

第3章

ベトナム上場企業の経営戦略

—— REE の株式上場による経営戦略の変容 ——

林 裕 子

はじめに

1990年以降、とくに2000年以降のベトナム国有企業（改革）を取り巻く環境変化として、国有企業の株式化と証券市場の開設があげられる。1990年代後半には、「株式会社化は国有企業にとって新たな資金源を与える。ただし証券市場の登場と発展がそのための必要条件である」といわれていた（石川〔1999: 315〕）。国有企業の株式化は1993年から開始され、2007年末までに全国で3752社の国有企業が株式会社に改組している。ベトナムの証券市場に上場もしくは登録している企業数は、ホーチミン市証券取引所⁽¹⁾に上場している企業が156社、ハノイ証券取引センター⁽²⁾に登録している企業が145社である（2008年7月末現在）。この2カ所の市場に上場もしくは登録していない企業約3400社の株式はOTC⁽³⁾市場で流通していることになるが、実際に恒常的に取引されているのは約200社⁽⁴⁾の株式である。2009年1月に、ベトナム国家証券委員会が発表した2007年末時点で上場基準を満たした株式化国有企業⁽⁵⁾数は約600社であり⁽⁶⁾、約2800社は株式会社に改組したものの上場基準を満たしていない企業ということになる。国有企業を株式会社に改組し上場させるという政策⁽⁷⁾のもと、株式会社に改組した国有企業数は徐々に増加しているものの、それらの企業の株式上場についてはさらに長期的な課題になる

と考えられる。

ベトナムの証券市場は、国有企業の株式化開始7年後の2000年7月にホーチミン市証券取引センターが開設され、2007年末にはマーケットキャピタルがGDPの約34.81%までになる市場となった⁽⁸⁾。ベトナム国家証券委員会は、2010年までに証券市場のマーケットキャピタルをGDPの10~12%とすることを目標としており（Bo Tai Chinh Uy Ban Chung Khoan Nha Nuoc [2005: 17]）、2007年末時点では、その目標を達成したことになる⁽⁹⁾。ホーチミン市証券取引所に上場している企業は、その90%以上が国有企業から改組した株式会社であり（2008年7月末現在）、証券市場の発展において国有企業の株式化は欠かせないものとなっている。また、株式化後の国有企業にとっても証券市場は資本調達場として重要であり、証券市場の発展は国有企業が株式化を実施するインセンティブになっている。株式化後の国有企業の株式上場には、資本調達だけでなく、企業の競争力強化、コーポレートガバナンスの向上、上場による企業価値の向上なども期待されている。WTO加盟や世界的な市場のグローバル化にともない、資本調達については、多様な形態での外国投資が増え、証券市場への資金流入も増加してきている。企業の競争力強化については、外資との提携の機会が増えると同時に、外資との競争も激化してきているのが現状である。このような環境のもと、株式会社に改組したベトナムの国有企業は、株式上場後、どのような戦略を用いて経営改革を行ってきたのだろうか。また、なぜ企業はそのような戦略を策定したのだろうか。そして、株式会社に改組した国有企業にとって、株式上場はどのような意味があったのだろうか。本章では、このような問題について考察してみたい。

本章では、ケーススタディとして、株式化した旧国有企業であるREE（Cong ty co phan Co dien lanh、リー冷凍・冷蔵株式会社）を取り上げる。ベトナムで2007年末までに上場した企業のうち、約83%（130社）は2005年以降に上場した企業であるが、REEは上場時期が2000年と早く、上場後の一定期間の変容をたどるためには最適の企業のひとつである。また、REEは上場企業の中でもとくにコーポレートガバナンスを意識した経営改革を推進して

いることで知られている。REE を考察対象とし、先進的な経営戦略をとる株式化国有企業の変容を示すことで、上場企業の成長の展望に資することができると思われる。

第1節では、REE の組織構造の変容と、証券市場におけるREE の特徴を見出し、REE を位置づけする。第2節では、株式上場後の業績、資本構成、役員人事を通してREE の事業内容の変化を考察する。ここでは、おもにREE が公表している財務諸表、目論見書、株主総会決議などを分析のための資料として用いる。第3節では、ベトナムの電機産業を概観し、産業政策などの外的な環境変化がREE の経営戦略にどのような影響を与えたのかを考える。そして、REE の変容を通して、ベトナムの上場企業が上場後どのような経営戦略を策定し、発展しようとしているのかを探る。

なお、本章では、ハノイ証券取引センターへの株式登録は店頭市場への登録と位置づけ、株式上場とはホーチミン市証券取引所に上場することとする。

第1節 REE のプロフィール

1. 組織構造の変容

まず、上場以前の株式保有構成の変化と、組織編成からREE の組織構造の変容を見ていく。

(1) 上場以前の株式保有構成

REE は、1977年にホーチミン市直轄の国有企業、冷凍・冷蔵機国营企業(Xi nghiep Quoc doanh Co dien lanh)として創立された。その後、1993年11月にベトナム国有企業として最初に株式会社に改組¹⁰⁾し、その時の定款資本金額は160億ドンであった。1993年以前は100%国家資本を有する国有企業であり、株式化と同時に74.9%の国有株を従業員を中心に放出している¹¹⁾。当時のベ

トナムでは、従業員に株式を分売する方法で国有企業の所有の多様化を推進しており、その方針にもとづいたものだと考えられる。その後、上場時まで国家が既発行株式の25.1%を保有しており、REEは新規に株式発行を行わず従業員保有株式と国家保有株式を上場させた¹²⁾。

REEは、早期に株式化と上場を実施しただけではなく、上場時に国家が既発行株式の過半数を保有もしくは筆頭株主になる株式化国有企業が多い中で¹³⁾、上場時にすでに国有株率が低かった企業の1社でもある。また、REEが中央省庁直轄ではなく、ホーチミン市直轄の国有企業であったことも、多くの株式化国有企業とは異なる戦略をとることができた要因であったと考えられる。

(2) 事業別組織編成

創業以来、REEは、冷凍、冷蔵、冷却用の機器と設備の製造、販売を中核事業としてきた。2008年時点では、ホーチミン市に本社、ハノイに支店、ダナン、カントーに事務所を設置し、ホーチミン市に5カ所、ハノイに1カ所の工場を持ち、5社のグループ企業、3社の関連会社からなる企業グループである(表1)。2008年3月に開催された株主総会で、グループをホールディングカンパニー(持ち株会社)体制へと移行することを決定しているが、子会社が株式化されていないことなどから、2008年7月時点では体制の移行は実現していない。しかし、2002年以降、製造部門、販売部門、不動産部門をグループ企業として独立させており、REEがホールディングカンパニーへと体制を整えている様子が見えてくる。また、2006年以降に新設された関連会社に冷凍・冷蔵機器関連企業は存在せず、全て事業開発関連企業であることが注目される。

