10%, Lilama 5%, サイゴン商業銀行 [Sacombank] 5%, SATRA 5%）
PG Bank	PETROLIMEX	出資（40%）

（出所）新聞記事，関係企業の HP の情報にもとづいて筆者作成。

第4節 国有企業グループの事業活動多角化の事例

第1節で述べたように，国有企業グループの事業活動は多角化を進めているとみられている。それは，「経済集団」という持株会社をトップとする企業グループの形成を試験的に進める国有企業組織再編政策の目的とするところでもあった。WTO加盟後，直接投資，間接投資の急速な増加が，国内の証券市場，不動産市場，各種サービス市場を急成長させ，2007年から2008年にかけて，企業グループの第3次セクターへの参入が相次いだ。本項では，実際に，企業グループの事業活動がどのように多角化したかを，PVNとVINASHINのケースで確認する。

1. PVN グループ

(1) 石油開発産業の独占企業

2007年のPVNの事業実績は、総売上高213兆4000億ドン（うち外貨で88億米ドル、内貨で72兆6000ドン）であり、ベトナム国内総生産（GDP）の19%を占める。PVNグループによる税金などの国家納入額は85兆9500億ドンで、国家歳入の29.5%を占めると報告されている⁽⁶⁾。ベトナム最大の企業グループである。

ベトナムの石油産業は、ドイモイ後にその基礎ができた。原油開発の上流部門は重工業省の管轄下で、製品の流通・販売の下流部門は商業省の管轄下に置かれ、GC91の石油ガス総公司（Petrovietnam）が独占的原油開発事業者であり、他方で商業省管轄下のGC90の石油製品総公司（PETROLIMEX）が製品流通部門の大部分を掌握してきた。

ベトナムの石油ガス法（1993年制定、2000年、2008年一部改正）の下では、ベトナム国内の原油開発においてPVNが唯一の開発主体で、すべての原油ガス開発契約はPVNが契約当事者となる。石油ガス法では、生産分与契約、合弁契約（Hop dong lien doanh、英語ではJoint Operating Company Contract：JOC）、ビジネスコントラクト（現地法人を設立しないパートナーシップ）の3つの開発形式を定めている。生産分与契約（Production Sharing Contract：PSC）が開発の基本形式で、外国事業者（コントラクター）は、PVNとコントラクター契約を結んで生産量の一定分を受け取ることができる。合弁形式の開発も行われているが、基本は生産分与契約である。合弁形式では、1981年に旧ソ連との間に政府間協定で設立されたベトソブペトロ（Vietsovpetro）社によるバクホー（Bach Ho）油田開発がある。

原油貿易はPVNグループの貿易会社であるPETECHIM（現在は国内商業部門を統合して総公司PVオイル[PV Oil]に再編されている）がこれを行っている。ベトナムの石油精製施設は南部にある小規模精油所（年産5万トン）

のみで、製品はほぼ全量輸入に依存してきた。石油製品の輸入は国有企業のみに許可されてきた。石油製品輸入においては、PETECHIMの関与は大きくなく、PETROLIMEXが市場を支配していた。WTO加盟前に、第1号精油所を中部クアンガイ省のズンクアット（Dung Quat）に建設することで、精製・流通部門に事業拡大することが決まっていたが、PVNの事業の中心は上流部門にあった。

WTO加盟後、PVNを取り巻く環境は急激に変化し、その事業は多角化した。事業多角化を促進した環境変化には、①原油価格が上昇して収入が増え、資金力が豊富になった、②他方で国産原油量が減少し始めた、③直接、間接に外国資本が流入し、金融市場、不動産市場が急成長した、④経済集団への改組によりPVNの自立性が高まったこと、をあげたい。

ベトナムの原油生産量は2004年の2000万トンをピークに減少し始め、2007年では1万6000トンに落ちてきている¹⁷⁾。国際油価が急騰したことで、原油収入は減少していないが、近い将来に原油輸入国になるという予測から内需向け原油確保がPVNに課せられた重要な任務となっている。PVNは、すでに海外での原油開発事業に参加している。1989～2007年期間のベトナムの対外投資で鉱業開発は全体の25%で、その大部分が原油探鉱開発である。

