

経営論集  
69巻第1号  
2022年1月

## ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察

### — マサングループの事業展開を事例として —

税所 哲郎

**要約：**現代の企業では、複合企業のコングロマリットとして自社業務に直接的関係のない企業の買収や資本参加等によって、全く異なる業種に参入し、自社の企業グループを形成する企業形態がある。コングロマリットによる企業形態は、1960年代の米国で盛んに行われ、以降、異業種企業の相乗効果により企業グループ全体の成長が期待される。

近年、多くの国々で純粋持株会社の下に、異業種企業を多数ぶら下げる企業形態が多く存在する。ベトナムは一党独裁の社会主義国であるが、1986年にドイモイ政策を導入し、中国の改革開放政策と同様に市場経済へと転換し、コングロマリットを含めた多様な企業形態も出現している。また、ベトナムへは海外企業の進出以外にも、企業や投資ファンド、外国政府等によるコングロマリット等のベトナム企業への投資も積極的に行われている。

そこで、本論文では、ベトナムにおけるコングロマリットの企業形態の研究として、ベトナム南部のホーチミンに本拠を置くマサングループの事業展開を事例にして、その実態と課題を考察する。

**キーワード：**コングロマリット、複合企業、企業形態、経営戦略、ベトナム

### 1. はじめに

現代の企業では、企業形態のひとつとして複合企業のコングロマリット (Conglomerate) があり、自社の事業や業務において直接的関係のない企業の買収や資本参加、新規設立等によって、全く異なる業種に参入し企業グループを形成するケースが見られる。ベトナムでは、1986年における第6回ベトナム共産党大会において、ドイモイ政策 (Doi Moi Policy) を策定し、国の政治、経済を変えていく改革路線の宣言を出している。

ベトナムは共産党の1党独裁の国家であるが、ドイモイ政策では中国の改革開放政策と同様

に市場経済へと転換, 1 国 2 制度のもとで, 思考の刷新, 経済発展戦略の刷新, 経済体制の刷新, 対外戦略の刷新の 4 つが具体的な党のスローガンとして提起された。

その後, ベトナム国内の各種の規制緩和とともに, 採算の取れない国営企業への補助金の打ち切りを積極的に進めるとともに, 1987 年に外国資本の 100% 出資の企業設立を認めて外国からの投資を増やすための改革を行った。その後のベトナムは, わずか 30 年の間に飛躍的な経済成長を遂げている。ベトナムは, 東南アジア諸国連合 (ASEAN) の後発新興国と位置づけられる CLMV (カンボジア, ラオス, ミャンマー, ベトナム) の中で, 国内総生産 (GDP) 及び一人当たり GDP のいずれも, 他の CLM に比べて成長率が著しい発展を遂げている。

また, ベトナムのドイモイ導入以降の企業では, 個人企業, 国営企業と非国営企業 (民間企業), 国内企業と外資系企業, 有限会社と株式会社, 多国籍企業やコングロマリット, そして持ち株会社の出現, 及び証券市場の創設と持株会社上場だけでなく, 親子企業の同時上場等多様な企業形態が見られる。

そこで, 本論文<sup>1</sup>では, 現地調査<sup>2</sup>に基づいて, ベトナムにおける企業形態のひとつとしてコングロマリットについて, ベトナム南部のホーチミンに本拠を置く Masan Group Corporation (以下, マサングループ) の事業展開を事例として取り上げて, その実態と課題を考察する。

## 2. コングロマリットの先行研究と定義

コングロマリットの海外研究については, 2000 年代前半の Zecchini の研究では「コングロマリットとは, 無関係の産業で経済活動が異なる企業である。』, そして, 一般論として Britannica の記載では「コングロマリットは, 事業において, 複数の企業による買収によって形成された企業で, それぞれが一般に元の企業とは異なる活動を展開している。」と定義している (Zecchini, 2002; Britannica, 2007)。

また, コングロマリットに関する国内研究については, 1970 年代の林の研究では「コングロマリットの定義づけには一義的なものはみられない」, そして, 1980 年代の渡辺の研究, 及び近年の澤田の研究においても, その定義付けについては明確に行われていない (林, 1976; 渡辺明, 1984; 澤田, 2017)。一方, 金融分野のコングロマリットに関する研究においては, 数多くの金融コングロマリットの先行研究があり, 永田の研究では「銀行, 証券および保険の少なくとも二つを包括するような広範囲の金融サービスを提供する企業グループ」と明確に 2 つ以上の金融分野と定義している (永田, 2004)。

日本におけるコングロマリットの先行研究は, そのうちの半分以上が金融分野の複合企業体について, 金融持株会社のもとに銀行や証券会社, 保険会社等の異なる業態の金融機関をグルー

ブ化する組織形態に関しての研究が多く見られる。また、1980年代以降は、特に金融分野の研究が多く見られる。しかし、コングロマリットについて、金融分野では「二つを包括する広範囲の金融サービスの提供」と明確に定義してあるのに対して、経営学や経済学等の社会科学の全体的な定義については、具体的な数値指標に基づいたものはない。

これまでの複合企業であるコングロマリットの企業形態の議論に関しては、同じような企業形態としての「財閥」と「多角化」についての関係がある。財閥については、山崎の研究では「中心的産業の複数部門における寡占企業を傘下に有する、家族を頭点とした多角的事業形態」とみなしている（山崎，1995）。つまり、この財閥による企業形態では、同族企業や同族経営、同族支配企業、一族企業、一族経営、家族企業、家族経営、オーナー系企業、ファミリー企業等といった特定の一部族や親族等が支配・経営する組織（企業）のことを示しているため、本論文ではコングロマリットとしては取り扱わないこととする。

一方、多角化については、吉原他の研究では「企業が事業活動を行って外部に販売する製品分野の全体の多様性が増すこと」とみなしている（吉原他，1981）。この多角化による企業形態では、製品分野、例えば、家電製品の場合には、テレビやエアコン、冷蔵庫、洗濯機、炊飯器、掃除機、電子レンジ、空気清浄機、食器洗い乾燥機等の取り扱う製品を対象にしたもので、数多くの製品群である品揃えを増やしたことを示しているため、本論文ではコングロマリットとしては取り扱わないこととする。

そして、近年、ベトナムのコングロマリットに関する論文として、コングロマリットを新興財閥ととらえての文献として、細川の研究の「ベトナム新興財閥の研究—ビングループのケース—」がある。この論文では、ベトナムの巨大民間企業グループのビングループを新興財閥ととらえて考察している（細川，2019）。しかし、前述のコングロマリットについての議論に関する指摘のように、コングロマリットは本業以外の多業種間にまたがる企業である複合企業のことである。したがって、財閥は、特定の一部族や親族等が支配・経営する組織（企業）のことであり、コングロマリットとの概念とは相違しているため、本論文では細川論文による「コングロマリット=財閥」は該当しないこととする。

ところで、アジアにおけるコングロマリットに関する研究は、後発開発途上国（LDC）<sup>3</sup>や新興国<sup>4</sup>を対象としたものではなく、その多くが中国や韓国、台湾、タイ、フィリピン等の経済発展をある程度遂げている国の事例が研究対象となっている（澤田，2017）。しかし、コングロマリットについて、アジアにおけるLDCや新興国に位置づけされるコングロマリットに関する先行研究は、ほとんど行われていないのが実態である。

アジア、特にLDCや新興国におけるコングロマリットの研究については、企業や組織が保

有する経営資源のヒト・モノ・カネ・情報を、いかに効果的に配分・活用して、地域の経済波及効果や新たな雇用創出等の成果を生み出す仕組みであるのかの経営学的な視点での考察は、日本語文献とともに英語文献における先行研究もほとんどないのが現状で、その研究対象とともに研究内容については新規性がある。

そこで、本論文では、コングロマリットの定義については、企業の多角化や国際化が進む中で、企業が本業以外の多様な産業に進出したり、複数の企業を統合したりして、異業種部門の企業を買収・合併・設立し、多角的経営を営む複合企業とする。したがって、コングロマリットは、明確な数値等による基準があるわけではなく、これまでに展開している市場や技術、及び産業、業種、業態等とは異なる企業間の合併や買収、新規設置等によって本業とは違う分野に参入し、多業種間にまたがる複合企業（企業グループ）のこととする。

ベトナムで積極的に展開される企業形態のひとつであるコングロマリットに関する研究は、事業の多角化や選択と集中を目指したビジネスモデルを展開しており、アジアのみならずアフリカや南米等のLDCや新興国にとっても経営戦略分野の側面として参考になる内容である。本論文では、ベトナムにおけるコングロマリットとして、ホーチミンに本拠（本社）がある純粋な民間複合企業であるMasan Group Corporation（以下、マサングループ）の事例を取り上げて、同社の事業展開の事例を中心に考察する。

### 3. ベトナムの経済発展とコングロマリット

#### 3.1 ドイモイ政策と経済発展

ベトナムでは、南北統一から10年後の1986年における第6回ベトナム共産党大会において、ドイモイ（Doi Moi）を国のスローガンとして策定し、国の政治や経済を変えていく改革路線が提起されている。ドイモイ政策では、以下の4つのスローガンがベトナム共産党の方針として提起されたのである（坪井，1994）。

第1のスローガンは、社会主義にいたる過渡期は、長期的な歴史過程であるとし、性急な社会主義化が否定されたことである（思考の刷新）。

第2のスローガンは、国内の重工業優先を見直して、農業を基本とする食糧・食品の増産、生活消費財の生産拡大、輸出の拡大を優先し、投資の6割を集中させることである（経済発展戦略の刷新）。

第3のスローガンは、資本主義的経営や個人経営の存在を認め、その有効活用を合法と認めることである（経済体制の刷新）。

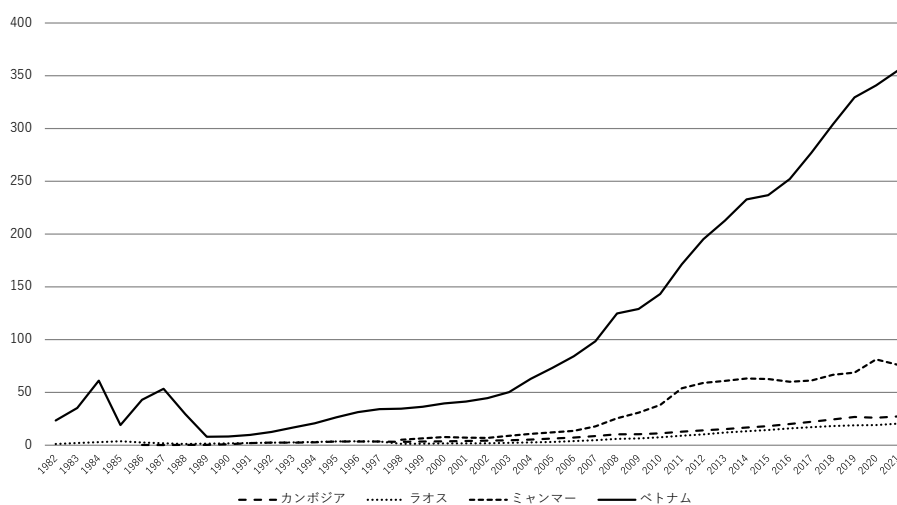
第4のスローガンは、国際分業や国際経済協力を積極的に参入していくことである（対外戦