2. 株式市場での位置

ベトナムでは、1992年6月8日の第8期第10回国会で国有企業の株式化が

表1 REE の組織再編

		設立年月日	設立時 資本金	REE 保有状況 (2007年現在)	
			10億ドン	10億ドン	保有率
グループ企業					
1	Vinh Thinh 株式会社	Vector	1998.3.30	4.45	97.11%
2	REE 冷凍・冷蔵サービス・技術株式会社	REE M&E	2002.7.12	10	100
3	REE 不動産開発・管理 有限会社	REE Property	2002.8.19	1	100%
4	REE 電機産業株式会社	REE Industries	2005.12.12	40	80
5	REE 不動産株式会社	REE Land	2006.5.10	100	200
関連会社					
1	REE 電力会社		2006.7.27	36.3	11
2	サイゴンハイテクパーク インフラ開発投資株式会社		2007.1.31	300	30
3	REE 水力発電株式会社		2007.3.15	1,600	320

(出所) REE の HP, 目論見書 [2000, 2002, 2006], 株主総会決議 [2004, 2005, 2006, 2007] などより筆者作成。

決定され⁽¹⁴⁾、同時に7社が試験的株式化企業としてリストアップされた⁽¹⁵⁾。しかし、この時、7社の中に選ばれなかった REE がベトナムの株式化国有企業の第1号となった。さらに、REE は2000年7月、ホーチミン市証券取引センター開設と同時に株式上場し、ベトナムの上場企業第1号にもなった。

(1) 資本規模から見る REE の特徴

ベトナムの国有企業改革開始当初の基本的な政策方針もあり、早期に株式化を実施したのは中小企業であった。その影響もあり、早期に株式市場に上場した企業も資本規模の小さい企業が多い。

株式会社へ改組した時の REE の定款資本金⁽¹⁶⁾は160億ドン、ホーチミン市証券取引センターに上場した時の定款資本金は1500億ドンであった。REE と同時に上場した SACOM⁽¹⁷⁾の定款資本金は1200億ドン、2000年に上場した

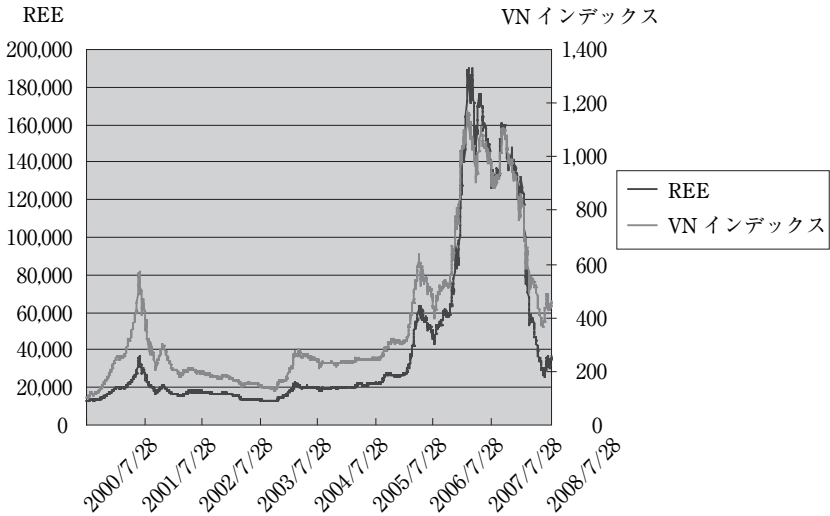
他3社の定款資本金はHAPACO⁽¹⁸⁾が200億、Transimex⁽¹⁹⁾が220億、Lafooco⁽²⁰⁾が193億ドンであった。2000年当時のホーチミン市証券取引センターへの上場最低定款資本金額は100億ドン、2000年の株式化国有企業の平均資本金額⁽²¹⁾は約380億ドン⁽²²⁾であり、当時としてはREEの資本規模は小さくなかったといえる。2007年末時点では、上場企業150社のうち、REEはマーケットキャピタルで16番目、定款資本金額で17番目に大きい企業であり（So Giao Dich Chung Khoan Thanh Pho Ho Chi Minh [2007b]）、資本規模の大きい上場企業のうちのひとつである。

(2) 株価から見るREEの特徴

REEの株式は、2000年7月28日に1株1万2688ドンで取引が開始された。その後2007年3月5日と同年3月29日に19万ドンの最高値をつけ、2008年7月末は3万3100ドンとなった。ベトナムの平均株価指数であるVNインデックスが最高値になった2007年2月頃には、VNインデックスの上昇率以上にREEの株価は上昇したが、それ以外はほとんどVNインデックスと同様の動きをしている（図1）。REEだけに限らず、ベトナム上場企業の株価は、ほとんど全銘柄が同じ動きをする傾向がある。この理由としては、ベトナムのマーケットが小規模であることや未熟な投資家が多い⁽²³⁾ことなどから、株価が個別企業の状態や将来の企業価値を評価していることが少ないということが考えられる。しかし、2006年末頃、VNインデックスの上昇率以上にREEの株価は上昇しており、これは株式市場の活況と同様に不動産市場が急騰したため、REEも含む不動産を保有・経営する企業が全般的に高く評価されたことが理由のひとつとしてあげられる。反対に、2008年に入るとVNインデックスの下落率以上にREEの株価は下落したが、これは同時期に不動産市場の流動性が低下し、不動産価格が下落し始めたことにより、REEが保有する不動産価値が下がり、不動産事業がマイナス評価されるようになったことが理由のひとつとしてあげられる。

図1 REEの株価とVNインデックス

(単位：REE-VND, VNインデックス=Point)



(出所) ホーチミン市証券取引所とBSC証券会社のHPより筆者作成。

(3) 業種から見るREEの特徴

2008年6月末現在、電機メーカーで上場している企業はREEとタンビン電機 (Cong ty co phan Dien tu Tan Binh) の2社である。2006年12月に上場したタンビン電機は、1975年にソニーの工場として設立された経緯があり、1994年にソニー、1997年にはJVCと合弁企業を設立している。2008年現在、JVCとソニーのカラーテレビの組み立て²⁴⁾の他、ラジカセ、ビデオデッキ、洗濯機、PCなどの組み立てを行っている。

REE、タンビン電機ともに元国有企業であり、創立時期もほぼ同じである。相違点は、REEの方が、①株式会社に改組した時期、上場時期が早いこと、②国有株率が低いこと、③(2007年時点では)資本金、売上高、利益が多いこと、④長期にわたる同業種の外資パートナーがないこと、などがあげられる。また、⑤REEは地方管轄(ホーチミン市)の株式化国有企業であるのに対し、タンビン電機は中央省庁管轄企業である。特筆すべきことは、⑥

2005年末時点では、タンビン電機の方が売上高が高かったにもかかわらず、2006年以降は、REE が急激に売上高を伸ばし、さらに利益率がかかなり高くなったことである（表2）。両社の事業内容（主力製品）は全く同じではないものの、同業社間でこれほど顕著な差が現れたのは、電機産業政策や電機業界の市場変化によるものだけではなく、REE 独自の企業努力、発展戦略があったためと考えられる。