(2) 事業多角化と組織再編

PVNグループは、1995年に総公司設立時では子会社・合弁企業を含めて13の企業/事業組織から構成されていた。2007年に経済集団に改組した時点では、50%以上の資本を所有する子会社が17、そのほかが5企業/事業組織で全体で22の企業/事業組織で構成されていた。2008年現在では、以前のPVN総公司（GC91）を経済集団の親会社として、その下に部門別総公司（GC）を10、PVNが支配的資本を所有する株式会社/有限会社が30、合弁企業などその他事業組織が32となり、直接資本関係を有する組織は92に急増している（表6）。10のGCの傘下企業を加えれば、その数は膨大なものとなる。経済集団改組後の新事業分野が、石油精製、電力、金融、土地・不動

表 6 PVN グループ組織の推移

構成企業数	1995年設立時 (ND38-CP, 1995年5月30日)	傘下に独立会計企業9*, 付属会計企業3, 事業単位4, 合弁事業4 (合計20企業)	経済集団への改組 (36/2007/QD-TTg, 2007年3月14日)	2008年現在の構成 (PVN ホームページ会社概要と新聞記事から)
			100% PVN出資の有限会社6企業, 50%超PVN所有の株式会社/有限会社11企業, 50%保有合弁企業2企業, 50%未満所有の関連企業企業, R&D部門1組織, 訓練機関1機関 (合計22企業・機関)	部門別総公司 10, PVNが支配的資本所 有の株式会社/有限会社 30企業, R&D/ 訓練機関 8機関, 新規プロジェクト管 理組織 12委員会, 合弁企業等32企業・ 管理組織 (合計 92企業・機関)
資本金額 (10億ドン)	(定款に具体的数字なし)			
事業分野				
企業グループ (親子関係)	石油ガス製品の精製販売, 石油関連建設設計, 石油ガス技術サービス, 掘削, 観光, 金融, 保険	石油ガス製品の精製販売, 石油ガス商業・貿易, 石油製品精製販売, 労働力輸出, 石油ガス技術サービス, 観光, 掘削サービス, エンジニアリング, 建設, 保険, 輸送, 化学肥料, 証券, メコン石油ガス	ガス精製販売, カマウ電力開発, 金融, 石油ガス商業・貿易, 石油製品精製販売, 労働力輸出, 石油ガス技術サービス, エンジニアリング, 建設, 保険, 輸送, 化学肥料, 証券, メコン石油ガス	ガス精製販売, カマウ電力開発, 金融, 石油ガス商業・貿易, 石油製品精製販売, 労働力輸出, 石油ガス技術サービス, 観光, 掘削サービス, エンジニアリング, 建設, 保険, 輸送, 化学肥料, 証券, メコン石油ガス
合弁事業	原油開発と関連事業, 鉱業	原油開発, 北部液化ガス, 南部液化ガス, 鉱業	原油開発, 北部液化ガス, 南部液化ガス, 鉱業	原油開発, 液化ガス, 建設, 不動産, 化学, 鉱業等

(出所) PVN 設立議定書38-CP (1995年), 経済集団 PVN 定款 (36/2007/QD-TTg, 2007年), PVN のホームページ, 新聞等の情報をもとに筆者作成。

(注) 独立会計企業のうち, ファイナンスカンパニーは1995年時点では未設立。

産であることは表6から読み取れる。これら新事業分野について概観しておきたい。

石油製品を輸入に依存してきたベトナムで、精製部門は成長が期待される分野である。政府は国内精油所建設による精製部門発展をPVNに要請し、第1号精油所をPVN 100%出資でズンクアットに建設中である。そのほかにPVNは外国企業との合弁でティンホア省^[18]、バリア＝ヴァンタウ省^[19]に2号、3号の精油所建設を決定している。

電力部門では、外国投資の増加、経済の急成長で、2006～2010年期のエネルギー需要が年16%で増えることが予想され^[20]、実際に電力不足は投資環境の面でも深刻な課題となっている。電力部門では、EVN独占の体制から市場化を進めるロードマップが策定されており、それに従えば競争的発電市場の形成を2005～2008年期中に試験的に進め、2009～2014年期中に発電市場を完成させ、次の段階で電力卸売市場の形成に着手することになっている^[21]。独立系発電業者の市場参入がすでに開始されており、PVNも電力開発事業^[22]に参入した。2007年6月に電力総公司としてPV電力（Petrovietnam Power Corporation：PV Power）を設立し（PVN 100%所有、資本金額7兆6000万ドン）、EVNと協力協定を締結している^[23]。

2008年にEVNは資金不足を理由に13件の大規模電力開発プロジェクトを計画から外す案を政府に提出した。これに関して、PVNはEVN投資案件を肩代わりして実施する申し出をしている（*Viet Nam News*, October 10, 2008）^[24]。