略の刷新)。

ベトナムにおける1986年のドイモイ政策の導入では、それまでの計画経済から市場経済へと転換、国内は1国2制度(社会主義と市場経済)のもとで、欧米先進国が採用している企業経済制度<sup>5</sup>を取り入れて、企業の個人所有や有限会社や株式会社等の企業形態の他、多国籍企業やコングロマリット等も出現している。

ところで、ベトナムでは、図1と表1に示すように、ドイモイ政策の導入以降の国内総生産(GDP)は飛躍的な経済発展を遂げている。ベトナムは、ドイモイ政策導入時点では、東南アジア諸国連合(ASEAN)において、同様の経済指標レベルのグループであるCLMV(カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム)を形成し、LDC、及び新興国と呼ばれて、各国経済指標の数値には大きな差が見られなかった。しかし、ドイモイ政策の導入以降は、図2と表1に示すように、ベトナムの一人当たりGDP<sup>6</sup>の経済指標は、他のCLMV各国と比較すると大きな成長を示した経済発展が見られている。

ベトナムは、1986年のドイモイ政策導入の35年後の2021年現在は、他のCLMVと比較すると著しい経済発展を遂げており、中国による経済的支配を受けていない唯一の国家である。ASEANの国々では、市場を通じて財・サービスの取引が自由に行われる経済である市場経済化に移行後、1990年から1997年までは、カンボジア、ラオス、ミャンマー等においては、タイによる貿易・投資の経済的な影響力が大きかった(天川編, 2006)。



(出所) IMF (International Monetary Fund) (2021), *World Economic Outlook Database*, April 2021, IMF. より作成。

図1 CLMVにおけるGDPの推移(10億USD)



また、アジアを含む世界各国では、多くの国が必ずしも政治と経済が一体化した対応（政策）ではなく、政治と経済はそれぞれが別次元の問題として対応している。例えば、ラオスでは、隣国のカンボジア等とともに LDC の卒業を目指している中で、中国からの多額の開発資金を受け入れて、経済的側面を中心に両国の結びつきと国際関係の影響力は大きく拡大している。しかし、ラオスは、政治的側面では、外交政策のすべてが中国寄りということではなく、実際は隣国のベトナムの方が中国よりも重要視した外交政策を展開している（竹若，2021）。

このような中で、今後のベトナムでは、政治的、及び経済的には、特定の国に傾斜しない ASEAN 中心とする RCEP<sup>7</sup> を重視する外交政策を展開するものとみられる。

### 3.2 ベトナムの企業形態とコングロマリット

CLMV 各国は、ASEAN の LCD や新興国であり、ASEAN 新規加盟国 4 国や後発 ASEAN 諸国、ASEAN4 等と呼ばれている。カンボジア（Cambodia）、ラオス（Laos）、ミャンマー（Myanmar）、ベトナム（Vietnam）の 4 カ国は 1990 年代に ASEAN に加盟、それぞれの国の英語表記の頭文字をアルファベット順に並べて CLMV と呼ばれている。

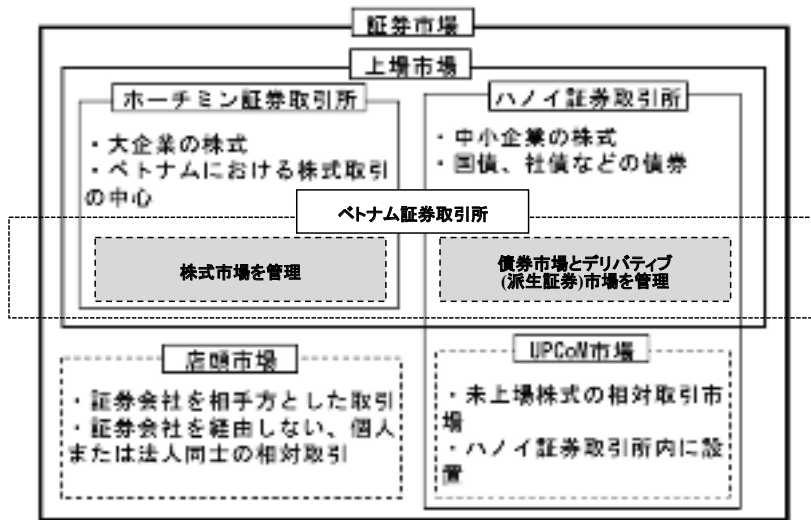
ベトナムでは、かつての中国と同様に、共産党一党独裁の社会主義国による国営企業のみ企業形態であった。その後、1986 年にドイモイ政策による市場経済を導入、多くの国営企業が民間企業へ転換、そして大企業向けのホーチミン証券取引所と中小企業向けのハノイ証券取引所へ上場、現在は企業の個人所有の他、株式会社や有限会社、グローバル企業、多国籍企業、持ち株会社、コングロマリット等の多様な企業形態が出現している。

なお、現在のベトナムの証券市場は、図 3 に示すように、上場市場とそれ以外の市場（相対取引）の 2 つに分けることができる。そして、上場市場は大企業の株式を中心に扱うホーチミン証券取引所、及び主に中小企業の株式や国債、社債等の債券の取引が行われるハノイ証券取引所から構成されおり、政府の管理下で運営されている。

また、ハノイ証券取引所には、未上場株式を取引できる相対取引市場である UPCoM (Unlisted Public Company Market) 市場が併設されている。その他、店頭市場として、証券会社を相手方とする取引、証券会社を経由しない個人や法人同士の相対取引を行う市場がある。ベトナムの証券市場の特徴としては、国営企業や公社・公団系企業（その子会社・関連会社群を含む）の民営化の実験場としての色彩が強いことである。

2021 年 2 月 20 日には、ベトナム証券取引所（Vietnam Stock Exchange）の設立を承認する決定の第 37 号 / 2020 / QD・TTg が発効されている（VIỆT NAM THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ, 2020）。この決定では、図 3 に示すように、ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所を完全子会社化し、それぞれの役割を明確化、ホーチミン証券取引所は株式市場、ハノイ証券

取引所は債券市場とデリバティブ（派生証券）市場を管理する。そして、ホーチミンとハノイの2つの証券取引所が統合されるベトナム証券取引所は、株式の上場と取引、情報公開等に関する規制の策定とベトナム証券市場の監督、及び証券取引所のITシステムの開発、証券分野での国際協力等を実施する（NNA ASIA, 2020; VIETJO, 2020b）。



（出所）新田堯之（2012）「ベトナムの証券市場の概況と課題」より作成。

図3 ベトナムの証券市場の構造

ところで、ベトナムは、前述のように中国と同様の共産党一党独裁による社会主義国である。従来のベトナムの経済政策では、中央集権的な政治体制による計画経済のもとで、労働以外の資源を政府が所有・管理して、政府が策定の計画に従い資源配分を行う経済体制であった。

しかし、1986年にドイモイ政策による市場経済を導入し、中国の改革開放と同様に政治と経済を切り離れた1国2制度へと転換している。また、それまでのベトナムの企業形態は、国営企業のみであったが、市場経済転換後以降は国営企業と非国営企業（民間企業）に分かれて、さらに民間企業は①個人事業、②有限責任会社、③株式会社、④合弁会社の4つ<sup>8</sup>に分かれている（VIỆT NAM QUỐC HỘI, 2020）。

- ① 個人事業（Private Business Owner）とは、一個人が所有する企業であり、事業活動に対して、すべて個人が単独で責任を持つことになる企業（個人事業主）である。
- ② 有限責任会社（Limited Liability Company）には、構成員が1人の場合の有限会社と2人以上の場合の有限会社がある。構成員が1人の場合は、出資者は個人、またはひとつの組織で、所有者は資本金の範囲内（有限責任）で会社の負債とその他の財産義務に対して



責任を負う。構成員が2人以上の場合は、出資者は個人、または組織で、出資者数は50人を超えないこと、出資者構成員は出資した資本金の範囲内（有限責任）で会社の負債とその他の財産義務に対して責任を負うことになる。

- ③ 株式会社（Joint Stock Company）では、株主は個人でも組織でも担うこと、出資することができる。株式会社の創立株主数は3人以上で、出資者数の上限はなく、企業に提供された（出資した）資本の額の範囲内で会社の負債とその他の財産義務に対して責任を負うことになる。
- ④ 合弁会社（Joint Venture Company）は、会社の構成員は共同所有者であり、共同で事業活動、または事業を行う合名社員2人以上が必要である。共同出資者以外にも資金を出し合う出資者も認められているが、株式は発行できない。合名出資者は、個人である必要があり、自己の資産で会社のすべての義務に対して責任を負うことになる。

ベトナムにおける企業形態の展開では、国営企業と非国営企業（民間企業）の存在とともに、多くのアジアにおける企業と同様に、財閥やファミリー企業、及び多国籍企業や持株会社、コングロマリットといった多様な形態が見られる。国営企業の民営化では、ホーチミン証券取引所とハノイ証券取引所において、政府株の放出によるIPO（新規上場株）によつての市場環境の維持が目的の側面もある。また、ベトナムでは、世界で競合できるグローバル企業の多国籍企業やコングロマリットの育成を国是としており、国内外でのIPOを含めた企業における資金調達の様態は、同国の最大の目標のひとつである。

ベトナムでは、国営企業、非国営企業（民間企業）、国内企業、外資系企業、有限会社、株式会社、多国籍企業、持株会社、コングロマリット等の企業形態があげられるが、ベトナムの経済成長とともに出現したのがコングロマリットである。

現在、大手食品のマサングループ（Masan Group）の他、ベトナムトップ企業で不動産開発のビンググループ（Vingroup）、巨大IT企業のFPTコーポレーション（FPT Corporation）、不動産開発のT&Tグループ（T&T Group）、金融業のパオベトグループ（Bao Viet Group）等が、ベトナムにおけるコングロマリットとして各種事業を展開している（税所、2021a；税所、2021b；税所、2021c；税所、2021d；税所、2021e）。

## 4. マサングループの産業分野と事業展開

### 4.1 マサングループの概要

マサングループは、その前身企業が1996年設立、その後の2004年11月にマサン海運株式会社（Ma San Shipping Corporation）として設立されている。2009年11月5日にホーチミ

ン証券取引所に上場し、資金調達を実施し、自社ブランドと事業展開を合致させるため、2015年7月に株式会社マサングループ（Masan Group Corporation）に社名変更している。

その後、マサングループの事業展開は、傘下企業を通して、食品・飲料を中心とする消費関連製品の生産・販売と畜産・飼料の生産・販売、及び資源開発、小売事業、金融・銀行事業への投資等の多方面で事業を推進している。

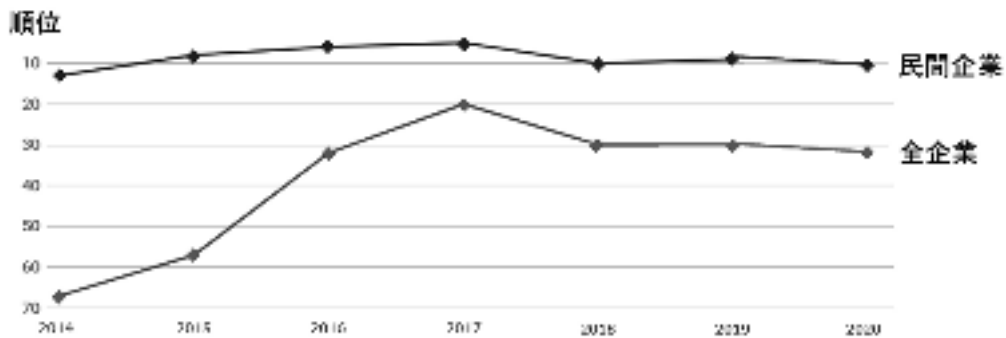
ところで、ベトナムでは、毎年、ベトナム評価レポート社（ベトナムレポート）において、ベトナム企業トップ500（VNR500）を発表している。VNR500は、米国のフォーチュン誌が行っている「Fortune 500<sup>9</sup>」のベトナム版で、国営企業を含む全企業版と民間企業版があり、ベトナムにおける最大規模のトップ500企業のランキングである。