第2節 REE の経営内容の変容

1. 業績の推移

前述のとおり、2000年以降、REE の売上高、利益はともに増加している。事業別内訳を見ると、2004年以降、不動産事業からの収益が増加している（表3）。とくに不動産事業は利益率が高く、2002年にはグループ内に不動産会社を独立させ事業拡大を図っている²⁵⁾。異業種企業による不動産事業への参入はREE だけに見られる戦略ではなく、立地条件のよい市内の中心地などに土地を保有する国有企業、株式化国有企業が、収益を拡大するために用いる手法のひとつである。不動産業以外の株式化国有企業が不動産事業を展開する理由は、①株式化国有企業の不動産価値が正しく評価されていない、もしくは正しく評価できないことにより、他社に売却するのが困難な不動産を自社で運用（賃貸）するため、②売却予定のない保有不動産資産を有効活用するため、などが考えられる²⁶⁾。政府も、国有企業が保有する国有資産の流出を防ぎながら有効活用することができる機会としてとらえていると考えられる。資金や経験不足により資産運用会社など専門業者に資産運用を委託する株式化国有企業もある中で、「e-town²⁷⁾」などIT 企業向けの特徴のある不動産物件を自社でブランド化して、もともと本業ではない不動産事業を拡大していることは、REE の特徴のひとつである。2007年度は、REE 全体で

表2 REE とタンビン電機の比較

	REE	タンビン電機
社名	Cong Ty Co Phan Co Dien Lanh	Cong Ty Co Phan Dien Tu Tan Binh
英語名	Refrigeration Electrical Engineering Corporation	Viettronics Tan Binh Joint Stock Company
定款資本 (ドン)		
2000年末	150,000,000,000	
2001年末	150,000,000,000	
2002年末	225,000,000,000	
2003年末	225,000,000,000	
2004年末	225,000,000,000	
2005年末	281,742,740,000	
2006年末	337,236,840,000	70,000,000,000
2007年末	575,149,920,000	110,053,450,000
2008年7月	575,149,920,000	110,053,450,000
国有株率 (2008年6月末)	6.07%	51%
主管機関	ホーチミン市	工業省
創立	1977年	1973年
設立		1993年5月22日
株式会社に改組した日	1993年11月13日	2003年12月30日
上場日	2000年7月18日	2006年12月8日
売上高 (ドン)		
2000年	231,781,031,000	
2001年	322,451,214,000	
2002年	425,100,245,000	
2003年	387,855,643,000	
2004年	377,739,260,000	
2005年	399,684,060,000	410,970,764,955
2006年	824,140,884,000	394,534,246,144
2007年	977,084,964,000	512,323,785,043
税引後利益 (ドン)		
2000年	30,802,361,000	
2001年	44,934,036,000	
2002年	34,301,866,000	
2003年	39,021,443,000	
2004年	56,263,646,000	
2005年	67,848,835,000	22,898,437,079
2006年	222,430,348,000	21,832,800,313
2007年	290,991,393,000	24,167,303,581

(出所) REE の HP, 目論見書 [2000, 2002, 2006], 年次報告書 [2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007], タンビン電機 HP などより筆者作成。

金融活動から得た収益は約1904億ドン、不動産活動から得た収益は920億ドンあり、それぞれ前年度よりも33.19%、37.11%の増収である。

ベトナムの電機・電子産業政策は、IT・通信関連産業をその重点産業と位置づけるようになってきているが、REEはIT・通信関連事業に直接参入していない。しかし、REEはIT企業向けのオフィスビル e-town を建設し国内外のIT関連企業の発展に寄与しつつ、自社の不動産事業拡大を図っている²⁸。REEの場合、不動産開発事業は不動産の有効利用による収益だけでなく、建設時に自社の電気系統設備を設置し、電気製品を納入し、技術、製品、アフターサービスを販売することができるため、両事業による相乗効果が期待できる。そのため、2006年以降、不動産事業が本格的に軌道に乗ってからは、電機設備工事、電気製品・機械販売からの収益も大幅に増加した。したがって、この時期のREEの業績好調の理由は、不動産事業からの収益によるものだけではない。しかし、これは不動産部門が失敗すると電機部門も不振に陥るリスクをとまなう事業展開でもある。

2. 株主構成と役員人事の変遷

前述のとおりREEの新規事業展開、特に不動産事業の好調は2006年以降のベトナム不動産市場の活況という外的な要因に影響を受けたものであることは否めない。しかし、企業が、その市況を読み取り事業を展開する決断をしてこそ、その恩恵を享受できたことも事実である。ここではREEの株主構成と役員人事異動を整理することにより、新規事業を展開した経緯を見ることとする。

(1) 株主構成の変容

REEは、上場時から他の株式化国有企業と比較すると国有株率が低い企業であった。上場後2008年までに段階的に国有株率が減少しているが、これは株式発行増資にとまなないその比率が減少しているもので、国が保有株式を

表3 REEの事業別売上高と利益

	2000年		2001年		2002年		2003年		2004年		2005年		2006年		2007年	
	売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高	
	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%
エアコン設計、生産 設置	118.78	51.25	185.88	57.65	241.89	56.90	207.10	53.40								
エアコン、家庭用冷 凍・冷蔵庫販売	97.99	42.28	118.14	36.64	163.45	38.45	132.21	34.09								
アフターサービス	1.84	0.79	2.45	0.76	3.59	0.84	3.34	0.86								
オフイス経営	6.59	2.84	8.39	2.60	9.39	2.21	30.19	7.78								
その他	6.57	2.83	7.61	2.36	6.1	1.43	12.94	3.34								
計	231.78		322.45		425.10		387.86									
	2004年		2005年		2006年		2007年		2004年		2005年		2006年		2007年	
	売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高		売上高	
	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%	10億 ドン	%
工業・商業・家庭用 の電機工事	178.42	40.31	13.67	21.30	152.70	31.84	4.80	5.93	545	66.13	54.5	18.23	661.46	58.60	66.99	34.38
エアコン、家電、工業 用電機・機械の製造	178.78	40.39	18.27	28.47	204.42	42.63	14.31	17.67	155	18.81	20.1	6.72	288.41	25.55	35.86	18.40
オフイスビル経営	72.55	16.39	23.37	36.41	97.31	20.29	48.90	60.39	108	13.10	65.00	21.74	177.81	15.75	92.00	47.22
金融活動	8.88	2.01	7.36	11.47	19.53	4.07	8.85	10.93			149.2	49.90				
その他	4.01	0.91	1.51	2.35	5.59	1.17	4.11	5.08			11	3.68				
計	442.65		64.18		479.55		80.97		824.14		299		1,128.80		194.85	

(出所) REEの目論見書[2000, 2002, 2006], 年次報告[2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007] などより筆者作成。

市場で売却したからではない。国家も1株主という原則により、ベトナムの国有株は優先株式⁹⁹⁾ではなく議決権付株式であるが、REEの場合、2002年以降は国家が唯一の筆頭株主ではないため、国家が経営に大きな影響を及ぼすものではないと考えられる。

REEの大株主の特徴は、電機関連企業ではなく、ほとんどが国内外のファンドであることである。VEIL Holdings⁹⁹⁾ (Dragon Capitalが運用する投資ファンド)についてはREEが上場する以前からの株主である。2005年以降は、VOF Investment⁹⁹⁾ (Vina Capitalが運用する投資ファンド)、Prudential Fund Management、ホーチミン市都市開発投資基金⁹⁹⁾などがREEに投資を開始した。REEはとくに2005年以降、株式発行増資を続けているが、その引受先としてこれらのファンドの役割は小さくなかったと考えられる。なお、Nguyen Ngoc Hai氏はNguyen Thi Mai Thanh会長の夫である(表4)。