金融面では、グループ内の金融の核となるファイナンス・カンパニー（PVFC、総公司、PVNが78%所有、ホーチミン証券取引所に上場）、証券会社（PV Securities）、保険会社（PV Insurance、総公司、ハノイ証券センターに上場）を子会社として有している。そのほかに、GP Bankへの出資、ホンベト銀行設立の試みについては、前節で述べたとおりである。

土地開発・不動産部門では、子会社としてペトロワコ（PETROWACO）、ペトロランド（Petroland）、工業区開発では建設省管理下のベトナム都市・工業区開発総公司（Vietnam Urban and Industrial Zone Development Investment

Corporation : IDICO) と共同出資の開発会社がある。それ以外に、電力部門の総公司 PV Power が子会社として不動産会社を有するなど、孫会社まで含めると範囲は拡大すると思われる。

企業グループのサービス部門の収入では、石油・ガス関連の技術、金融、保険、掘削サービスが主であり、全体の23.4%とされている²⁵⁾。

2. VINASHIN グループ

1996年総公司設立時は、造船関連の企業22で構成され、外国との合併事業も韓国の現代グループ (Hyundai) 社との船舶修理、同じく韓国企業と合併の船舶解体の2企業であった。事業分野は造船とそれに直接関連する運輸、貿易、技術、設計の分野で、総公司の資本管理の中心と考えられていたファイナンス・カンパニーは、この時点では計画段階であった。

2003年に親子関係の企業グループ組織に再編が決定され、グループを構成する企業数は、100%もしくはマジョリティの資本を VINASHIN が所有する15の子会社、附属企業（親会社に付属して独立採算でない企業）10社、その他マイノリティ出資の企業7社から構成された（表7）。事業の範囲は従来からの分野に加えて、通信、労働力輸出、投資・商業、建設などに拡大した。この頃から、世界の造船需要が増え始めたが、韓国、中国、日本などの造船所はすでに受注がいっぱいで対応できなかった。2004年に日本の商社がベトナムに注目して、設計、資材、技術指導のほとんどを供与してベトナムに小型船舶を発注した。これを契機に VINASHIN への海外からの新造船の発注が続き²⁶⁾、2007年現在ではベトナム政府は自国が世界第8位の造船国になったと自負している (Viet Nam News, January 23, 2007 <http://vietnamnews.vn.net.vn>, 2007年1月25日アクセス)。

急速な成長を遂げた VINASHIN に対し、ベトナム政府は2005年10月に海外（アメリカ）で初めて起債して調達した7億5000万米ドルを全額 VINASHIN の事業に投入した。VINASHIN は造船所の拡張、新設だけでなく、造船

表7 VINASHIN 組織の推移

	1996年設立時 (ND33-CP, 1996年5月27日)	2003年親子関係企業グループへの再編時 (60/2003/QD-TTg)	2008年現在の構成 (VINASIN の HP から作成)
構成企業数	傘下に独立会計企業22, 外国資本との合弁企業2 (合計24企業)	付属企業10, 100% VINASHIN 出資の有限会社6企業, その他の会社形態でVINASHIN がマジョリティ所有9企業, マイノリティ所有7企業 (合計32企業・単位)	独立会計企業2, 100% VINASHIN 所有の有限会社11 (うち総会社1), マジョリティ出資の株式会社22, 付属企業14, 合弁企業11, 事業単位7, 付属単位7 (合計74企業・単位)
事業分野	造船, 運輸, 貿易, 技術サービス, コンサルタント業務, 設計 (ファイナンス)	造船, 運輸, 貿易, 技術サービス, コンサルタント業務, 設計	造船, 運輸, 貿易, 技術サービス, コンサルタント業務, 設計
企業グループ (親子関係)		〈新規参入部門〉エンジニアリング, 労働力輸出, 通信, 投資・商業, ファイナンス, 建設, ガス輸送, インフラ建設, 木材加工, 工業区開発経営	エンジニアリング, 労働力輸出, 通信, 投資・商業, ファイナンス, 建設, ガス輸送, インフラ建設, 木材加工, 工業区開発経営
			〈新規参入部門〉建設機械, 電気電子, 海運, 不動産, 造船資材製造, 精密機械, ハイテク, バイク製造, ガス
マイノリティ出資	船舶修理, 廃船解体 (合弁企業2社)	環境技術サービス, 保険, 港湾, 船舶修理, 廃船解体, ガス輸送	環境技術サービス, 保険, 港湾, 船舶修理, 廃船解体, ガス輸送, 銀行, 海運, ボイラー製造, コンテナ製造
(出所) VINASHIN 設立議定 (33-CP, 1996年), 親子関係企業グループ再編決定 (60/2003/QD-TTg, 2003年) およびVINASHIN の HP から筆者作成。			