VNR500の評価基準は、その年、1年間でのベトナムの経済発展への貢献度、そしてベトナム国内及び国際的なビジネスコミュニティに与えている影響度で測られている。具体的には、ベトナム評価レポート社が、企業の売上高、利益、成長速度、総資産、労働力の5つの指標に基づいて、ベトナムの各企業をランク付け（民間企業と全体企業）している。

マサングループでは、図4に示すように、全体企業（国営企業を含む）内における順位が2014年は67位、2015年は57位、2016年は32位、2017年は20位、2018年は30位、2019年は30位、2020年は31位と順位を上げているが、近年では順位が伸び悩んでいる。また、民間企業内における順位が2014年は13位、2015年は8位、2016年は6位、2017年は5位、2018年は10位、2019年は9位、2020年は10位と順位を上げているが、2018年以降は順位を下げている。

（単位：順位）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全企業	67	57	32	20	30	30	31
民間企業	13	8	6	5	10	9	10



（出所）Vietnamreport（2021）、VNR500 TOP500、Vietnamreport. より作成。

図4 マサングループのVNR500企業順位の推移

また、表2に示すように、マサングループでは、その売上高が上場時の2009年における対GDP (USD) 寄与度が0.17%、その後2010年は0.20%、2011年は0.20%、2012年は0.26%、2013年は0.27%、2014年は0.33%、2015年は0.59%、2016年は0.77%、2017年は0.60%、2018年は0.55%、2019年は0.49%、2020年は0.98%と推移している。

ベトナムでは、国内経済に対する代表的な指標であるGDP (USD) も大きく増加しているが、マサングループの売上高におけるGDP (USD) に対する寄与度も上昇している。

表2 ベトナムのGDPとマサングループにおける売上高の推移と寄与度

項目	単位	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
ベトナム	GDP	VND	10 億	2,297,116.54	2,739,842.69	3,539,881.31	4,073,762.29	4,473,655.60	4,937,031.68	5,191,223.73	5,639,401.00	6,293,904.55	6,998,330.84	7,654,261.49	7,912,117.86	8,447,685.12
	GDP	USD	10 億	129.05	143.26	171.37	195.17	212.74	232.89	236.84	252.15	277.07	304.02	329.54	340.82	354.87
	一人当り GDP	VND	単位	26,375,671.09	31,146,023.99	40,289,838.34	45,870,897.38	49,840,469.24	54,415,204.83	56,603,826.60	60,838,178.11	67,191,171.65	73,926,550.65	79,333,925.40	81,228,195.35	85,919,359.29
	一人当り GDP	USD	単位	1,481.81	1,628.52	1,950.46	2,197.61	2,370.09	2,566.91	2,582.39	2,720.19	2,957.93	3,211.46	3,415.46	3,498.98	3,609.28
	人口	人	百万	87.09	87.97	87.86	88.81	89.76	90.73	91.71	92.70	93.67	94.67	96.48	97.41	98.32
	経常収支	USD	10 億	▲ 6.61	▲ 4.28	0.23	9.27	7.74	8.62	▲ 2.04	0.63	▲ 1.65	5.77	12.48	7.52	8.39
	経常収支	対 GDP	%	▲ 5.12	▲ 2.99	0.14	4.75	3.64	3.70	▲ 0.86	0.25	▲ 0.60	1.90	3.79	2.21	2.37
マサングループ	寄与度	対 GDP	%	0.17	0.20	0.20	0.26	0.27	0.33	0.59	0.77	0.60	0.55	0.49	0.98	
	売上高	USD	百万	222.32	291.89	341.79	498.00	568.31	760.97	1,308.38	1,935.83	1,655.99	1,638.95	1,608.34	3,323.48	
	営業利益	USD	百万	35.49	64.09	79.55	103.43	101.27	127.28	187.18	269.30	194.94	241.18	208.52	72.38	
	税引前利益	USD	百万	41.17	143.49	138.94	119.28	95.81	129.33	147.32	198.80	182.18	271.24	305.92	100.06	
	税引後利益 (純利益)	USD	百万	23.40	119.29	95.57	60.42	21.47	50.99	67.49	124.81	136.57	213.58	239.29	53.11	

(注) 網掛けの値は、IMF の推計値。

(出所) IMF (International Monetary Fund) (2021), *World Economic Outlook Database*, April 2021, IMF. 及び HOSE (HoChiMinh Stock Exchange). Home page (2021). より作成。

## 4.2 マサングループの産業分野

マサングループは、ベトナムのコングロマリットであり、食品・飲料の事業から開始し、現在では鉱業や銀行業等の多数の事業を展開しており、持株会社のもとで、数多くの子会社・関連会社を保有している。また、マサングループの食品事業では、独自ブランドを確立し、天然資源分野の鉱業事業では、ベトナム民間最大規模の企業を有している。

マサングループの創業は、現会長兼筆頭株主のグエン・ダン・クアン氏 (Mr. Nguyen Dang Quang, Chairman of The Board) (68 歳) がロシアへ留学後、ロシアでインスタント麺やチリソースの食品事業から創業したことに遡る。その後、マサングループのベトナムにおける前身企業を1996年設立、2000年にMasan Consumerを設立し、ベトナム国内での魚醤、醤油の販売を開始、2002年に国内市場への自社ブランド商品の投入している。

そして、2004年11月に前身企業のマサン海運株式会社 (Ma San Shipping Corporation) を設立、2009年7月にマサングループ合資会社へ譲渡、同年8月に持株会社へ改組、同年11月5日にホーチミン証券取引所へ上場している。また、2009年12月に日本のハウス食品株式会社 (House Foods Corporation) がマサンへ出資し株式取得 (約1.85%の900万株)、同年に

新たな事業分野として1993年設立のハノイに本社を置く大手民間商業銀行であるTechcombank（ベトナム技術商業銀行）<sup>10</sup>の株式の約20%を取得している。

2010年には世界最大のタングステン鉱山であるベトナムの首都ハノイの北西80km、タイグエン（Thai Nguyen）省DaiTu地区に位置するヌイファオ（Nui Phao）鉱山の鉱業権を取得し、Masan Resource（現Masan Hight-Tech Materials）を設立している。タングステンは、熱に強く、硬い性質を利用して、電球のフィラメントや電子レンジのマグネトロン、コピー機や空気清浄機の放電線等に使われている。タングステンの世界の埋蔵量の57%、世界の生産量の83%を中国が占めており、その供給において中国依存度が非常に大きい。

しかし、ベトナム国産タングステンの生産により、世界の生産量の6%、中国を除いた生産量の30%を占めることで、中国主導による相場の高騰を避けることができる。その後、Masan Resourceは、資金調達や土地収用を経てEPC契約<sup>11</sup>を結び2011年に建設に着手しており、2013年4月に操業を開始している。ヌイファオ鉱山は、これまでの試験操業（Test Operation）から、2014年3月に商業操業（Commercial Operation）が開始され、翌年の2015年3月からの生産と出荷が行われている（Masan Hight-Tech Materials, 2021）。

また、2011年にコーヒーとインスタント飲料を生産、売買、輸出入するビナカフェ・ビエンホア（Vinacafe Bien Hoa）を買収して、ベトナムのコーヒー市場へ参入している。ビナカフェ・ビエンホアの製品は、米国、カナダ、欧州、パキスタン、日本、韓国等の40市場に輸出されており、焙煎粉砕したコーヒーの他、オリジナルのインスタントコーヒー、インスタントミルクコーヒー・スリー・イン・ワン、人参コーヒーフォー・イン・ワン、及び栄養価の高いインスタント穀物粉を提供している（Vinacafe Bien Hoa, 2021）。

そして、2015年7月に株式会社マサングループ（Masan Group Corporation）へ社名変更している。マサングループでは、その傘下のグループ企業を通して、食品・飲料を中心とする消費関連製品の生産・販売、畜産・飼料の生産・販売、資源開発、及び小売、金融・銀行事業の投資等の事業を展開している。2020年にける売上高構成比率は、小売分野40%、調味料・加工食品・加工済み食肉分野21%、飲料分野6%、パーソナルケア・ファミリーケア分野2%、飼料分野18%、食肉分野3%、鉱産採掘分野9%である。

具体的なマサングループの組織構成は、図5に示すような組織体制のもとで運営されている。マサングループでは、上場企業の本体は持株会社機能を有している企業として、そして、その傘下企業としては4つの主要産業分野の（1）The Crownx（ザ・クラウン・エックス）、（2）Masan Meatlife（マサン・ミートライフ）、（3）Masan High-Tech Materials（マサン・ハイテク・マテリアルズ）、（4）Techcombank（テクコムバンク）が設置されている。

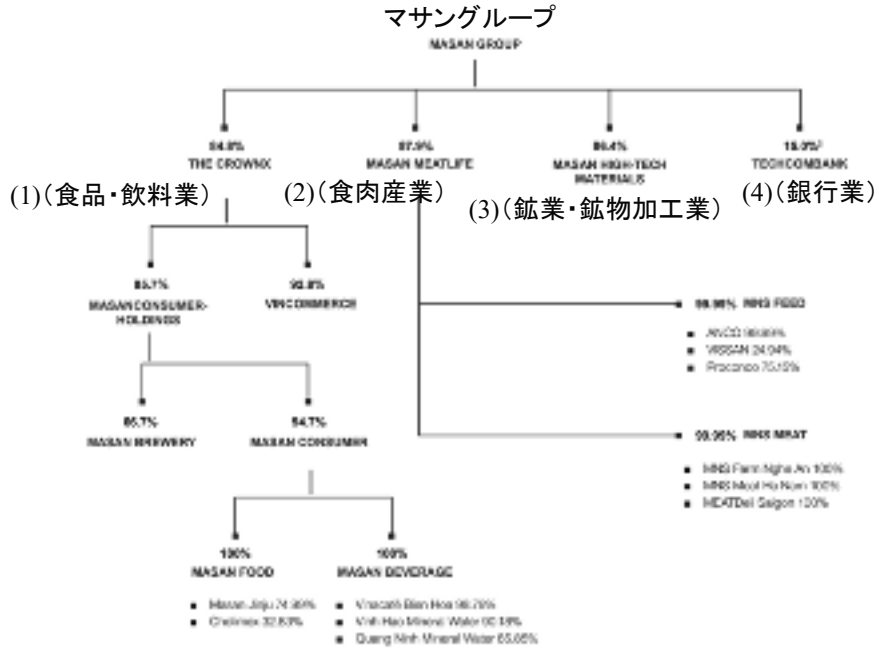
### 4.3 マサングループの主要事業分野

マサングループは、図5に示すように、持株会社のもとで、(1) 食品・飲料業の The Crownx、(2) 鉱業・鉱物加工業の Masan High-Tech Materials、(3) 食肉産業の Masan Meatlife の小売事業の3つの直接子会社と(4) 金融業の商業銀行事業である関連会社の Techcombank (テクコムバンク) を通じた事業展開を行っている。