(2) 役員人事の変遷

表5は1998年以降の役員人事を示したものである。2008年現在の会長であるNguyen Thi Mai Thanh会長は、1987年からREEの前身である冷凍・冷蔵機器国営企業の社長であり、株式会社に改組した1993年以降は会長を務めて

表4 主要な株主比率の変化(各年度末)

(単位：発行株式数-100万株，保有比率-%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
発行株式数(百万株)	15.0	15.0	22.5	22.5	22.5	28.2	33.7	57.3	57.3
国家	25.10	25.10	10.00	10.00	10.00	8.00	6.87	6.07	6.07
VEIL Holdings Ltd.	8.37	8.37	10.00	10.00	10.00	8.23	8.23	8.23	8.23
Nguyen Ngoc Hai	7.73	7.73	7.76						
Venner Group Ltd.	-	-	7.56	7.56	7.56	6.22	6.22	6.22	6.22
VOF Investment Ltd.	-	-	-	-	-	9.44	9.44	9.44	9.44
ホーチミン市都市開発投資基金	-	-	-	-	-	8.23	8.23	8.23	8.23
Prudential VN 生命保険有限公司	-	-	-	-	-	7.70	7.70	7.70	7.70
Amersham Industries Ltd.	-	-	-	-	-	5.15	5.15	5.15	5.15

(出所) REE目録見書[2000, 2002, 2006], 株主総会決議[2004, 2005, 2006, 2007]などより筆者作成。

表5 REEの取締役、監査役の異動

1998～2002年		2003～2007年			2008～2012年			
取締役会 役職	氏名	備考	取締役会 役職	氏名	備考	取締役会 役職	氏名	備考
REE 社長	Nguyen Thi Mai Thanh	87年 REE	取締役会 社長	Nguyen Thi Mai Thanh	再任	取締役会 社長	Nguyen Thi Mai Thanh	再任
REE 副社長	Luu Minh Luan		取締役会 副会長	Dominic T.C. Scriven	再任	取締役会 副会長	Dominic T.C. Scriven	再任
REE 取締役会 財務部長	Do Thi Trang	05年4月14日まで 副社長	取締役会 メンバー	Giao Thi Yen	ホーチミン市 都市開発投資基金 社長	取締役会 メンバー	Nguyen Ngoc Thai Binh	(任期07～09 年) HSBC
REE 総務・ 人事部部長	Pham Van Be	05年 REE 不動産開発管 理会社社長	取締役会 メンバー	Quach Vinh Binh	94～00年 Ernst&Young 00～05年 REE 07年3月1日 副社長	取締役会 メンバー	Quach Vinh Binh	再任
REE 投資部 部長	Tran Van Thanh	05年 REE 執行役員, 投資部長 06年 REE 副社長	取締役会 メンバー	Don Di Lam	96～98年 Deutsche Bank 98～03年 PWC, VinaCapital CEO	取締役会 メンバー	Luc Chanh Truong	REE
REE, M&E 部門 部長 取締役会 メンバー	Tran Hau Liem							
取締役会 メンバー	Dominic T.C. Scriven	Dragon Capital						
監査役 役職	氏名	備考	監査役 役職	氏名	備考	監査役 役職	氏名	備考
REE 監査役 長	Chau Ngoc Duc		REE 監査役 長	Do Thi Trang	77～79年 Ben Tre 省統計局 82年 REE 再任	REE 監査役 長	Do Thi Trang	再任
REE 監査役 メンバー	Hoang Kien	92～00年 Perechum Vietnam 00年 Dragon Capital	REE 監査役 メンバー	Hoang Kien		REE 監査役 メンバー	Le Anh Tuan	
REE 監査役 メンバー	Cao Sy Thang		REE 監査役 メンバー	Truong Anh Vu	92～02年 REE	REE 監査役 メンバー	Nguyen Van Khoa	

(出所) REE の目論見書 [2000, 2002, 2006年], 年次報告 [2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007] より筆者作成。

いる。社長に就任した際、まず「人事変革を実行する権利」を要求し、人事を中心に社内改革を推進してきた。また、REE は、1992年に国有企業株式化のパイロット企業としてリストアップされなかったが、「古い陰を消し去るためにREEが実験台になる」と決断をしたのも Nguyen Thi Mai Thanh 会長を中心とした当時の取締役会である (*Nguoi lanh dao* [指導者] 紙電子版, January 31, 2009)³³。このように Nguyen Thi Mai Thanh 会長はREEのトップとして長期間、経営改革に携わり、株主総会でも高い賛成率で再任されており、経営手腕を高く評価されているといえる。

次に、Nguyen Thi Mai Thanh 会長がパートナーとして選んだ Dominic T.C.Scriven 氏は、REE が上場する以前から株式を保有し、2000年以降も既発行株式の8%以上を保有する証券投資ファンド VEIL を運用する Dragon Capital の会長でもある。Dominic T.C.Scriven 氏は、1998年から2002年は取締役会メンバーであったが、2003年以降はREEの副会長に就任している。2003~2007年に取締役会メンバーとなった Don Di Lam 氏も証券投資ファンド VOF を運用する Vina Capital のCEOである。2003年から2007年まで取締役会メンバーであった Giao Thi Yen 女史も、ホーチミン市都市開発投資基金の社長である。また、2007年から2009年の取締役会メンバーに選出された Nguyen Ngoc Thai Binh 氏は Nguyen Thi Mai Thanh 会長の息子であり、REE に融資を行うベトナム HSBC 銀行の行員でもある³⁴。その他、REE の会計監査を担当する Ernst & Young など、役員の多くを上述の大株主に関連する企業から迎えている。

REE は、株式市場を通じて増資を行い国内外の株主からの資金調達に成功しているが、REE の大株主はおもに外資系投資ファンドであり、技術提携を目的とした戦略的パートナーではない。しかし、株式会社に改組した後も株式化国有企業間で戦略的パートナーと称した株式持合を行う企業がある中、REE の場合、形式上は企業の所有(資本)と経営の分離が進展しているといえる。そして、REE は取締役会メンバーの半数を社外取締役としており、経験や知識が豊富な専門家の意見を採用するだけでなく、株式公開企業とし

てコーポレートガバナンスの強化をアピールすることができた。金融機関や大株主が企業に役員を送り込むことは珍しくないかもしれないが、REEが大株主やその組織の関係者である人物を役員として迎えていることは、元国有企業らしからぬその独自の経営方針に影響を与えたのではないかと考えられる。たとえば、REEがe-town建設をはじめ不動産事業を拡大している時期である2006年3月にVinaCapitalが不動産投資ファンドを組成、2008年4月にDragon Capitalが不動産ファンドを組成しており、この時期にこれらのファンドがベトナムの不動産事業を有望な事業だと評価していたことは明確である。それらのファンドからREEが資金をはじめ、企業の内部統制強化、新規事業展開に関する手法を吸収したと考えられる。