関連の設備、資材、通信、設計などの関連事業でも範囲を広げている。

2006年に、総公司から「経済集団」に組織を再編し、事業の多角化を進めた。現地調達率引上げを目標に、船舶用ディーゼルエンジンの製造、製鉄所の建設事業に着手している。また、海運部門、航空運輸部門、不動産開発、工業区開発、などサービス部門にも事業を拡大、多様化している。経済集団の事業多角化の資金面の中核にファイナンス・カンパニー（VFC）があった。

表7は、VINASHIN グループの組織構成の変化を示している。2003年時点と現在を比較すると、グループを構成する企業数の増加、事業範囲の拡大が明らかである。VINASHIN グループの場合は、造船に関連する建設機械、電子・電気機械への多角化、また輸送（海運部門の強化と航空機リース事業への参加）、コンテナ部門、造船団地と都市開発への多角化が行われている。財政省の報告は、VINASHIN グループが証券・銀行・保険・不動産部門に自己資本金額を上回る投資を行っていることを問題視しているが、VINASHIN 側はこれら投資について短期間で高利益をあげる必要から行っているとし、これも長期計画の一環だと説明している（*Viet Nam News*, May 8, 2008 2008年11月23日アクセス）。

VINASHIN 経済集団の再編構想では、造船所、金融、建設、運輸、重工業部門（鉄鋼を含む）を8総公司体制で再編することになっているが、現状では総公司（GC）に再編されているのはバクダン（Bach Dang）造船所だけである。内外からの造船受注を受けて、中部、南部沿海部で造船所の新設が続いている。

2008年6月に、政府のインフレ抑制政策の指導に従って計画していた49件の投資プロジェクトを中止もしくは延期することを発表した。しかしながら、同年9月には、投資総額97億米ドルのマレーシアのライオングループ（Lion Group）と製鉄所建設プロジェクト²⁷⁾の政府認可を得て、同時に債券3兆ドン、国内借入10兆ドン、海外借入4億米ドルの資金調達を政府から認可されている。VINASHIN の非コア事業投資は投資計画全体の4.7%と報告されているので、政府が上限とした7%を下回っていることになるが、この間の政府の

インフレ抑制政策にもとづく指導と VINASHIN と Lion Group との新たな製鉄所プロジェクトへの投資、債券発行と新規借入は政府の指導と矛盾しているように見える。

3. 小括

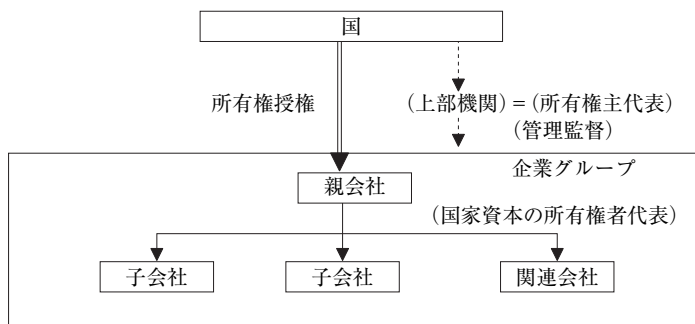
PVN, VINASHIN の例は、コア事業に関連する事業部門、たとえば PVN の場合の精油、肥料（化学）、石油ガス製品販売、保険、輸送などの関連部門への多角化、VINASHIN の場合では造船関連部品・素材製造、海運、航空運輸、保険、港湾開発、コンテナ製造が、一定程度進んだことを示している。それとともに、両グループに共通するのは、金融・証券、不動産への事業多角化である。グループ内に新たに子会社を設立する場合、ファイナンス・カンパニーの傘下に不動産部門、証券部門の子会社を設立するだけでなく直接の子会社・関連会社の設立もあり、事業活動はグループ内で集中していない。とくに不動産部門では、親会社の指導による集中的事業発展ではなく、子会社の自立的活動の結果、ひとつのグループ内に同一分野に複数企業の設立が行われたと見ることができる。

PVN の場合では、国策と密接に関連する電力部門への参入、地方の工業区・都市開発事業への参加があり、国がコア事業のみの成長を期待しているわけでもないことを示している。