2020年におけるマサングループの売上高構成比率は、小売事業40%、調味料・加工食品・加工済み食肉事業21%、飲料事業6%、パーソナルケア・ファミリーケア事業2%、飼料事業18%、食肉事業3%、鉱産採掘・加工事業9%となっている。マサングループの3つの直接子会社による小売事業は、売上構成だけでなく、グループ全体の2020年連結収益においても約40%をもたらしている(Masan Group, 2021)。

また、発行済み株式の20%を株式保有している関連会社のテクコムバンクを通じて、商業銀行業務に参入している。テクコムバンクは、ベトナムで最高のリテール銀行のひとつであり、その主要顧客は高価値の中産階級である。

以降、マサングループにおいて、4つの主要産業分野ごとに考察を加えることとする。



(出所) Masan Group. Home page. (2021). より作成。

図5 マサングループの主要子会社・関連会社関係

### (1) The CrownX (ザ・クラウン・エックス)

The CrownX は、① MCH (Masan Consumer Holdings) と② VCM (VinCommerce) の2分野における消費者向けに小売プラットフォームの提供を行っている。

#### ① MCH (Masan Consumer Holdings)

MCH は、日用消費財企業として、食品及び飲料の製造・販売のための小売プラットフォームの持株会社のうち親会社のマサングループ傘下企業で、近似の業種に属する複数の子会社を統括する種類の間接持株会社である。また、MCH における主な傘下企業には MasanBrewery (ビール) と MasanConsumer (小売) の子会社があり、さらに MasanConsumer の主な傘下企業には Masan Food (食品) と Masan Beverage (飲料) の100%子会社群が含まれる。

MCH では、2011年にインスタントコーヒー製造の Vinacafe Bien Hoa の株式を取得し、飲料事業に参入している。2014年に香辛料や冷凍食品販売の Cholimex Food の株式の49%を取得し、新規食品事業に参入している。そして、2015年にタイの Singha とパートナーシップを締結し、ビール事業に参入している。なお、Singha は、中間持株会社の MCH (14.29%) とビール会社の MasanBrewery (33.33%) に出資を行っている。

その他、ベトナムで人気の食材であるインスタント麺においては、同市場のシェアは、オマチ (Omachi) とココミ (Kokomi) の2大ブランドで高級品市場をターゲットとしたマサングループの MasanConsumer がトップ企業であり、日系企業のビナエースコック (Vina Acecook) が続いて、アジアフード (Asia Food) の大手3社が市場の約7割を占めている。

また、ベトナムのチリソース市場では、マサングループが国内シェアの約55%を占めており、日本をはじめ、北米、欧州、中国、オーストラリアへも輸出している。日本に対するベトナム料理で使われる調味料の輸出では、マサングループの製品であるチリソースのチンスー (Chin-Su) や魚醤のナムゲー (Nam Ngu)、ヌクナム (Nuoc Mam) 等を輸出している。

2020年2月、MCH 傘下企業のマサン HPC (Masan HPC) は、洗濯洗剤・化粧品・化学品の生産・販売、倉庫・オフィス賃貸、不動産経営を主要事業とする創業50年以上の老舗洗濯洗剤メーカーのネット洗濯洗剤 (Net Detergent) 社の発行済み株式52%の公開買付けを実施、31億USDを出資している。

#### ② VCM (VinCommerce)

VCM は、スーパーマーケット (VinMart) の約130店舗とコンビニエンスストア (VinMart+) の約2,900店舗の運営を備えた小売プラットフォームを活用し、全国で農場15カ所を運営している VinEco (ビンエコ) (現 WinEco: ウィンエコ) による国際的品質基準の農産品を自社店舗にて提供するとともに、ビングループ傘下で決済サービスを手掛ける VinID によるオムニチャンネル<sup>12</sup>を提供している。なお、顧客に対して総合アプリケーションを提供する VinID は、

2018年7月設立、2019年5月に電子財布（eウォレット）のモンペイ（Monpay）を運営するピープル・ケア（People Care）を買収し、VinID Payに社名変更するとともに、ベトナム地域の電子決済大手企業のベトナム・ペイソリューション（VNPAY）との間で業務提携を結んでいる（VNPAY, 2021）。

2019年12月3日、マサングループは、ビングループとの合弁会社 Sherpa を通じて、ベトナムのコングロマリットである巨大民間企業のビングループ傘下のVCM（ビンコマース貿易サービス）の株式を取得、VCM、及びVinEco（ビンエコ農業開発製造投資）の2社を戦略的分野と位置付けている。マサングループは、VCMの買収で小売事業分野に本格参入し、約130店舗の大型スーパーマーケット Vinmart と約2,900店舗のコンビニエンスストア Vinmart+ の小売販売網を所有した事業を展開している。

VCM買収後、同社の企業改革を実施し、サプライヤーとの取引条件を比較し、店舗の運用コストの削減、従業員のパフォーマンス向上、道具や機械、建物等の設備のために支払う使用者費用（レンタルコスト）の交渉、物流運用コストを最適化、及び物流プラットフォームを再構築している。また、VCMは、ビングループ傘下では赤字部門であったが、店舗効率や業務効率を高めることで、現在ではマサングループの収益向上に貢献している。

VCMでは、VinmartとVinmart+をあわせて、収益性が低い店舗の閉鎖と新規出店であるスクラップ・アンド・ビルド（Scrap and Build）も行うことで、国内の店舗ネットワークの最適化を図っている。マサングループは、VCM買収の結果、小売部門は2020年には収益に貢献し始めており、2020年第1四半期には、マサングループの連結売上高は前年同期比の116%増加している。なお、2021年6月8日、VCM傘下のスーパーマーケットとコンビニエンスストアの全店ブランドの「VinMart」（ビンマート）を「Winmart」（ウィンマート）へとブランド名を変更し、自社ブランドの浸透を図るなどの積極的な小売業を推進している。

## (2) Masan Meatlife（マサン・ミートライフ）

Masan Meatlifeは、食肉事業全般を手掛けており、レストラン等の店舗で使用する食肉は全て内製化する完全統合型ブランドの食肉プラットフォームを構築し、ベトナム国内で展開している。完全統合型食肉プラットフォームでは、食肉に関しての飼料、養殖、食肉処理、及び流通の運営を展開することで、農場から食卓まで（Farm-Feed-Food）の3Fチェーンを構築しており、消費者に対しての食肉製品開発から価格設定、広告、販売促進、流通までのすべての要素を統合したブランドコミュニケーションの提供である。

この食肉におけるブランドコミュニケーションの構築は、ベトナムの動物性タンパク質産業の生産性を高め、最終的には追跡可能な製品で、かつ高品質で手頃な価格の肉製品を消費者に

直接提供することを目的としている。2020年にMasan Meatlifeは、2014年設立の3Fベト(3F Viet)の株式を51%取得、6,130億VNDで買収し、国内の鶏肉市場へ参入、パック入り鶏肉と鶏肉製品を生産販売しており、農場から食卓までの3Fチェーンを構築している。その他、豚肉のほか、豚の角煮・煮玉子ハム等の付加価値製品も生産販売、全国で食肉の飼育場と加工工場を展開している。

Masan Meatlifeは、animal protein(動物性タンパク質)事業を展開するMNS(Masan Nutri-Science)FEESやMNS(Masan Nutri-Science)Meat等の多数の傘下企業があり、マサングループが構成されている。また、2016年に傘下企業のMNS FOODの畜産飼料メーカーである国際農業栄養(Anco)を介して、サイゴン商業総公社(Satra)傘下の食肉加工大手のベトナム畜産技術ビッサン(VISSAN)の株式を取得し、食肉事業へと本格的に参画している。その後、2019年にMasan Meatlifeは、ハノイ証券取引所のUpcom取引所(相対取引市場)へ登録している。

ところで、Upcom取引所は、ハノイ証券取引所内に設置されている未上場株式の相対取引市場(OTC:Over The Counter)である。Upcom取引所では、ハノイ証券取引所等の市場を通さずに、売り手と買い手が当事者同士で価格や売買数量等を決めて行う取引において、非上場企業の株式を取得する取引等を行うことができる。

### (3) マサン・ハイテク・マテリアルズ

Masan High-Tech Materialsは、民間の鉱物資源、及び化学処理会社である。現在、マサン・ハイテク・マテリアルズ(Masan High-Tech Materials:以下、MHTM)は、ベトナム北部で世界最大クラスのヌイ・ファオ・ポリメタリック・プロジェクト(Nui Phao polymetallic project:以下、NPTP)を運営している。NPTPは、世界最大のタングステン鉱山であり、10年以上の期間で委託された業界初の新しいタングステン・プロジェクトである。

マサングループは、首都ハノイの北約65kmのタイグエン(Thai Nguyen)省に大規模タングステン鉱床を保有する会社であるNui Phao Mining Joint Venture Co. Ltd.(以下、Nui Phao Mining)の支配権を中国系投資ファンドのDragon Capital Groupから取得し、2010年5月、Masan Resources(現MHTM)設立している。

また、2011年1月に、2008年設立の米国投資グループであるMount Kellett Capital Management(以下、Mount Kellett)は、NPTPの権益を所有するMasan Resourcesに1億USD出資している(Mount Kellett, 2021)。Mount Kellett出資後のNPTPの権益は、マサングループの64%、Mount Kellettの20%、及びベトナムで貴金属と卑金属の鉱床を調査・開発のベトナム企業Tiberon Minerals Ltd.の16%である(Tiberon Minerals, 2021)。



2018年8月15日、Masan Resources は、Nui Phao 鉱山を操業の子会社 Nui Phao Mining は、合弁相手のドイツの金属と鉱石の取引会社 H.C.Starck 社から、合弁会社の Nui Phao H.C.Starck Tungsten Chemicals Manufacturing の株式を 2,910 万 USD で 49% 取得し、100% 子会社化している。なお、2013 年、Nui Phao Mining と H.C.Starck は 2013 年、高付加価値のタングステン製品生産の合弁会社を設立している。2020 年 6 月 10 日、Masan Resources の子会社である Masan Tungsten Limited Liability Company (以下、MTC) は、9,150 万 USD の投資額で、H.C.Starck のタングステン事業の買収を完了している。

2015 年 9 月 17 日、2010 年にマサングループの採掘・資源活動を展開することを目標に設立された Masan Resources は、Upcom 取引所（相対取引市場）へ登録し、正式にハノイ証券取引所での株式取引が開始されている。また、2020 年には、Masan Resources から Masan High-Tech Materials (MHTM) に社名を変更し、マサングループの鉱業・鉱物加工業部門は、グループ全体の 10% の売上を占める規模となっている。

このように、MHTM 社の事業戦略は、①ローカル関係を活用して、商談を実行する、②資本を活用して、質の高い資産を取得・開発する、③マサンプラットフォームを通じて、リスクを回避するといった、3 つの重要な事業展開に焦点を当てている。

#### (4) Techcombank (テクコムバンク)

テクコムバンクは、1993 年 9 月 27 日設立、本社ハノイ、2003 年 9 月 27 日株式会社化、2018 年 6 月 4 日 ホーチミン証券取引所上場、2021 年 10 月 22 日現在の時価総額は 183,620,843,935,000 VND、外国人株式保有率 22.49% (保有株式数 788,253,411 株) である。また、2021 年 7 月現在、ベトナム国内で 11,000 人以上の従業員、316 の営業拠点、1,229 台の ATM 網 (342 拠点) を展開、約 600 万の個人及び企業と取引を行っている。