新規事業を展開するために、2005年以降、REEは大量の株式発行増資を開始している。REEの2006年度の目論見書と株主総会決議によると、増資目的は、すべて不動産投資、事業投資、金融投資であり、電機事業への新規投資ではない。2005年以降、①不動産事業が軌道に乗り出したこと、②国内外に同業種の戦略的パートナーを持たないこと、③ベトナムの電機産業がIT事業を中心とした産業構造改革をめざす中、冷凍・冷蔵機器製造を中心とするREEがこの分野のみで発展する可能性が低いこと、などを理由に不動産投資、事業投資、金融投資などの投資事業を中核事業とすることを明確にしたと考えられる。これにともない、2007年度の株主総会⁸³⁾では、事業内容に投資事業を追加した会社定款の変更と、「REE冷凍・冷蔵株式会社」から「REE株式会社」への社名変更が決定された。社名変更の理由は、投資活動に重点を置くREEにとって「冷凍・冷蔵株式会社」という名前はふさわしくなくなったからである。そして、REEは名実ともに投資事業を推進する企業となったのである。

第3節 ベトナムの電機産業政策

1. ベトナムの電機産業の現状

一般的に、電機産業、とくに電機・電子製品の組立産業は、投資金額に対して外貨収入や雇用創出効果が大きい産業といわれている³⁶⁾。しかし、1990年代のベトナムの工業製品に占める電機および電機設備生産額の割合は1～2%であり、2000年以降、電機関連では生産額、割合ともに若干増加しているものの、2006年時点でもその割合は3%程度である(表6)。輸出品目に占める電機・電子製品、部品の割合は全体の4～5%にすぎず、2000年以降も大きな変化は見られない(表7)。セクター別では、2001年までは国家経済部門が優勢であったが、2002年以降は外資部門が伸びてきており、ベトナムにおける国内電機メーカーの役割は大きくない。ベトナム電機協会書記長 Tran Quang Hung 氏は、他の ASEAN 5 カ国と比較して、過去10～20年間はベトナムの電機産業にとって後退の期間であったと述べている。発展段階を第1段階(輸入部品からの組み立て)、第2段階(部品への投資、下請け工業)、第3段階(商品設計の研究、高い技術への投資、輸出促進)の3段階に分け、ベトナムはまだ第1段階の後半から第2段階の初期だと評価している³⁷⁾。

電気製品の中でも、REEの主力商品である冷蔵庫とエアコンのベトナム企業のマーケットシェアは1割程度である。2005年には、冷蔵庫97%、エアコン92%を外資が占有しており、ベトナムの電機、とくに家電部門では外資メーカーが圧倒的なシェアを握っている。2000年のエアコンの外資占有率は55%であり、ベトナム企業にも市場奪還の余地は残されていたが、2005年には92%を外資に占有されてしまっている(表8)。

多くの外資メーカーはベトナムでの内販を中心としている³⁸⁾ため、外資を含めてもベトナムの家電産業は輸出産業とは言い難い。ASEAN地域の電機産業では、製造コストに占める人件費の割合は小さくなく、最大のコスト要

表6 企業形態別 工業製品に占める電機・電機設備

(単位：10億ドン)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
工業製品全体	103,374.7	118,096.6	134,419.7	151,223.3	355,624.1	198,326.1	
電機、電機設備	1,087.6 794.1 142.8 150.7	1,05% 73% 13% 14%	1,650.3 1,005.4 224.7 420.2	2,308.0 1,361.9 302.9 643.2	2,943.5 1,533.7 415.1 994.7	3,622.2 1,774.9 567.2 1,280.1	1.83% 49% 16% 35%
2001	227,342.4	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (推定)
5,171.6	2,292.0	7,461.9	9,050.3	11,991.6	15,840.9	20,552.9	570,770.7
2.27%	44%	2.45%	2.54%	2.88%	3.25%	3.60%	
	44%	43%	41%	40%	32%	25%	
614.6	868.7	956.5	1,307.0	1,437.4	2,925.7	5,547.2	
12%	13%	13%	14%	12%	18%	27%	
2,265.0	2,867.7	3,301.7	4,034.6	5,738.1	7,915.3	9,883.1	48%
44%	44%	44%	45%	48%	50%	48%	

(出所) 統計総局 HP より筆者作成。

表7 電気製品関連の輸出入額

(単位：100万米ドル)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (推定)
輸入 全体	15,636.5	16,218.0	19,745.6	25,255.8	31,968.8	36,761.1	44,891.1	62,682.2
電気製品部品、パソコン本体と部品	892.8	710.1	701.2	1,014.1	1,349.5	1,638.6	1,869.7	2,958.4
割合	5.71%	4.38%	3.55%	4.02%	4.22%	4.46%	4.16%	4.72%
輸出 全体	14,482.7	15,029.2	16,706.1	20,149.3	26,485.0	32,447.1	39,826.2	48,561.4
電気製品、パソコン、部品	788.6	709.5	605.4	854.7	1,062.4	1,427.4	1,807.8	2,154.4
割合	5.45%	4.72%	3.62%	4.24%	4.01%	4.40%	4.54%	4.44%

(出所) 統計総局 HP より筆者作成。

表8 ベトナムでの家電製品の販売台数

(単位：台)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
冷蔵庫	174,491	222,888	342,055	479,360	621,492	627,375
うち外資	141,716	199,955	287,289	446,838	607,708	612,435
外資比率	(81.22%)	(89.71%)	(83.99%)	(93.22%)	(97.78%)	(97.62%)
エアコン	52,527	36,851	53,536	72,118	127,285	131,235
うち外資	28,892	25,097	40,193	59,613	117,061	120,730
外資比率	(55.00%)	(68.10%)	(75.08%)	(82.66%)	(91.97%)	(92.00%)
家庭用洗濯機	159,037	167,659	210,920	283,020	514,461	527,915
うち外資	150,220	162,605	205,988	277,692	507,866	518,970
外資比率	(94.46%)	(96.99%)	(97.66%)	(98.12%)	(98.72%)	(98.31%)

(出所) 国際金融情報センター [2008 : 13]。

因は原材料であるといわれている³⁹⁾。しかし、REE は部品の約60%を輸入⁴⁰⁾、外資家電メーカーにおいてはその70%以上を輸入部品に頼っている状況である⁴¹⁾。ベトナムの家電産業は裾野産業が未成熟で原材料を現地調達することによるコスト削減も十分に実現できていない。

外資家電メーカーがベトナム市場でトップシェアを獲得できた理由として

は、1990年以降、政府が外国投資を奨励するために外資に対する優遇政策をとってきたことがあげられる。そのため、優遇政策を享受した企業の割合は、外資55.6%、国営企業50.0%、非国営企業14.7%と報告されており、外資メーカーの方がベトナム国内での生産活動において優位にあったと考えられる(Uy Ban Nhan Dan T.P.Ho Chi Minh Vien Kinh Te [2007: 28])。そのような環境の下、2000年以降も外資メーカーはマーケットシェアを拡大し続けている。ベトナムの電機産業は、外資同士の競争も激化してきている中で、ベトナム企業が外資と同じ土俵で戦うには厳しい業界である。