第5節 国と企業集団の関係

本節では、国と企業集団の関係を、資本、統治機構、人事に対する国の関与について整理する。

図1 国と企業グループの資本関係図



(出所) 筆者作成。

(注) 点線は旧制度の場合

1. 資本関係

資本に関しては、国有企業が「全人民所有」であるという前提条件は変わっていない。国は「全人民」に代わって国家資本の所有権を行使してきた。実際には、対象企業の上部組織である中央の国家機関（省庁）、地方人民委員会が所有権者として国有企業を管理してきた。国家資本に関する国有企業改革の方向は、所有権者代表（Dai dien, 全人民に代わって所有主の権限を行使する任務）を国家機関ではなく、国家資本管理専門機関（SCIC）または企業の経営管理評議会（会社法上の Board of Management）にする方向である。企業グループの場合は、企業グループ設立を決定した国家機関が国家資本の所有権者であったが、改革の方向は企業グループの親会社（の経営管理評議会）に国家資本所有権が移転される。ここにおいて、資本関係においては国家行政組織と企業との関係はなくなることになる（図1）。

2003年国有企業法の下では、GC91・経済集団の場合は、GC91・経済集団の経営管理評議会が親会社と企業グループの監督権を持つことになる。親会社と国有企業である子会社の資本関係は、親会社が国に代わって子会社の国

家資本所有権者代表となる。この新しい関係の下では、国は「投資家」の立場になり、授権された企業は国に代わって経営を行う組織となり、企業経営への関与はなくなることになる。現在 SCIC に、株式化・有限会社化された国有企業の国家資本が移転されており、2010年の国有企業の企業法に即した企業形態転換完了計画に向けて今後も移転が進む方向である。このような制度面での資本関係の変化は、企業統治、人事面ではどのような変化をもたらしているのだろうか。

2. 企業統治機構

2007年に（2005年）企業法に従った、総会社と国有親子企業グループへの再編に関する政府議定²⁸が出され、ここで企業グループ親会社の統治機構は経営管理評議会、監査役会、総企業長、副企業長、経理長とその他の内部組織と定められている。監査役会は、経営管理評議会が設置を決定することになっている。

実際の企業グループ親会社の統治機構を見ると、一様ではない。経営管理評議会主席（監督責任者）と総企業長（執行責任者）のポストの例をあげると、これらのポストを兼任しない企業グループが多い²⁹が、VINASHIN では兼任している。この2つのポストの兼任を認めるかどうかは、国有企業改革の重要な企業統治問題のひとつであった。この状況から見て、国は、現段階では企業グループの自主性に応じて多様な試みを容認しているようである。企業統治機構における監査役会の位置づけも一様ではない。VINASHIN の定款には監査役会の規定があるが、その位置づけは明確でない。他方で VINASHIN は外部監査の充実をめざし、2008年に国際監査法人の KPMG に監査を委託することを決定し国際的な信用の確立をはかっている。企業法に準拠した企業グループへの転換という方向の下で、統治機構にグループの独自の判断が働いていると見ることができる。

3. 人事

2003年国有企業法では、企業グループの経営管理評議会の主席と会員の任命権は、当該企業設立を決定した国家機関にあるとしている。GC91・経済集団の場合は首相が任命権者である。「国有企業に対する国家所有者権利義務の実行」に関する政府議定³⁰⁾では、GC91・経済集団の経営管理評議会会員については首相が監督省庁と内務省の提案を受けて、これを決定、任命する。総企業長については経営管理評議会が任命を決定しこれを首相が認可するしくみとなっている。

既存経済集団、GC91の経営管理評議会会長に任命された人たちの中には、ベトナム共産党の中央委員や要職にある人が珍しくない³¹⁾。PVNの経営管理評議会主席の場合³²⁾は、ベトナム共産党中央委員で現国会代表である。氏の前職は総公司ソンダ（建設省管轄）の経営管理評議会主席、フエ市の副書記であり政治的権威の高い人物が選任されているようである。総企業長（社長）について見ると、幾分状況は違っていてグループの本業分野での経験が重視されているようである。企業経営の刷新と効率化のために、企業長を外部から採用することが企業の経営効率を高めるのに必要との意見があり、政府もその可能性を認めているがこれまでのところ外部からの経営者の採用は3件にとどまっている³³⁾。

4. 小括

資本関係の制度変化は企業グループの自主的経営により経営効率を高め、市場で競争力のある企業グループへの成長を意図するものであることは明確である。しかし、人事面では資本所有者代表である経営管理評議会主席が必ずしも専門的知見を有するものではなく、むしろ政治的色彩の強い人選であるように見える。企業の内部統治では、経営管理評議会内部において主席と