テクコムバンクのビジョンは、金融業界を変革し、顧客の価値を高めることで、それぞれの顧客が自らの可能性を求め、優れた結果のために行動を起こす動機付けを導き出すことである。また、ミッションは、デジタル技術を活用することで、金融業界をリードし、各個人及び各組織のビジネスが持続可能、かつ成功裏に進めるためのモチベーションを生み出すことである (Techcombank, 2021)。現在、総営業利益、資産、ローン、預金、顧客、流通ネットワークの点で、ベトナムで最大の商業銀行である。同社は、消費者中心のエコシステムアプローチを通じて、リテールと中小企業の預金・貸付においてフランチャイズを構築している。

テクコムバンクの主な事業は、商業銀行としての定期預金・普通預金・譲渡性預金による短中長期資金の調達、短中長期の融資、国内外機関より開発資本・投資委託資本引受、コマーシャルペーパー・社債・有価証券の割引、法律に基づく共同出資・合弁、顧客間の決済サービス、

外国為替・金銀・国際決済、外国からの資金調達である。テクコムバンクでは、ベトナムでトップ（ナンバーワン）銀行になるために、以下の包括的な7つの視点に焦点を向けた経営戦略を実施している（Techcombank, 2021）。

①顧客対応では、顧客のリスク選好度に応じたセグメント管理を行っている。

②製品と価格では、顧客へのカスタマイズ製品と優れたサービスのバンドルを行うことで、成功の共有と顧客との関係の促進に基づく価格設定モデルを構築している。また、ホールセールバンキングとビジネスバンキングのトランザクションバンキングに焦点を当てて、財務諸表等の定量情報に基づき、一時点かつ個々の取引の採算性を重視して融資する。

③販売とサービスでは、コストを最適化しながら優れたサービスを提供し、高付加価値の顧客のための専用プライベートバンキングを提供している。また、顧客のリアルタイムアクセスを可能にし、サービス品質を向上させるデジタルプラットフォームを構築している。

④リスク管理では、包括的なリスク管理文化が重要な競争優位性と位置付けて、顧客確認から債権回収までのエンドツーエンド（end-to-end：端から端まで）の一貫したリスク管理、及び国際的なベストプラクティスの採用を行っている。

⑤ITと運用では、オペレーティングシステムを合理化し、自動化されたプロセスの確立、一元化された操作メカニズムによって、顧客へのタイムリーなサービス提供、及び顧客利用を向上させるデジタルバンキングの提供を行っている。また、顧客関係管理（CRM）システムによる顧客との関係構築と深化、及び顧客関係の維持を強化している。

⑥人事と組織では、企業文化と人事管理は、テクコムバンクにとって重要な競争優位上の利点である。例えば、競争力のある報酬と福利厚生を備えた人材のトレーニング、維持、採用、及びテクコムバンクのビジョンとミッションに沿った主要業績評価指標である。

⑦マーケティングとコミュニケーションでは、ブランディングを強化するためのターゲット広告、及びターゲットを絞ったマーケティングとコミュニケーションのために顧客情報の活用、そして金融商品・サービスに対する顧客選好の理解である。

テクコムバンクの主要子会社・関連会社は、2021年10月22日現在、資産運用のテクコムバンク AMC（Techcombank Asset Management Company）、資本金4,100億 VND、株式保有率100%、証券会社のテクコム証券（Techcombank Securities）、資本金11,240億 VND、株式保有率89%、ベンチャーキャピタルのテクコム・キャピタル（Techcombank Venture Capital）、資本金450億 VND、株式保有率89%である。

2018年には、1966年設立のプライベート・エクイティ資産運用の米投資会社であるウォーバーグ・ピナス（Warburg Pincus）は、テクコムバンクに対して3億7,000万 USDを出資している（Warburg Pincus, 2021）。

## 5. マサングループへの海外出資と事業展開

### 5.1 マサングループへの海外出資

ベトナムは、安価な労働者（ワーカー）の賃金、及び若年層の労働者が豊富なことから製造業やサービス業等の海外からの企業進出とともに、ハノイやホーチミン等の大規模人口を抱えた巨大マーケットでのビジネスを展開する目的として、日本や韓国等のアジア、及び欧米等の諸外国からの企業進出が数多く見られる。近年は、海外企業の進出以外にも、国内外の企業や投資ファンド、ベンチャーキャピタル、外国政府等によるコングロマリット等のベトナム企業への投資も積極的に行われている。

例えば、ベトナム計画投資省によると、2020年1月から10月までのベトナム全土の工業団地（IP:Industrial Park）と経済区（EZ:Economic Zone）等の産業集積への海外直接投資（FDI:Foreign Direct Investment）は、コロナ禍の中で591件（登録資本金総額83億USD）、累計では合計1万55件（約1,980億USD）となり、その約70%が執行されている。一方、2020年1月から10月にベトナムのIPとEZに対する国内投資は、新規及び追加投資を合わせて555件、登録資本金総額は125兆4,000億VND（約54億USD）、累計では合計9,845件（登録資本金総額2,340兆VND）となり、このうち約46%が執行されている（VIETJO, 2020a）。

このような経済状況の中で、マサングループは、ベトナムの総合飲食分野における1位（ナンバーワン）の企業として、そして各種ソースやラーメン、コーヒー等のほとんどの飲食分野領域における市場の第1と第2位の企業としての位置を占めている。

また、食肉分野では、ベトナム初の国内畜産バリューチェーンを構築し、現地の食肉市場を獲得している。鉱業分野では、半導体や特殊鋼の原料であるタングステン等は、世界中の供給量を寡占している中国を除く地域では、最も競争力のある鉱山を運営している。金融分野では、ベトナムの民営第1位の銀行を保有し、金融商品市場を開拓、顧客からは支持されている。これによって、マサングループに対しては、シンガポールや韓国の機関投資家によって、海外からの投資が増加して、マサングループの主要株主として出資している。

マサングループの積極的な事業展開を支援しているのは、海外企業その他、海外投資ファンド、海外ベンチャーキャピタル、外国政府系ファンド等の海外からの投資である。マサングループは、ベトナムで最大の食品・飲料メーカー、最大のタングステン鉱山の会社であり、外国人投資家から注目を集めている。近年の海外企業（政府系を含む）によるマサングループへの出資では、以下のような投資活動がある。

2017年、プライベート・エクイティ（PE：未公開企業投資）、エネルギー、インフラ、不動産、クレジット、ヘッジファンドを含む様々な資産への運用資産2,520億USD（2020年12

月 31 日現在)がある米国投資会社の KKR (Kohlberg Kravis Roberts) は、マサングループの Masan Nutri-Science (現 Masan MeatLife) に対して、1 億 5,000 万 USD を投資、出資比率 7.5% の株式を取得している (KKR, 2021)。また、2019 年 7 月、Masan Nutri-Science は Masan MeatLife に社名変更、同年末にハノイ証券取引所の Upcom 取引所に登録している。

2018 年 9 月 20 日、韓国の財閥 SK グループ (SK Holdings) は、傘下のシンガポール系投資会社の SK Investment Vina II Pte.Ltd (SK インベストメント・ビナ II) によるマサングループに対する 4.7 億 USD (約 9.5%) の出資を行い、海外からの投資家における筆頭株主となるとともに、両社の戦略的パートナーシップ (業務提携) の締結により、ベトナム市場での新規事業の発掘と戦略的買収・合併 (M&A) に乗り出している (SK Inc, 2021)。

また、2019 年 2 月 14 日、シンガポールの投資ファンドであるアルドリス・インベストメント (Ardolis Investment Pte Ltd) は、シンガポール政府系の投資ファンド (GIC) のメンバーの投資会社で、マサングループへ約 5,040 万 USD の出資を行い、保有株式を 4.47% から 5.64% に引き上げている (Viet Nam News, 2019)。アルドリス・インベストメントによるマサングループの株式取得により、シンガポール政府は間接的にマサングループの取得株式は 1 億 1,830 万株に増加し、同社の総株式の 10.18% に相当する割合を保有することになる。

さらに、2020 年 5 月 14 日、アルドリス・インベストメントは、1 億 USD で約 3,900 万株の出資を行い、マサングループの保有株式を 5.64% (約 6,600 万株) から 8.97% (1 億 5,000 万株) に引き上げている。アルドリス・インベストメントは、シンガポール政府が株式の 4,700 万株以上 (4.06%) を保有する投資会社で、出資引き上げ後、グループ全体が 1 億 1,300 万株以上のマサングループの株を保有している (Minh Hồng, 2020 ; Ngọc Ánh, 2021)。

2020 年 10 月 26 日、日本の三菱マテリアル (Mitsubishi Materials Corporation) は、MHTM の第三者割当増資の引受けにより 90 百万 USD (出資比率 10%) の出資を行っている (三菱マテリアル, 2021)。三菱マテリアルは、MHTM への出資によって、同社との長期的、かつ戦略的な提携関係を構築している。この提携では、タングステンのリサイクルにおける共同事業や高品質タングステン粉末製造に関する技術指導及び技術移転等の協業や連携の他、超硬質工具材料としてのタングステンの安定供給を目指している。

2021 年 4 月 6 日、韓国の財閥 SK グループは、自社グループの既存事業との相乗効果によるネットと実店舗を結ぶオムニチャネル事業者としての成長を期待して、SK 東南アジア投資会社 (SK South East Asia Investment) を介して、ザ・クラウン X の子会社である VCM (ビコマース貿易サービス) に対して 4.1 億 USD (約 16.3%) の出資を行っている (SK Inc, 2021)。

2021 年 5 月 18 日、中国の世界最大の電子商取引 (世界最大の流通総額のオンラインモバイ

ルコマースカンパニー)の阿里巴巴集団(アリババグループ)は、香港に本社を置くアジア最大級のプライベート・エクイティ・ファンド運営会社であるベアリング・プライベート・エクイティ・アジア(Baring Private Equity Asia)と主導してコンソーシアムを組成し、ザ・クラウン X に対して4億USD(約5.5%)を出資している(Alibaba Group, 2021; Coco Liu, and Mai Ngoc Chau, 2021; BPEA, 2021)。同コンソーシアムによるザ・クラウン X に対して、株式取得後のマサングループの保有比率は約80.2%となる。

2021年8月20日、韓国の金融持ち株会社コリア・インベストメント・ホールディングス(Korea Investment Holdings)は、子会社を通じて国内資金や外国資金、デリバティブ連動証券、デリバティブ連動債、社債、国債、海外債、電子短期債、信託、退職年金の運用を提供している。そして、同社は、傘下の韓国系投資ファンドのコリア・インベストメント・プライベート・エクイティ(Korea Investment Private Equity)を通じて、マサングループに対して2億USD(約3%)出資している。

現在、ベトナム企業には、その大きな成長性に期待して、個別企業の出資の他にも、ベンチャーキャピタルや投資ファンド、及びインベストメントバンカー等の金融会社による出資が多い。例えば、英系ファンド運用会社ビナキャピタル・ベンチャーズ、ベトナムの投資運用会社メコンキャピタル(英領ケイマン諸島)、ベトナムの独立系資産運用会社ドラゴンキャピタル、及び米国の未公開株投資大手KKR(Kohlberg Kravis Roberts)、米国インベストメントバンカーのゴールドマン・サックス等がベトナム企業へ出資している。