2. 2010年までの電機産業の発展戦略

ベトナムの電機産業は、外資が強い分野であったうえに特別な発展戦略がとられてこなかった。しかし、WTO加盟による市場開放にともない、2007年に各産業別に発展戦略が策定され、電機産業については「2020年を見据えた2010年までの電機産業発展マスタープラン」が公布された⁽⁴²⁾。このマスタープランは、電機製造業を特別重要な産業とし、発展対象分野は、IT、通信、医療機器、工業用電機、電気製品、測量機器であるとしている。発展戦略の目的は、国家の工業化と近代化、輸出と国内の需要に応えるために電機産業を国家の重要な産業とすることである。その手段は、外資を呼び込み電機産業を発展させ、生産構造をIT、通信、医療機器、オートメーション化に対応する工業用機械の製造、それらの部品製造へと転換していくこととしている。輸入代替工業化から脱し、競争力のある輸出品を生産するために、重点品目を家電製品、一般電気製品からより付加価値の高いIT、通信産業へ転換していくという意思の現われであると考えられる。つまり、REEの主力製品であるエアコンや冷凍・冷蔵機器は国家の重点発展品目から除外されており、創業以来の主力製品の生産、販売のみではREEの持続的な成長は困難になることが予想される。REEの2007年の大きな方針転換の背景には、このような政府の姿勢もあったのではないかと考えられる。

一方、電機産業は部品輸入率の高い業種のひとつであるが、ベトナムで生産活動を行う電機メーカーは2008年現在ではWTO加盟にともなう関税引下げの影響は強く受けていないと考えられる。AFTAの域内関税についても、冷蔵庫（2002年）、洗濯機、エアコン（2003年）は即時実施品目リストに入っているが、すでに2006年から多くの電機・電子関連部品は5%の優遇税制を受けているため、ASEANからの輸入関税についてはWTO加盟後も大きな変化はないと考えられる。しかし、2006年8月に公布された「機械・電気・電子製品に対する国産化率にもとづく税制政策廃止」に関する財務省決定⁴³により、ベトナム国内で電気製品を生産するメリットはさらに減少したと考えられる。また、今後は国有企業だけでなく、民間も含めた国内電機メーカーのみに対して税制優遇政策が講じられる可能性は低いことが予想される。

このように、2000年以降2007年まで、ベトナムの電機メーカーに対する政府の産業育成政策や優遇政策はほとんどとられていない。2006年の電機関連部品に対する優遇輸入税制（5%）についてもベトナム企業に対してのみ適用されるものではなかった。このような中、ベトナムの電機産業界は、ベトナム電機・情報総公司（Tong cong ty co phan dien tu va tin hoc Viet Nam）の設立とベトナム電機産業協会（Hiep hoi doanh nghiep dien tu Viet Nam, VEIA）の発足という動きを見せた。

ベトナム電機・情報総公司是、1970年に設立された機械・冶金省⁴⁴の研究部が前身であり、1980年には機械・冶金省直轄の電機企業連合として設立された。1984年には大臣会議直轄の電機・通信技術総局（Tong cuc dien tu va ky thuat tin hoc）として再編されたが1988年に解体された。1988年に機械・冶金省直轄のベトナム電機・通信連合（Lien hiep dien tu - tin hoc Viet Nam）となった。その後、1995年10月27日に、重工業省の総公司90として再編され、2008年現在、13のメンバー企業を傘下に置き、6社の外資企業と合弁企業を設立している。ベトナム電機・情報総公司是、重点産業集団である総公司91ではなく総公司90として設立されている。国有企業改革（株式化）の取り組みとして、2004年5月に総公司的メンバー企業5社を試験的株式化企業としてリ

スタアップし、2005年から株式化を開始した。2006年11月からはホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引センターで株式売出しを開始しており、前述したタンビン電機もこの内の1社である。政府の国有企業の株式化スケジュールにもとづき、総公司や総公司傘下企業の株式化開始時期は総公司に組み込まれていない企業と比較すると遅く、タンビン電機の株式化や上場がREEよりも遅れたことはタンビン電機が総公司傘下企業であったことも一因である。逆に、REEは総公司に組み込まれたかったため、早期に株式会社へ改組し、経営の自由度が拡大したと考えられる。

ベトナム電機産業協会は2000年に発足し、電機メーカーと通信技術関連企業が加盟している。2008年8月現在、国内外の企業153社が加盟しているが、REEは加盟していない。

以上のとおり、ベトナムの電機業界に対する産業政策策定の遅延や優遇措置の不足により、REEはそれらの恩恵を十分に享受できなかった。さらに、株式化国有企業は同業種間の連携を図るために総公社や業界団体（Hiep hoi doanh nghiep）に加盟することが多いが、REEは総公社にも組み込まれず、ベトナム電機産業協会にも加盟しておらず、独自の発展戦略をとってきた特徴ある企業の1社である。

おわりに

ベトナムの国有企業改革に必須の要件であった証券市場は、さまざまな課題が残されているものの一定の発展を遂げた。そして、REEは株式会社への改組、株式上場により国内外からの資本調達に成功し、企業の知名度向上においても一定の成功を収めたといえる。総公司や電機産業協会に加盟せず、株式市場を通じて資本を調達し新規事業やパートナーの開拓ができたのは、証券市場の発展が寄与しているといえるだろう。

上場企業の中でも、企業の透明性やコーポレートガバナンスについて高く

評価されていること、国有株率が低いことなどによって、REE は外資が資本参加しやすい企業である。しかし、REE が国有企業の株式化、株式上場の目的のひとつである外資との事業提携による競争力強化という戦略をとらなかつたことについての評価は難しい。たとえば、ハノイ電機（ハネル・Hanel, Cong ty dien tu Ha Noi）は、2004年に親子関係会社（持ち株会社）として再編しているが⁽⁴⁵⁾、1984年の設立以降、2009年現在も100%国有企業として活動している。ハノイ電機は株式会社に改組していないが、外資との合弁企業数社を設立⁽⁴⁶⁾し、資本面、技術面、両面において外資との提携に成功している。現在のベトナムでは、株式化や株式上場だけが企業の競争力強化に繋がる戦略的パートナーを見つける機会ではないことも確かである。

REE が事業を拡大した理由として、冷凍・冷蔵機器の製造と販売のみでは企業全体の発展が困難であったことがあげられる。電機産業などの政策基盤の脆弱な業種に対しては、株式化、株式市場の設立と発展だけでは不十分な場合もあり、今後グローバル化の進展にともない、明確で現実的な産業政策が必要であると考えられる。経済発展の過渡期において外資導入は不可欠であるが、ベトナムの電機産業は外資を利用して国内企業が技術力や競争力をつける前に WTO 加盟の時期を迎えた産業のひとつである。本稿では、産業政策の分析を主軸にしなかつたが、ホーチミン市経済研究所は、外国投資を促進するための外資優遇政策が国内電機産業の競争力を弱めてしまったことに対し、「政策の失敗のひとつである」と評価している（Uy Ban Nhan Dan T.PHo Chi Minh Vien Kinh Te [2007: 28]）。

しかし、このような環境においても REE が発展し続けることができた理由としては、資本増強とパートナーの選択に成功したことがあげられる。これには、株式市場の存在が重要であったことは否めない。さらに、REE は中央省庁直轄の国有企業ではなく、市直轄、とくに市場経済化が進展しているホーチミン市が管轄する国有企業であり、政府からの干渉が比較的少なかったことも成長の一因であった⁽⁴⁷⁾。そこに、資本力のある外資ファンドが経営に参画し、REE は独自の発展を遂げたと考えられる。