総企業長の意見が分かれ、依然として監督機能と執行機能の分離が明確でなく、監督機能を有する経営管理評議会主席が首相の意見を求めることがあり、主体的決定が行われていない場合があることが指摘されている³⁴⁾。中長期計画、各年の生産経営計画の決定に首相の承認を要する体制の下では、国の役割が投資家なのか管理者なのかは、実際には判然としていない。

GC91と経済集団は、国家重点産業分野の国を代表する担い手であり、同時に国のマクロ経済管理の一翼を担う機能を有しているために、国が直接に管理・決定する政策を実施する立場にある。ガソリン価格の例でいえば、2008年に政府はガソリン価格を市場の動向に従い、販売企業が自主的に決定するという制度を導入したが、実際には販売価格の登録を義務づけ、行政指導で価格を管理しているのが実情である。GC91と経済集団は多かれ少なかれ、国のマクロ経済管理に従わざるをえない立場にあり、利益志向だけの企業集団にはなりきれないことを運命づけられている。

おわりに

最後に、東アジア、中国の企業グループの経験を参考としながら、WTO加盟後のベトナム企業グループの組織変容と問題点を検討してみよう。

1. ファイナンス・カンパニーの機能

第3節で述べたように、総公司政策ではファイナンス・カンパニーが企業内・企業間の金融部門として資金の集中と投資による再配分機能を期待されていた。中国の先例との比較で見ると、ベトナムの総公司是2000年代に入るまでファイナンス・カンパニーはほとんど機能してこなかったことを指摘できる。本章で取り上げたPVFC、VFCは2000年に認可を得て、2004年以後に資本規模を急拡大してきた。ベトナム経済が地域統合から国際統合へと

向かう段階に、企業グループのファイナンス・カンパニーが成長しているのはなぜなのだろうか。東アジア諸国の経験で指摘される未発達な資本市場を補完する機能が働き出したという理解が可能だろうか。PVFC や VFC の活動を見る限りでは、それは企業グループ内部での企業間取引の安定化（取引コスト）だけでなく、外部から資本を調達する機能、さらに証券、不動産投資においてハイリターンをねらう意図が見える。WTO 加盟後、グローバル経済下でのベトナム企業グループのファイナンス・カンパニーは、東アジアの経験では完全に説明できない側面を有していることを指摘できる。筆者は、証券市場ブーム（証券市場の急速な成長）と不動産市場というニューマーケットの存在がファイナンス・カンパニーの成長を促進していると推測している。金融部門もまた、新興産業だとすれば、ファイナンス・カンパニーがグループの事業経営にモニタリング機能を果たしえるのだろうかという問題も残る。

2. 企業グループの組織と外国投資家

株・資本の持合について見ると、ベトナムでは国の政策として、株式化に際して外部投資家の株保有を奨励している。2003年以後は内部企業間の持合を否定し、外部投資家を戦略的に安定株主として取り込もうとしている。外国戦略投資家という制度はその最たるものであるが、他方で重要国有企業への出資比率を規制し、外資への防御措置も講じている。ベトナム政府の戦略投資家制度の変化を検討すると、これも証券市場の急成長により高価値で国家資本を売却して利益を得ること、同時に競争相手となるかもしれない外国企業と協力関係を形成するグローバル化時代の安定化工作の意味も有している。ただし、中長期的にこれまで保護されてきた国内市場を外資に開放することが約束されているので、外資にとっては、戦略投資家として国有企業グループに出資するメリットは少ないと考えられる。

3. 国と企業、企業グループ間の関係

ベトナムの国有企業改革において、国は行政管理者から投資家に立場を変える試みは、1990年代から始まり現在も続いている。2010年に国有企業の企業形態転換が終了すれば、形式的には国は完全に「投資家」になることとなるが、今しばらく時間がかかりそうである。それだけでなく、企業形態が変われば、企業経営に国は介入しないのだろうかという問題が残っている。本論の冒頭でも述べたように、大規模企業グループ（GC91）は国が国家経済にきわめて重要と考えている産業であり、それと同時に国の価格管理政策の実行部門である。繊維のような輸出産業は別として、GC91の多くは内需指向産業であり国の保護の下で独占的地位を享受してきた。WTOが規制する直接的保護はできないとしても、国有企業グループが市場を独占もしくは大部分を占有して価格政策を円滑にしている例として、電力、石油ガス開発、石油製品（とくにガソリン）、コメ輸出がある。他方で外資の参入規制がなくなった分野、たとえばセメント、鉄鋼では、国有企業グループの地位は低下し、市場競争圧力にさらされるようになっていく。現在のところは、国は競争力の劣る部門の企業グループに電力、原料を低価格で供給し、実質的に保護している。中国では7000以上あった企業グループが市場原理で淘汰された（Keister [2000]）。ベトナムでも、今後の市場化により競争力の弱い企業グループが淘汰されるのかどうか、国のかかわり方が問われる問題である。