また、欧米や日本だけのFDIでなく、韓国系企業やASEAN企業、さらには諸外国政府系の投資ファンドやベンチャーキャピタル等からの出資も多い。ベトナム企業も外国から投資(資金)を活用して、積極的に企業買収や事業拡大を展開している。ベトナムのコングロマリットとして、大手食品のマサングループの他、ベトナムトップ企業で不動産開発のビンググループ、巨大IT企業のFPTコーポレーション、不動産開発のT&Tグループ、金融業のパオベトグループ等による企業競争が激しい状況である。

## 5.2 マサングループの株主構造

マサングループは、2021年10月22日現在、資本金は11,805,346,920,000VND、流通株式数は1,180,534,692株、株価(2021年10月21日終値)は140,200VND、時価総額(2021年10月21日現在)は165,510,963,818,000VND、外国人株式保有率は32.27%(2021年10月18日現在)で残りの67.73%が国内株主である。また、マサングループは、ベトナムの大企業では数多く見られる進化・成長形態は国営企業から民間企業への転換ではなく、そもそもベトナム政府による株式保有はなく、純粋な民間企業である。

マサングループにおける5つの上位株主は、2021年9月24日現在、(1) マサン株式会社の31.50%、(2) ホアフオンズオン建設の13.33%、(3) SK Investment Vina I Pte. Ltd. の9.31%、(4) Ardolis Investment Pte. Ltd. の5.58%、(5) GIC/Government of Singapore の3.11%で、合計62.83%の株式保有であり、上場企業としては流動性が低いのが現状である。

#### (1) マサン株式会社 (Masan Joint Stock Company)

筆頭株主のマサン株式会社は、グエン・ダン・クアン (Mr. Nguuyen Thanh Quang) 現会長の同族会社である。なお、クアン会長 (男性・57歳) は、自身が所有する総資産が12億USDで2,378位、米経済誌フォーブス誌 (Forbes) が発表した2021年版の世界長者番付に、ベトナムからランクインした6人の中の1人である。

また、その世界長者番付の中で、マサングループからはテクコムバンクのホー・フン・アイン (Mr. Ho Hung Anh) 現会長 (男性・50歳) も自身が所有する総資産が16億USDの1,931位で、2021年版の世界長者番付にランクインしている (VIETJO, 2021)。

#### (2) ホアフオンズオン建設 (Hoa Huong Duong Construction)

第2位株主のホアフオンズオン建設は、不動産や建設を手掛けている民間企業であり、2015年にベトナムのコングロマリットのトップ企業であるビングループが5兆6,800億VND (約2億5,500万USD) で買収している。なお、この買収により、ビングループはホアフオンズオン建設の子会社であるビナコネックス・ベトテル都市開発 (Vinaconex-Viettel Urban Development)<sup>13</sup> の株式98.3%を取得し、スマートシティ戦略等による都市を開発している。

大手ゼネコンであるビナコネックス・ベトテルは、一般・工業・交通・灌漑・水力発電所・変電所・電線システム・上水道の建設及び建築、不動産経営、建設資材の生産販売、労働者派遣等の事業を展開しており、ハノイのナムトゥリエム区 (Hanoi Nam Turiem District) にある215haの用地で投資主として都市区案件を開発している。

#### (3) SK Investment Vina I Pte. Ltd. (SK インベストメント・ビナI)

第3位株主のSK Investment Vina I Pte. Ltd. は、シンガポールに2018年設立、SKグループのSK Inc. とSK Innovation, SK Telecom, SK E&S, SK Hynix の5社が共同出資して設立したSK東南アジア投資会社である。SK インベストメント・ビナIは、シンガポール企業として運営されており、シンガポール会計企業規制庁 (ACRA)<sup>14</sup> の登録企業である。

この投資会社は、シンガポールのプライベートリミテッドカンパニー (PLC: Private Limited Company)<sup>15</sup> として登録され、主に経営コンサルタントサービスの分野で事業を展開

している。SK 東南アジア投資会社によるザ・クラウン・エックスの子会社であるビンコマースへの出資は、ビンコマースが米国の Amazon や中国の阿里巴巴のように、オンライン（ネット）とオフライン（実店舗）を結びつけたオムニチャネル（Omni-Channel）事業者に成長すると期待しての投資である。

#### (4) Ardolis Investment Pte. Ltd.（アルドリス・インベストメント）

第4位株主の Ardolis Investment Pte. Ltd. は、シンガポールに2016年設立、事業の主な活動はシンガポール政府の投資会社で、投資ファンドの運営と管理である。アルドリス・インベストメントは、シンガポール企業として運営されており、ACRAの登録企業である。

この投資会社は、シンガポールの PLC として登録され、主に経営コンサルタントサービスの分野で事業を展開している。

なお、2021年9月1日にシンガポール政府投資ファンド（GIC）のメンバーであるアルドリス・インベストメントは、契約によりマサングループ株式の1,960万株を売却している。この売却によって、アルドリス・インベストメントとGICの保有株式数は、保有比率は10.34%から8.69%に減少し、アルドリス・インベストメントの保有株式は65,930,342株（保有比率5.58%）、GICの保有株式は36,712,260株（保有比率3.11%）となっている（Hà Anh, 2021）。

#### (5) GIC（Government of Singapore Investment Corporation）（シンガポール政府投資ファンド）

第5位株主のGICは、シンガポール金融管理局（MAS: Monetary Authority of Singapore）、及びシンガポール政府が所有する投資会社（政府が所有し、公的資金を運用する投資ファンドのソブリン・ウェルス・ファンド）のテマセク（Temasek）と並んで、シンガポール政府の準備金を管理する3つの投資事業体のひとつである。

GICは、シンガポール政府の金融資産を管理し、長期的に投資し、資金の国際的な購買力を維持し、強化することを目的としている。なお、テクマクは、1974年設立、2021年3月31日時点のポートフォリオ価値は3,810億SGD（シンガポールドル）（Singaporeは24%、Chinaは27%、Asia（ex Singapore, China）は13%、Australia, New Zealandは4%、Europe, Middle East, Africaは12%、Americasは20%）、シンガポール政府が保有している株式資産等の運営・管理を行う目的で設立された政府系投資会社である。

また、テクマクの投資活動は、Digitisation（デジタル化）、Sustainable Living（持続可能な生活）、Future of Consumption（消費の未来）、Longer Lifespans（長い寿命）の4つの投資方針であり、ベトナムは最適な投資先となっている。また、ベトナムや、シンガポール国内だけでなく、日本を含めたアジア投資を積極的に拡大している（Temasek, 2021）。

### 5.3 マサングループの事業戦略の特徴と課題

近年、ビングループでは、2018年10月に地場スーパーのフィビマートを買収したり、2019年4月にシンガポール系コンビニエンスストアのショップ & ゴーを買収したり、2019年4月に地場クイーンズランド・マートを買収し、積極的な小売り事業の拡大戦略に乗り出していた。その結果、ビングループの小売事業運営会社のVinCommerceのスーパーマーケットのビンマート（VinMart）とコンビニのビンマート・プラス（VinMart+）は、ベトナムで約3,120店舗（VinMartの約120店舗、VinMart+の約3,000店舗）から成る国内最大規模の小売チェーンとなっていた。

しかし、2019年12月3日、ビングループは同社の小売事業を大幅に縮小し、VinMartとVinMart+の運営会社のVinCommerceと農業投資生産開発の運営会社のVinEcoの経営権をマサングループに譲渡（売却）したのである。これは、不動産事業が主力のビングループによるVinCommerceとVinEcoの株式売却は、グループ企業として傘下の小売部門が大きな赤字で経営の足を引っ張っていたためである。

その後、マサングループは、2021年4月、韓国SKグループに対して、VinCommerce株式の約16.3%（4.1億USD）を売却し、同社との協業による相乗効果を期待している。そして、マサングループはVinCommerce買収の結果、小売部門は2020年は収益に貢献し始めている。

2021年8月末現在、マサングループは、直接子会社の5社、間接子会社の76社、直接関係会社の1社、間接関係会社の6社等の合計88社の企業群が存在する。なお、子会社・関係会社の関係は、持株比率（保有株数）の違いによって直接会社と間接会社、及び子会社と関係会社に分類される。

マサングループでは、前述のように、(1) The Crownx（食品・飲料業）、(2) Masan Meatlife（肉産業チェーン業）、(3) Masan High-Tech Materials（鉱業・鉱物加工業）、(4) Techcombank（銀行業）の4つの事業分野に再編し、ビジネスを推進している。現在、持株会社のマサングループ本体（Masan Group Corporation）がホーチミン証券取引所へ上場、3つの子会社（Masan High-Tech Materials、Masan Meatlife、Masan ConsumerがUPCoM店頭市場に登録）、1つの関連会社のテクコムバンクがホーチミン証券取引所へ上場している。

マサングループは、ベトナムを代表するコングロマリットとして、これまで食品事業を創業し、ビジネス分野を確立した後、食品・飲料を中心とする消費関連製品の生産と販売、小売事業、畜産・資料・食肉の生産と販売、鉱業による資源開発、金融・銀行業等を含む幅広い事業を展開している。その事業展開の原資になっているのが、海外の企業や政府による投資ファンドやベンチャーキャピタル等からの投資である。

マサングループでは、これまで順調に事業を拡大しているが、いくつかの課題がある。



例えば、マサングループと3つの子会社、1つの関連会社がベトナムの証券市場へ上場することで、親子間上場の課題である。これは、欧米先進国でも顕著となった親子間企業のガバナンスの課題（株主・経営者・従業員・顧客・取引先等のステークホルダー等）のことである。つまり、親会社の少数の株式保有により、子会社に対する100%の意思決定権を用いて、子会社企業を親会社のために利用されることになる。このことは、親会社だけでなく、グループ間での株式保有、株式持ち合いといったことで同じ課題がある。

また、マサングループは、外国人株式保有率が32.27%と高いことである。外国人投資家は、長期的に株式を保有する安定株主である保障が少ないとともに、経営参加への意思が強く、議決権を合理的に行使する傾向がある。また、株式会社の最高意思決定機関である株主総会について、そして企業活動の実務も影響を受けることになる。

## 6. おわりに

ベトナムは、ASEANの後発新興国と位置づけられるCLMVの中では、国内総生産（GDP）及び一人当たりGDPのいずれもが、他国に比べて成長率が著しい発展を遂げている。また、ドイモイ以降では、国営企業と民間企業、国内企業と外資系企業、有限会社と株式会社、多国籍企業やコングロマリット、持株会社の出現等と多様な企業形態が見られる。

マサングループは、ベトナムのコングロマリットとして、グループ全体で積極的な事業展開を行っており、複数の事業を所有している。そして、多数の傘下企業による多業種の事業展開により、各種の要素が他の要素と合わさる事によって、単体で得られる以上の結果を上げるシナジー効果を期待した経営戦略を推進している。

そして、マサングループは、創業以来、積極的な事業拡大により、事業及び収益が順調に拡大している。その事業展開の原資になっているのが、海外の官民からの投資である。しかし、マサングループには、いくつかの課題も存在しており、今後の事業展開や企業成長を達成していくためには、各種課題に対応する必要がある。

## 謝 辞

本研究は、科研費（基盤（B）・研究課題番号：19H01532）「日系企業と現地 NGO 協働の BOP 戦略と持続可能なビジネス生態系に関する研究」の支援を受けました。