今後も REE は、所有と経営の分離を明確にした欧米型経営を行う企業グループを編成していくものと考えられる。不動産事業や事業投資は、もはや本業の代替事業としてではなく、冷凍・冷蔵庫関連事業とともに REE の中核事業のひとつとなっていくと予想される。株式上場後、外資ファンドを大株主とし、ファンドやメインバンクから役員を迎え、本業以外の不動産事業を展開する手法は、他国において特徴的なものではないかもしれないが、現在のベトナムでは新たな変化のひとつであり、今後も REE のような企業が登場するであろう。そして、REE の考察を通じて、産業政策による政府の育成、優遇の対象となっていない業種でも、株式上場を契機に一定の発展を遂げる可能性があることを見出すことができた。

REE 1 社のみでの考察でベトナムの上場企業全体を評価することはできない。しかし、国の政策や旧来の同業者団体や組織だけに頼らず、株式上場を通じて積極的に事業を拡大する REE のような企業が存在することも事実である。タンビン電機の沿革によると、ベトナム経済が最も厳しい状態にあった80年代後半から、ロシア、中東諸国崩壊の1990年代に、タンビン電機は、企業の収益を増やすために自転車の部品やバイクのマフラーの鍍金だけでなく、鯰も養殖したという⁴⁸⁾。企業の存続、発展のために、その時代の趨勢に合わせたパートナーを選び、事業転換を迅速に行うなど、臨機応変に対応することがベトナム企業が歴史的に有する強みのひとつかもしれない。

[注] _____

- (1) 首相決定599号 (599/2007/QD-TTg, 2007年5月11日)において、ホーチミン市証券取引センターからホーチミン市証券取引所に改組された。
- (2) 首相決定01号 (01/2009/QD-TTg, 2009年1月2日)において、ハノイ証券取引センターをハノイ証券取引所に改組(非営利事業単位から国家が100%保有する有限会社へ改組)することが決定された。
- (3) 日本で認識されている OTC・店頭市場と全く同義のものではない。「2010年までのベトナム証券市場の発展戦略」(首相決定163号, 163/2003/QD-TTg, 2003年8月5日)では、2010年頃までにハノイ証券取引センターを正式な OTC 市場とするとしているが、一般にはハノイ市場に登録している株式は

OTC 株とは呼ばれない。

- (4) 複数のベトナム人証券関係者に対する聞き取りによる。証券会社、証券関連組織が公表している未上場株式の価格についても100~200社程度の価格を公表している場合が多い（2007年末時点）。
- (5) 本稿では、株式会社に改組した国有企業を「株式化国有企業」と呼ぶ。
- (6) 国家証券委員会 HP より（<http://www.ssc.gov.vn/ssc/Detail.aspx?tabid=950&ItemID=41505>, 2009年1月29日アクセス）。
- (7) 「証券・証券市場に関する政府議定」（144/2003/ND-CP, 2003年11月28日）において、株式化と同時に上場する企業を優遇する制度を規定した。
- (8) So Giao Dich Chung Khoan Thanh Pho Ho Chi Minh [2007a: 25]
- (9) 「2020年を見据えた2010年までのベトナム資本市場の発展に関する首相決定」（128/2007/QĐ-TTg, 2007年8月2日）では、証券市場のマーケットキャピタルを2010年までにGDPの50%、2020年には同70%とすることを目標としている。
- (10) 人民委員会決定1707号（1707/QĐ-UB, 1993年11月13日）。事業内容は、電機、機械、冷凍・冷蔵機器の生産、組立、設計、設置、修理、冷凍・冷蔵機器関連部品の輸出入、販売、道路工事用機械、建築機械、農林業設備、発電機の販売、修繕サービスである（REE 目論見書 [2000] より）。
- (11) REE はベトナムの企業で最初に ESOP（Employee Stock Ownership Plan）制度を採用した企業である。ESOP とは企業が従業員の報酬制度として導入する企業の拠出（損金扱い）による従業員への税制優遇自社株配分制度のこと。
- (12) これは REE だけに限られたことではなく、上場時に国有株率を変動させる株式化上場企業は少ない。
- (13) 2005年時点で株式会社に改組した企業全体の定款資本の46.5%を国家が保有していると報告されている。Ban Chi Dao Doi Moi Va Phat Trien Doanh Nghiep Nha Nuoc [2005: 5]）。
- (14) 閣僚評議会決定202号（202-CT, 1992年6月8日）。
- (15) 閣僚評議会決定203号（203-CT, 1992年6月8日）。
- (16) Von dieu le（定款資本）。ベトナムの株式会社の場合、株式額面（1万ドン）に発行株式数を乗じた金額である。
- (17) Cong ty Co phan Cap va Vat lieu vien thong（通信用ケーブル・機器株式会社）。1998年に株式会社に改組した郵政総局（Tong cuc Buu dien）直轄の株式化国有企業である。
- (18) Cong ty Co phan Giay Hai Phong（ハイフォン製紙株式会社）。1999年に株式会社に改組したハイフォン市直轄の株式化国有企業である。
- (19) Cong ty Co phan Kho van va Giao nhan Ngoai thuong Sai Gon（サイゴン倉庫・運輸株式会社）。1999年に株式会社に改組したホーチミン市直轄の株式化国有

企業である。

- (20) Cong ty Co phan Che bien Hang xuất khẩu Long An (ロンアン輸出加工株式会社)。1995年に株式会社に改組したロンアン省直轄の株式化国有企業である。
- (21) Von chu so huu (自己資本)。
- (22) ベトナム統計総局 HP より (<http://www.gso.gov.default.aspx?tabid=409&idmid=4&ItemID=1326>, 2009年2月14日アクセス)。
- (23) ベトナムの投資家の97%以上はベトナム人個人投資家である。2007年末現在の証券口座開設数は、34万9402口座あり、その所有の内訳は、国内個人33万9678口座、国内機関投資家1283口座、外国人個人8139口座、外国人機関投資家302口座である。ベトナムでは1人1口座しか証券取引口座を開設できないため、口座開設数と投資家数はほぼ一致するものと考えられる (So Giao Dich Chung Khoan Thanh Pho Ho Chi Minh [2007a: 69])。
- (24) 2008年7月、ソニーはベトナムでのブラウン管テレビの製造を同年9月をもって中止し、製造拠点としてのベトナムから撤退することを表明している。
- (25) REE グループではないが、2008年には不動産投資を行うファンドマネージメント会社が REE 会長名義で設立された (Cong ty co phan quan ly quy Bao Tin, バオティンファンドマネージメント株式会社)。この企業は、REE, Bao Viet 証券, Gemadept, Sabeco (Saigon Beer) の合資会社であり、5000億ドンの不動産ファンドを運用する準備をしている。2008年3月のREEの株主総会ではこの事業について言及していない。2009年1月19日に、REE がバオティンファンドマネージメント株式会社の普通株式の61.6%を保有したことをホーチミン証券取引所に報告している (<http://www.reecorp.com/tintucdetail.jsp?id=138&idtt=1>, 2009年1月29日アクセス)。
- (26) 他社に不動産運用を委託している株式化国有企業と、それらの不動産を担保としている銀行に対する聞き取りによる。
- (27) 2007年末現在、e-town1, 2, 3が完成、e-town4, East wing の2棟を建設中である。IT 関連企業向けのオフィスビルで、24時間安定した電力を供給することや高速インターネット通信が可能な環境を保証している。e-town に入居している日系IT企業は、IT業務に必須の電力の安定供給、インターネット環境、ワンフロアで広いスペース、市内中心部よりも安価な家賃などおおむね満足している様子であった。
- (28) 2007年から、REE はサイゴンハイテクパークに450億ドン出資している。
- (29) ここでは、利益もしくは利息の配当または残余財産の分配およびそれらの両方を、他の種類の株式よりも優先的に受け取ることができる地位が与えられる代わりに経営への参加を制限される株式を指す。
- (30) Vietnam Enterprise Investments Limited。Dragon Capital が運用するファンドである。アイルランド証券取引所に上場している。1995年に組成され、ファ