企業統治の面では、国家資本の受け皿として企業グループの親会社、SCICが資本管理権限を持つ体制に移行している。しかし、トップ経営陣の人事、中長期経営計画、毎年の経営生産目標も首相の承認を要する体制である。事業の多角化は進んでいるが、コア事業外投資は国による規制が入る、あるいは電力開発のような多額の資金を有する分野への投資をEVN以外の企業グループに割り振るなど、国有企業であるがゆえの制約は残り、国は保護者であると同時に、強力なコントロールを行っている。他方で、企業グル

ープ間の協力・提携関係は、民間銀行との提携、新規プロジェクト（とくに不動産開発部門）への共同投融資で進み始めている。参入障壁が低くなり、それぞれの優位性を活かした企業グループによる事業が始まったといえよう。

WTO 加盟後、国有企業を取り巻く環境は大きく変わりつつある。本論では、国のコントロールと自主的経営の狭間で、企業グループが多角化を進め、組織、事業経営に多様な形態が出てきていることを示した。

[注] _____

- (1) ベトナムタバコ総公司（VINATABA）では15.1%，SABECO で17%，南部河川総公司（Tong cong ty duong son Mien Nam）では50.2%と報告されている。
- (2) 政府議定187/2004/ND-CP，27条。
- (3) 政府議定109/2007/ND-CP。
- (4) 2008年にはSABECO，HABECO，VINATEX グループに属する総公司フォンフー（Tong cong ty Phong Phu），建設部門の総公司など，企業グループ親会社のIPOが行われた。株式市況が低下していたため，IPOでの株価は低めにとどまった。
- (5) 1997年信用機関法および2004年の信用機関法の修正補充の規定による。
- (6) PVFCのホームページ（<http://www.pvfc.com.vn>，2008年9月18日アクセス）を参照。
- (7) 上場直後の株価は，PVFCが期待した3万ドン/株を下回り2万4千ドンとなった。Morgan Stanley社が戦略投資家として引き受けた株価は7万ドン/株だった。
- (8) Vietnam Shipbuilding Finance CompanyのAnnual Report [2005，2006]を参照。
- (9) 2005年に1兆ドン，2006年に1兆3000億ドンの債券発行，2008年9月には国内で3兆ドンの債券発行を財政省から許可されている。
- (10) マレーシアのBumiputra-Commerce Holding Berhad（BCHB）が保有する金融グループ。CIMBが40%出資（<http://invseting.businessweek.com> 2007年12月21日アクセス）
- (11) EVNのABBankへの出資比率は30.3%（Annual Report [2007]），PVNはGPBankの戦略投資家であり，PGBankへのPETROLIMEXの出資比率は40%である。
- (12) <http://vietnamnet.vn/> 2008年7月30日アクセス。<http://bankingvietnam.blogspot.com/2007/11> 2008年7月30日アクセス。なお，SCICも銀行設立を希望したが政府の承認を得られなかった。