## 注

- 1 本論文は、2021年10月2日（土）に敬愛大学で開催（オンライン開催）の日本マネジメント学会第84回全国研究大会・自由論題報告での研究発表の予稿論文「ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察—マサングループの事例を中心として—」の内容について、コメンテータの指摘事項やフロアからの意見、アドバイス等を基に改訂したものである（税所、2021）。
- 2 筆者は、2016年9月13日（火）から9月16日（金）までの第1回フィールドスタディである現地調査をはじめ、以降、複数回にわたりベトナムを訪問し、北部の首都ハノイ、南部の商都ホーチミン、中部のビンズン等を訪問することで、産業集積や産業クラスター戦略、及びベトナム進出日系企業、ベトナムのローカル企業、及び行政機関、金融機関等の実態についてのインタビューやアンケートの調査を行った。
- 3 後発開発途上国（LDC：Least Developed Country）は、国連開発計画委員会（UNCDP：United Nations Committee for Development Policy）が認定の3つの基準①国民総所得（GNI：Gross National Income）、②経済的脆弱性指標（EVI：Economic Vulnerability Index）、③人的資源開発指標（HAI：Human Assets Index）に基づいて、国連経済社会理事会の審議を経て、国連総会の決議により認定された特に開発の遅れた国々のことである。LDCは、3年に一度LDCリストの見直しが行われる。2017年6月、アジアのバングラデシュ、ラオス、カンボジア、ミャンマー、ネパール、アフガニスタン、ブータン、イエメン、東ティモールの9カ国がLDCと認定された。また、2018年3月、国連貿易開発会議（UNCTAD：United Nations Conference on Trade and Development）は、アジアのラオス、ミャンマー、バングラデシュの3カ国がLDCの卒業基準を満たしたと発表している。3カ国は、2021年に再度3つの基準を満たせば、2024年にLDC卒業となる（JETRO、2018；外務省、2020a；外務省西アジア課、2020）。なお、UNCTADは、1964年、国連常設の政府間機関として、及び国連総会の補助機関として設置された機関で、事務局はスイスのジュネーブである。貿易と開発、及び金融、投資、技術、持続可能な開発の関連問題に総合的に対応する国連の中心的な機関である。
- 4 新興国（Emerging Countries）とは、日欧米等の先進国に対し、現在の経済水準はまだ低いものの、高い経済成長の可能性を秘めた国々のことである。具体的には、中南米や東南アジア、中東、東欧等の国々を指しており、BRICs（ブラジル（Brazil）、ロシア（Russia）、インド（India）、中国（China））、VISTA（ベトナム（Vietnam）、インドネシア（Indonesia）、南アフリカ（South Africa）、トルコ（Turkey）、アルゼンチン（Argentina））、ネクスト11（ベトナム（Vietnam）、韓国（South Korea）、インドネシア（Indonesia）、フィリピン（Philippines）、バングラデシュ（Bangladesh）、パキスタン（Pakistan）、イラン（Iran）、エジプト（Egypt）、トルコ（Turkey）、ナイジェリア（Nigeria）、メキシコ（Mexico））等に分類されている。
- 5 例えば、市場経済化のもとで、ホーチミン証券取引所（HOSE：Ho Chi Minh Stock Exchange）が2000年7月設立、ハノイ証券取引所（HNX：Hanoi Stock Exchange）が2005年7月設立される（THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ, 1998）。なお、2020年12月、ベトナム証券取引所（VNX：Vietnam Stock Exchange）設立が承認、VNXはホーチミン証券取引所及びハノイ証券取引所を完全子会社化する（THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ, 2020）。
- 6 国内総生産（GDP：Gross Domestic Product）は、一定期間内に国内で産み出された物やサービスの付加価値の合計で、国内での一人ひとりの経済活動の合計である。したがって、GDPは人口の多さに影響されるかもしれないため、平均的な豊かさを示す指標としては、GDPを人口で割った一人当たりGDP（国民1人当たりの利益）が用いられる。
- 7 アジア太平洋地域の経済連携の新たな枠組みのRCEP（Regional Comprehensive Economic Partnership：地域的な包括的経済連携）協定は、2020年11月に日本と中国、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、及び東南アジア諸国連合（ASEAN）の15カ国が署名している。RCEPは、世界のGDPの3割を占める巨大経済連携協定であり、参加国15カ国全体で9割以上の品目について関税を段階的に撤廃することが合意されている。

- 8 大和総研では、ベトナムの主な企業形態について、(1) 株式会社と (2) 株式会社以外の主な企業形態に大別している。その上で、(1) については、①公開企業の上場企業と未上場公開企業、②非公開企業の公開企業の定義にあてはまらない株式会社の2つの企業形態、(2) については、①有限会社、②合名会社、③私営企業の3つの企業形態に分類している (新田, 2012)。
- 9 フォーチュン 500 (Fortune 500) は、米国フォーチュン誌が年1回編集・発行するリストの1つで、全米上位 500 社がその総収入に基づきランキングされている。フォーチュン 500 では、収入が公開されているすべての企業がランキング対象である。
- 10 Techcombank (Vietnam Technological and Commercial Joint-Stock Bank) は、国営資本が入るベトナム国内 9 行大手国営銀行とは異なり、完全に民間資本の銀行である (Techcombank, 2021)。なお、ベトナムでは、1986 年 12 月の共産党大会でドイモイ政策が決定され、Agribank (ベトナム農業農村開発銀行)、Vietcombank (ベトナム外商銀行)、VietinBank (ベトナム産業貿易銀行)、BIDV (ベトナム投資開発銀行)、CBbank (ベトナム建設銀行)、Oceanbank (オーシャンバンク)、GPBank (グローバル石油共同株式商業銀行)、ベトナム社会政策銀行とベトナム開発銀行の国営銀行 9 行が設立された。
- 11 EPC 契約とは、建物や工場等の建設に関する契約のひとつである。設計 (Engineering)、調達 (Procurement)、建設 (Construction) を含む建設プロジェクトの建設工事請負契約のことで、この契約を結んだ業者が建設工事の元請となり、様々な下請け業者の手配や工事の監理等を行うことになる。
- 12 オムニチャネル (Omni-Channel Retailing) とは、スーパーマーケットやコンビニ等の店舗や EC サイト、及びソーシャル・ネットワーキング・サービス (SNS: Social Networking Service) 等の顧客との接点において、オンラインやオフラインを問わずに、あらゆるメディアを活用して顧客と接点を作り、購入の経路を意識させずに販売促進につなげることである。これは、実店舗とネットショップの境をなくした新しいショッピングの形態である。
- 13 国防省傘下で携帯通信大手の軍隊工業通信グループ Viettel Group (ベトテル) は、2018 年 11 月 22 日、ハノイ証券取引所 (HNX) で保有する大手ゼネコンのピナコネックス株式を競売方式で売り出し、完売で約 2 兆 VND (約 98 億円) を調達している (VINACONEX, 2021)。
- 14 シンガポールの会計企業規制庁 (ACRA: Accounting and Corporate Regulatory Authority) は、日本における企業の登記簿謄本と同じように、シンガポールにある会社の存在を公的に示す文書 (BIZ FILE: シンガポール現地法人の登記簿謄本) の管理を行っている (ACRA, 2021)。
- 15 シンガポールのプライベートリミテッドカンパニー (PLC: Private Limited Company) には、次のような主なメリットがある。第 1 は、外国人株主は PLC のすべての株を所有できることである。第 2 は、低い税率が適用され、最初の 3 年は大きな免税が利用可能である。第 3 は、株主責任は有限責任で、自己の資本拠出に限定されていることである。第 4 は、最低資本金はなく、必要最低限の授權資本または株式資本がないことである。第 5 は、小規模企業には監査が必要ないことである。

## 参考文献

- ACRA (Accounting and Corporate Regulatory Authority). Home Page. (2021), <<https://www.acra.gov.sg/>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)
- Alibaba Group Holding Limited (阿里巴巴集团). Home Page. (2021), <<https://www.alibabagroup.com/en/global/home>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)
- BPEA (Baring Private Equity Asia). Home Page. (2021), <<https://www.bpeasia.com/>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)
- Coco Liu, & Mai Ngoc Chau (2021), *Alibaba Leads \$400 Million Investment in Vietnam Retail Firm, Technology*, 2021/05/18 12:11 JST, Bloomberg. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-05-18/>>

- alibaba-leads-400-million-investment-in-vietnam-retail-giant> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Encyclopaedia Britannica (2007), *Conglomerate, business*, Britannica. <<https://www.britannica.com/topic/conglomerate-business>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- GIC (Government of Singapore Investment Corporation). Home page. (2021), <<https://www.gic.com.sg/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Hà Anh (2021), *Quyế Chính phủ Singapore đã bán thoả thuận hơn 19 triệu cổ phiếu MSN thu về hơn 2.500 tỷ đồng, Chứng khoán*, 07:25 14/09/2021, VnEconomy. <<https://vneconomy.vn/quy-chinh-phu-singapore-da-ban-thoa-thuan-hon-19-trieu-co-phieu-msn-thu-ve-hon-2-500-ty-dong.htm>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- HNX (Hanoi Stock Exchange). Home page. (2021), <<https://hnx.vn/en-gb/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- HOSE (HoChiMinh Stock Exchange). Home page. (2021), <<https://www.hsx.vn/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- IMF (International Monetary Fund) (2021), *World Economic Outlook Database*, April 2021, IMF. <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- KKR (Kohlberg Kravis Roberts). Home page. (2021), <<https://www.kkr.com/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Masan Group. Home page. (2021), <<http://www.masangroup.com>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Masan High-Tech Materials Home Page (2021), <<https://masanhightechmaterials.com/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Masan Meatlife Home Page (2021), <<https://www.masanmeatlife.com.vn/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- MCC (Masan Consumer Corporation). Home page. (2021), <[www.masanconsumer.com](http://www.masanconsumer.com)> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Minh Hồng (2020), *Ardolis Investment đã mua gần 39 triệu cp Masan, dịch nội bộ*, 22/05/2020 19:10, VIETSTOCK. <<https://vietstock.vn/2020/05/ardolis-investment-da-mua-gan-39-trieu-cp-masan-739-761499.htm>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Mount Kellett (Mount Kellett Capital Management). Home page. (2021), <<https://www.mountkellett.com/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Ngọc Ánh (2021), *Nhóm quỹ GIC bán ra 19,5 triệu cổ phiếu MSN, thu về hơn 2.500 tỷ đồng?*, M&A, 19:43 01/09/2021, vietnamfinance. <<https://vietnamfinance.vn/nhom-quy-gic-ban-ra-195-trieu-co-phieu-msn-thu-ve-hon-2500-ty-dong-20180504224258098.htm>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Salvatore Zecchini (2002), *Glossary of Industrial Organisation Economics and Competition Law*, OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development). <<https://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- SK Inc. Home page (2021), <<https://eng.sk.com/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Techcombank (Vietnam Technological and Commercial Joint Stock Bank) Home Page (2021), <<http://www.techcombank.com.vn/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Temasek. Home page (2021), <<http://www.temasek.com.sg/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- TênDoanhNghiep.VN (2021), *MST 0109658301-CÔNG TY CỔ PHẦN CÔNG NGHỆ SINH HỌC VINBIOCARE*, VinaETech. <<https://tendoanhnghiep.vn/thong-tin/cong-ty-co-phan-cong-nghe-sinh-hoc-vinbiocare-58301.html>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- Tiberon Minerals. Home page. (2021), <<http://www.tiberon.com/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- VCM (VinCommerce General Trading Service). Home Page. (2021), <<https://enterpriseasia.org/area/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- VFS (Vietnam Finance Society). Home page. (2021), <<https://vfsociety.org/gallery/one-mount-group/>> (2021 年 10 月 13 日閱覽)
- VIỆT NAM THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ (1998), *QUYẾT ĐỊNH: VỀ VIỆC THÀNH LẬP TRUNG TÂM GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN*, Số: 127/1998/QĐ-TTg, Hà Nội, ngày 11 tháng 7 năm 1998, Thư Viện Pháp Luật. <<https://>

- thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Quyét-dinh-127-1998-QĐ-TTg-thanh-lap-Trung-tam-Giao-dich-chung-khoan-41798.aspx> (2021年10月13日閲覧)
- VIỆT NAM CHÍNH PHỦ (2003), *NGHỊ ĐỊNH: CỦA CHÍNH PHỦ SỐ 144/2003/NĐ-CP NGÀY 28 THÁNG 11 NĂM 2003 VỀ CHỨNG KHOÁN VÀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN*, Số: 144/2003/NĐ-CP, Hà Nội, ngày 28 tháng 11 năm 2003, Thư Viện Pháp Luật. <<https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Nghi-dinh-144-2003-ND-CP-chung-khoan-thi-truong-chung-khoan-51625.aspx>> (2021年10月13日閲覧)
- Vietnam Credit (2021a), *Vinacademy Education and Training Company information*, Vietnam Credit. <[https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vinacademy-education-and-training-limited-liability-company\\_79787](https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vinacademy-education-and-training-limited-liability-company_79787)> (2021年10月13日閲覧)
- Vietnam Credit (2021b), *Vinfa Company information*, Vietnam Credit. <[https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vinfa-joint-stock-company\\_62741](https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vinfa-joint-stock-company_62741)> (2021年10月13日閲覧)
- Vietnam Credit (2021c), *Vingroup Ventures Company information*, Vietnam Credit. <[https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vingroup-ventures-joint-stock-company\\_695348](https://vietnamcredit.com.vn/products/companies/vingroup-ventures-joint-stock-company_695348)> (2021年10月13日閲覧)
- Viet Nam News (2019), *Singaporean fund raises stake in Masan to 5.67 per cent*, *Economy*, February, 20/2019 - 16:40, Viet Nam News. <<https://vietnamnews.vn/economy/505691/singaporean-fund-raises-stake-in-masan-to-567-per-cent.html>> (2021年10月13日閲覧)
- VIỆT NAM QUỐC HỘI (2020), *LUẬT, DOANH NGHIỆP*, Luật số: 59/2020/QH14, Hà Nội, ngày 17 tháng 6 năm 2020, Thư Viện Pháp Luật. <<https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Luat-Doanh-nghiep-so-59-2020-QH14-427301.aspx>> (2021年10月13日閲覧)
- VIỆT NAM THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ (2009), *QUYẾT ĐỊNH: VỀ VIỆC THÀNH LẬP SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN HÀ NỘI*, Số: 01/2009/QĐ-TTg, Hà Nội, ngày 02 tháng 01 năm 2009, Thư Viện Pháp Luật. <<https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Quyét-dinh-01-2009-QĐ-TTg-thanh-lap-So-Giao-dich-Chung-khoan-Ha-Noi-83484.aspx>> (2021年10月13日閲覧)
- VIỆT NAM THỦ TƯỚNG CHÍNH PHỦ (2020), *QUYẾT ĐỊNH: THÀNH LẬP, TỔ CHỨC VÀ HOẠT ĐỘNG CỦA SỞ GIAO DỊCH CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM*, Số: 37/2020/QĐ-TTg, Hà Nội, ngày 23 tháng 12 năm 2020, Thư Viện Pháp Luật. <<https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Chung-khoan/Quyét-dinh-37-2020-QĐ-TTg-thanh-lap-to-chuc-hoat-dong-cua-So-giao-dich-Chung-khoan-Viet-Nam-460730.aspx>> (2021年10月13日閲覧)
- Vietnamreport (2021), *VNR500 TOP500*, Vietnamreport. <<https://vnr500.com.vn/>> (2021年10月13日閲覧)
- Vinacafe Bien Hoa. Home Page. (2021), <<https://www.vinacafebienhoa.com/>> (2021年10月13日閲覧)
- VINACONEX (TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN XUẤT NHẬP KHẨU & XÂY DỰNG VIỆT NAM). Home Page. (2021) <<https://www.vinaconex.com.vn/>> (2021年10月13日閲覧)
- VinID. Home Page. (2021), <<https://vinid.net/>> (2021年10月13日閲覧)
- VNPAY (Vietnam Pay Solution). Home Page. (2021), <<https://www.vnpay.vn/>> (2021年10月13日閲覧)
- Warburg Pincus. Home Page. (2021), <<https://warburgpincus.com/>> (2021年10月13日閲覧)
- 天川直子編 (2006) 『後発 ASEAN 諸国の工業化—CLMV 諸国の経験と展望—』, JETRO アジア経済研究所。
- 石川博友・山岡清 (1968) 『コングロマリット経営—アメリカ資本主義の生んだ買収哲学—』, ダイアモンド社。
- NNA ASIA (2020) 「首相、ベトナム証券取引所設立を承認 ホーチミン・ハノイ証取を傘下に」『株式』, 2020/12/29 15:44 JST 配信, Kyodo News Group. <[https://www.viet-jo.com/news/stock/20122821\\_4605.html](https://www.viet-jo.com/news/stock/20122821_4605.html)> (2021年10月13日確認)
- NNA ASIA (2021) 「ハノイ証取、23年7月に新規上場停止を検討」『アジア経済ニュース』, Kyodo News Group. <<https://www.nna.jp/news/show/2178747>> (2021年10月13日確認)
- 税所哲郎 (2021a) 「ベトナムにおける経済発展とコングロマリットに関する一考察—ビングループの事例を中心に—」『グローバルゼーション研究』, Vol.18 No.1, pp.21-40, 工業経営研究学会・グローバルゼーション

ン研究分科会。

税所哲郎 (2021b)「ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察—情報通信産業の FPT Corporation の事例を中心として—」『一般社団法人日本生産管理学会 第 54 回全国大会講演論文集』, pp.78-79, 日本生産管理学会。

税所哲郎 (2021c)「ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察—T&T グループの事例を中心にして—」『工業経営研究学会 第 36 回全国大会予稿集』, pp.50-53, 工業経営研究学会。

税所哲郎 (2021d)「ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察—バオベトグループの事例を中心にして—」『情報経営・第 82 回全国大会予稿集【秋号】』, pp.85-88, 日本情報経営学会。

税所哲郎 (2021e)「ベトナムにおけるコングロマリットに関する一考察—マサングループの事例を中心として—」『日本マネジメント学会 第 84 回全国研究大会予稿集』, pp.64-66, 日本マネジメント学会。

澤田貴之 (2017)『アジアのコングロマリット—新興国市場と超多角化戦略—』, 創成社。

武田晴人編 (1995)『日本産業発展のダイナミズム』, 東京大学出版会。

竹若敬三 (2021)「(中国特集) ラオスから見た中国」『時事コラム』, 2021 年 4 月 25 日, 霞関会。<<https://www.kasumigasekikai.or.jp/%EF%BC%88%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E7%89%B9%E9%9B%86%EF%BC%89%E3%83%A9%E3%82%AA%E3%82%B9%E3%81%8B%E3%82%89%E8%A6%8B%E3%81%9F%E4%B8%AD%E5%9B%BD/>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)

坪井善明 (1994)『ヴェトナム「豊かさ」への夜明け』, 岩波新書。

恒石隆雄 (2006)「GMS 諸国で高まる中国の経済的影響」『海外研究員レポート』, 2006-01, pp.1-5, 日本貿易振興機構 アジア 経済 研究所。<[https://www.ide.go.jp/Japanese/IDEsquare/Overseas/2006/ROR200603\\_001.html](https://www.ide.go.jp/Japanese/IDEsquare/Overseas/2006/ROR200603_001.html)> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

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 (2005 年 12 月), pp.49-58, 国際東アジア研究センター。

永田貴洋 (2004)「金融コングロマリットの経済学」『金融フロンティア』, 第 17 号, 金融庁金融研究研修センター。

新田亮之 (2012)「ベトナムの証券市場の概況と課題:法律の実効性を高めることが今後の発展のカギとなる」『経済分析』, 2012 年 09 月 03 日, 大和総研。<<https://www.dir.co.jp/report/research/economics/emg/12090302capital-mkt.pdf>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

日本経済新聞社 (2019)「韓国 SK, ベトナム複合企業最大手に出資 2 位株主に 情報通信など連携」, (2019/05/17 付朝刊), 日本経済新聞。

林昇一 (1976)「コングロマリットの多角化戦略とその特質 (現代の経営参加)『経営学論集』, 46 (0), pp.149-155, 日本経営学会。

細川大輔 (2019)「ベトナム新興財閥の研究—ビンググループのケース—」『大阪経大論集』, 第 69 巻 第 5 号, pp.97-110, 大阪経大学会。

VIET KABU (2019)「ビンググループの小売部門, マサンへの譲渡後に健全化を期待」『ホーチミン証取』, 2019/12/04 14:36 JST 更新, VERAC。<[https://www.viet-kabu.com/news\\_d/hochiminh/19120413\\_4202.html](https://www.viet-kabu.com/news_d/hochiminh/19120413_4202.html)> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

VIETJO (2019)「ビング傘下の大学ピンユニ, 3 分野で学生募集開始」『VIETJO ベトナムニュース』, 2019/11/15 03:14 JST 配信, VERAC。<<https://www.viet-jo.com/news/social/191114002915.html>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

VIETJO (2020a)「工業団地・経済区、1～10 月期の FDI 認可総額 8600 億円」『VIETJO ベトナムニュース』, 2020/11/09 13:41 JST 配信, VERAC。<<https://www.viet-jo.com/news/economy/201106160709.html>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

VIETJO (2020b)「首相, ベトナム証券取引所設立を承認—ホーチミン・ハノイ証取を傘下に」『VIETJO ベトナムニュース』, 2020/12/29 15:44 JST 配信, VERAC。<<https://www.viet-jo.com/news/stock/201228214605.html>> (2021 年 10 月 13 日閲覧)。

- VIETJO (2021) 「世界長者番付にベトナムから6人, ビンG 会長がトップ400 入り」『VIETJO ベトナムニュース』, 2021/04/08 06:39 JST 配信, VERAC。<<https://www.viet-jo.com/news/economy/210407191920.html>> (2021年10月13日閲覧)。
- Bom (blog of mobile) (2019) 「ベトナムのVingroup, 携帯電話小売のVienthongA をVinPro に統合」『海外携帯電話』, 2019年11月30日, blog of mobile。<<http://blogofmobile.com/article/121829>> (2021年10月13日閲覧)。
- 三菱マテリアル Home Page. (2021), <<https://www.mmc.co.jp/corporate/ja/>> (2021年10月13日閲覧)。
- 山崎広明 (1995) 「日本産業発展のダイナミズム」, 武田晴人編『日本産業発展のダイナミズム』(東京大学産業経済研究叢書), 東京大学出版会。
- 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 (1981) 『日本企業の多角化戦略』, 日本経済新聞社。
- 渡辺明 (1984) 『コングロマリット研究』, ミネルヴァ書房。