ンドのNAVの4.6%をREEに投資している。これは、ファンドのポートフォリオの中で6番目に出資比率が高い。ちなみにVEILの目論見書ではREEのSectorは“Real estate”となっている。

- (31) Vietnam Opportunity Fund. Vina Capitalが運用するファンドである。2003年に組成された。
- (32) ホーチミン市都市開発基金への出資者であるホーチミン市インフラ投資株式会社(CII)にREEが出資(78億ドン, 2004年末現在)していた。CIIはホーチミン市証券取引所に上場している。
- (33) 1952年生まれ。16歳からサイゴンで抗米活動に参加。ベトナム富豪夫人(保有資産)2006年2位, 2007年38位に選ばれる。
<http://nguoilanhdao.details/chan-dung/nguyen-thi-mai-thanh-ba-tong-giam-doc-nhan-luong-100-trieu-dong-/32/5022.star> (2007年8月14日版, 2009年1月31日アクセス)。
- (34) 2007年末現在, REEはHSBCから182億ドンの融資を受けている。借入金利SIBOR + 1.5%, 無担保借入れである。
- (35) 2008年3月29日に開催された。
- (36) 日越共同イニシアティブでも同様のことがいわれている(日越共同イニシアティブ, レファレンスペーパー)。
- (37) <http://vietbao.vn/Kinh-te/Cong-nghiep-dien-tu-Viet-Nam-tut-hau-1020-nam/65056836/87/> (2006年6月16日版, 2009年1月31日アクセス)
- (38) ベトナムでの白物家電製品シェアトップの三洋電機への聞き取りでは, ベトナムでの生産量の98%を国内で販売しているという。
- (39) 日越共同イニシアティブ, レファレンスペーパーより。
- (40) REE目論見書[2006]より。
- (41) ベトナム三洋電機への聞き取りによる。
- (42) 政府決定75号(75/2007/QD-TTg, 2007年5月28日)。
- (43) 財務省決定43号(43/2006/QD-BTC, 2006年8月29日)。1998年以降, 電機産業の発展を目的に国内生産比率に応じた税率を設定していた(財務省工業省合同通達176号, 176/1998/TTLT-BTC-BCN-TCQH, 1998年12月15日)。しかし, 産業育成が不十分な状態でこの制度が撤廃されたため, 部品輸入率の高い産業のひとつである電機産業は, 輸入完成品との競争が激化し, 国内生産のメリットが減少したと考えられる。
- (44) 現在の工業省。
- (45) ハノイ人民委員会決定104号(104/2004/QD-UB, 2004年6月28日)。
- (46) Cty TNHH den hình ORION (ORION電機, ライト), Cty TNHH dien tu DAEWOO-HANEL (家電製造, 組立), Cty TNHH thuong mai DAEHA (DAEWOO Hotel, 不動産経営), Cty TNHH DAEWOO-HANEL (工業団地),

Cty TNHH tiep van Thang Long (物流), Cty TNHH SUMI-HANEL (自動車, 電気製品の電線), Cty TNHH SIN HANEL (金型), Cty kien doanh HANEL-KUWAIT, Cty TNHH Noble Vietnam.

- (47) ホーチミン市国有企業改革指導委員会委員長 Nguyen Thien Duc 委員長に対する聞き取りによれば、株式会社に改組した企業については定期報告を義務づけているが、市や国有企業改革指導委員会が経営に関与することはほとんどないとのことである。
- (48) タンビン電機 HP より。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 石川滋 [1999] 「国営企業改革」(石川滋・原洋之介編『ヴェトナムの市場経済化』東洋経済新報社 303-324ページ)。
- 国際金融情報センター [2008] 『タイ・ベトナムの家電・自動車産業』国際金融情報センター。

<ベトナム語文献>

- Ban Chi Dao Doi Moi Va Phat Trien Doanh Nghiep Nha Nuoc [国有企業改革發展委員会] [2005] *Hoi Nghi Co Phan Hoa Doanh Nghiep Nha Nuoc* [国有企業改革会議], Hanoi.
- Bo Tai Chinh Uy Ban Chung Khoan Nha Nuoc [財務省 国家証券委員会] [2005] *Thi Truong Chung Khoan Viet Nam 5 Nam Hoat Dong Va Phat Trien* [ベトナム証券市場の5年間の活動と發展], Ho Chi Minh.
- So Giao Dich Chung Khoan Thanh Pho Ho Chi Minh [ホーチミン市証券取引所] [2007a] *Bao Cao Thuong Nien* [2007年度年次報告], Ho Chi Minh.
- [2007b] “Cac Chi Tieu Tai Chinh Cua To Chuc Niem Yet Giai Doan Tu 01/01/2007- 31/12/2007” [2007年1月1日～2007年12月31日の上場企業の財務指標], *Ban Tin Thi Truong Chung Khoan* No.57 [証券市場ニュース57号].
- Uy Ban Nhan Dan T.P.Ho Chi Minh Vien Kinh Te [ホーチミン市人民委員会経済研究所] [2007] *Giai Phap Tang Kha Nang Canh Tranh Cua Cac Doanh Nghiep Dien - Dien Tu Tren Dia Ban TPHCM Trong Qua Trinh Hoi Nhap* [参入過程におけるホーチミン市の電機・電子企業の競争力強化方策], Ho Chi Minh.

< 企業資料 >

REE 目論見書 [2000, 2002, 2006]

REE 年次報告 [2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007]

REE 株主総会決議 [2004, 2005, 2006, 2007]

< HP >

タンビン電機 (Viettronics Tan Binh Joint Stock Company) : <http://www.vtb.com.vn>

ハノイ電機 (Hanoi Electronics Corporation) : <http://www.hanel.com.vn>

ベトナム国家証券委員会 : <http://www.ssc.gov.vn>

ベトナム電機産業協会 (VEIA, Vietnam Electronic Industries Association) :
<http://www.veia.org.vn>

ベトナム電機・情報総公社 (Vietnam Electronics and Informatics Joint-Stock Corporation) : <http://www.veic.com.vn/autohtml.php?filename=quatrinhphattrien>

ベトナム統計総局 : <http://www.gso.gov.vn>

ベトナム投資・開発銀行 (BSC) 証券 : <http://www.bsc.com.vn>

ホーチミン市証券取引所 : <http://www.hsx.vn>

REE 冷凍・冷蔵株式会社 (REE Corporation) : <http://www.reecorp.com>

Dragon Capital : <http://www.dragoncapital.com>

Vina Capital : <http://www.vinacapital.com>