- (13) PVBank のホームページ (<http://PVbank.vn>, 2008年7月30日アクセス) に掲載された定款資本額。
- (14) 国家銀行の決定24, 5条1項(d)。
- (15) *VietNamNet*, July 28, 2008, (<http://vietnamnet.vn>, 2008年10月12日アクセス)。
- (16) PVN の年次報告 (Thong Cao Bao Chi, 2008/1/18日プレス発表, PVN のホームページ (<http://www.petrovietnam.com.vn>, 2008年10月アクセス))
- (17) 最大の油田であるバクホー油田の生産がピークアウトし, それをカバーできる大規模油田が開発されていないことによる。
- (18) ギソン (Nghi Son) 精油所プロジェクト, 出資比率は PVN 25.1%, クウェート国際石油 (KPI) 35.1%, 出光興産35.1%, 三井化学4.7%となっている, 精製能力は日量20万バレル, 原料はクウェート原油を輸入, 2013年操業の計画である (*Tuoi Tre online*, <http://www.tuoiitre.com.vn>, 2008年4月8日アクセス)
- (19) バリア = ヴンタウ省のロンソン (Long Son) 石油ガス工業団地に建設予定, 出資比率は PVN が29%, 残りはタイのサイアムセメントの子会社である Vina SGC Chemical と Thai Plastic and Chemical の2社による出資, 2012~2013年に操業の計画 (*Viet Nam News*, July 22, 2008)。
- (20) World Bank “Vietnam and Energy” ([http:// web.worldbank.org/Y7W6Q5FLTO](http://web.worldbank.org/Y7W6Q5FLTO), 2008年10月アクセス)
- (21) 首相決定26/2006//QD-TTg を参照。
- (22) PVN の企業グループには, 水力発電, カマウ (Ca Mau) 発電プロジェクト, ニョンチャック (Nhon Trach) 発電プロジェクトの管理委員会が含まれて事業化を進めている。
- (23) PVN の2015年までの発展計画では, 国内電力需要の10~15%を PVN が供給するとしている (*Viet Nam News* <http://vietnamnews.vnnet.vn>, September 6, 2008, 2008年9月8日アクセス)。PVN と EVN の協力協定では, ドンナイ省, カマウ省での発電事業とラオス / カンボジアでの水力発電事業が対象となっている (*Vietnamnet*, December 22, 2007 2008年10月15日アクセス)。
- (24) *Viet Nam News* (<http://vietnamnews.vnnet.vn> 2008年10月14日アクセス)。
- (25) PVN 年次報告プレス発表 ([注16] に同じ) による。
- (26) VINASHIN は日本, ドイツ, イギリス, フランス, ポーランド, ノルウェー, マレーシアなどから貨物船, コンテナ船, 最近ではタンカーの受注を受けている。2005年の VINASHIN の造船部門の売上高は4億9300万米ドルと報告されている。(*Viet Nam News*, January 11, 2006 2006年1月15日アクセス)
- (27) フェーズ1 27億4900万米ドル, Lion Group 5億7000万米ドル, VINASHIN 2億200万米ドルの出資。
- (28) 政府議定111/2007/ND-CP。

- (29) 2003年国有企業法では、経営管理評議会主席と総企業長を兼任できないと
している（33条）。
- (30) 政府議定132/2005/ND-CP（2005年10月20日）、86/2006/ND-CP（2006年8月
21日）が、国有企業における国家所有の権利/義務を定めている。
- (31) 2006年の第10回党大会中央執行委員名簿には、VSC、VNPTの経営管理評議
会主席の名前がある（異動あり）。
- (32) Dinh La Thang氏。経歴はベトナム語 Wikipedia（<http://vi.wikipedia.org>
2008年12月2日アクセス）による。
- (33) ベトナム自動車工業総公司（Vinamotor：Tong cong ty Cong nghiep O to
VN）、マルチ運送会社（Cong ty Van tai da Phuong thuc）、電気設備総公司
（Tong cong ty Thiet bi dien）の3件（Ban chi dao doi moi phat trien doanh nghiep
[2008: 14]）。
- (34) *Tuoi tre* online（November 21, 2008 2008年11月21日アクセス）

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 石田暁恵 [2008]「WTO加盟後の国有企業グループ——株式化と企業グループ——」（坂田正三編「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 19-53ページ）。

<英語文献>

- Keister, Lisa A. [2000] *Chinese Business Groups: The Structure and Impact of Interfirm Relations during Economic Development*, Hong Kong: Oxford University Press

<ベトナム語文献>

- Ban Chi Dao Doi Moi Phat Trien Doanh Nghiep [企業刷新発展指導委員会] [2008]
“Cong Tac Sap Xep, Doi Moi Doanh Nghiep Nha Nuoc Va Chuong Trinh, Ke
Hoach Giai Doan 2008-2010” [2008～2010年段階の国有企業再編刷新とプロ
グラム・計画], 2008年4月23日の国有企業再編刷新会議報告資料。
- Bo Tai Chinh [財政省] [2008] “Bao Cao Tham Luan Ve Hoan Thien Co Che Quan Ly
Tai Chinh Doi Voi Cong Ty Nha Nuoc —— Tai Lieu Hoi Nghi Sap Xep —— ,
Doi Moi Doanh Nghiep Nha Nuoc Ngay 23/4/2008” [国有企業に対する財政管
理制度の評価と改善——2008年4月23日の国有企業再編刷新会議資料]。