

2016年2月1日

# Mizuho Industry Focus

Vol. 177

## ASEAN のコングロマリット ～ASEAN 経済における重要性と日本企業との協業可能性～

志村 綾野

### 〈要 旨〉

- ASEAN の地場の企業グループは、ASEAN の経済成長を取り込んで急成長を遂げ、中核事業において独占・寡占ともいえる市場シェアを有し、大規模かつ多角的に事業を行う「コングロマリット（複合企業）」となった。コングロマリットの ASEAN 経済におけるプレゼンスは非常に大きく、同地域において事業を行う日本企業にとって、その動向はますます重要になろう。
- 政府系コングロマリット・民間コングロマリットいずれも、戦後各国政府が実施した産業政策、すなわち輸入代替型工業化、輸出指向型工業化および産業高度化政策と不可分に発展してきた。その発展過程には、各国特有の歴史的背景があった。
- コングロマリットの多角化は、経済発展に応じた市場出現による要因、政府の政策動向により市場環境が変化する政策要因、ならびに企業統治による要因によって生じた。多角化の方法として外国資本との提携が行われ、中でも日本企業はポピュラーな提携相手であった。
- コングロマリットの強固な事業基盤は、様々な強みによって支えられている。即ち、強固なサプライチェーン、地場顧客のニーズを熟知した上での的確な価格・品質・チャンネル戦略、現地規制・政策への対応力である。
- ASEAN 市場は多様性を内包しており、進出にあたっては自社事業の「現地化」が肝要である。コングロマリットとの提携は日本企業が ASEAN 展開において「現地化」を推進する上での有用な選択肢となりえよう。
- 日本の内需成長が大きくは期待できない中、日本企業はグローバル市場における中長期的なプレゼンス維持のため海外需要の取り込みを急がなければならない。ASEAN のコングロマリットとの提携を通じて ASEAN 市場を攻略することは、中長期的な成長戦略の一助となるのではないだろうか。

目次ASEAN のコングロマリット  
～ASEAN 経済における重要性と日本企業との協業可能性～

I. はじめに	.....	2
II. ASEAN の経済成長とコングロマリット	.....	3
III. ASEAN のコングロマリットの類型	.....	6
IV. コングロマリットの多角化過程	.....	18
V. ASEAN のコングロマリットと日本企業の ASEAN 展開	.....	23
VI. おわりに	.....	29

## I. はじめに

日本企業の進出先として、高まるASEAN地域市場の魅力

日本経済が低成長にあえぐ中、日本企業が収益機会を求める海外市場として、東南アジア諸国連合(以下、ASEAN)地域の魅力が近年特に高まっている。日本から距離が近い製造拠点として、あるいは経済成長に伴い拡大しつつある消費市場として、新規進出に高い関心を持つ企業は少なくなく、既に進出を果たしている企業においても、事業の規模および領域を拡大しようという動きが目立っている。

日本企業との提携で耳目を集めるも日本での認知が薄いASEANのコングロマリット

最近、ASEANにおける日本企業の事業活動について、注目を集めたニュースが2件あった。1つは、伊藤忠商事とタイのCPグループ(Charoen Pokphand Group)との相互出資<sup>1</sup>(2014年7月公表)および中国のCITICへの共同投資(2015年1月公表)、もう1つはセイノーホールディングスとインドネシアのサリム・グループ(Salim Group)との物流事業における合弁企業設立(2015年9月公表)である。両日本企業の相手方として、日本では聞きなれない企業グループの名前が登場している。いずれの企業グループも、自国のみならずASEANにおいても最大級の企業グループであるのだが、これらの企業について調べてみると、業種・地域両面において極めて多角化された事業を行っていること、そしてグループの全容を把握することが難しいことに気付かされるだろう。

本稿ではASEAN6のコングロマリットの実態と日本企業の提携可能性について論考

本稿では、ASEAN経済における重要な存在として、事業面もしくは地域面、あるいはその両方において多様な事業展開を遂げている大規模かつ複雑な企業グループをコングロマリット(複合企業)と総称し、その形成過程や事業拡大(多角化)の方向性、そして日本企業との提携の在り方について考察を加えていく。なお、本稿ではASEAN加盟国のうち、相対的に経済規模が大きい主要6カ国(シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム)を「ASEAN6カ国」と呼称し、主な言及対象とする。これは、当該国の経済規模に加え、日本企業の進出実績や関心の高さ、各種データの入手容易性等を考慮した上で、有用な考察が可能であると判断されたためである。

<sup>1</sup> CPグループ内の食糧事業を手がける Charoen Pokphand Foods (タイ上場)の子会社で、中国およびベトナムにおいて飼料・畜産・水産・食品加工事業を行う C.P.Pokphand (香港上場)への出資。

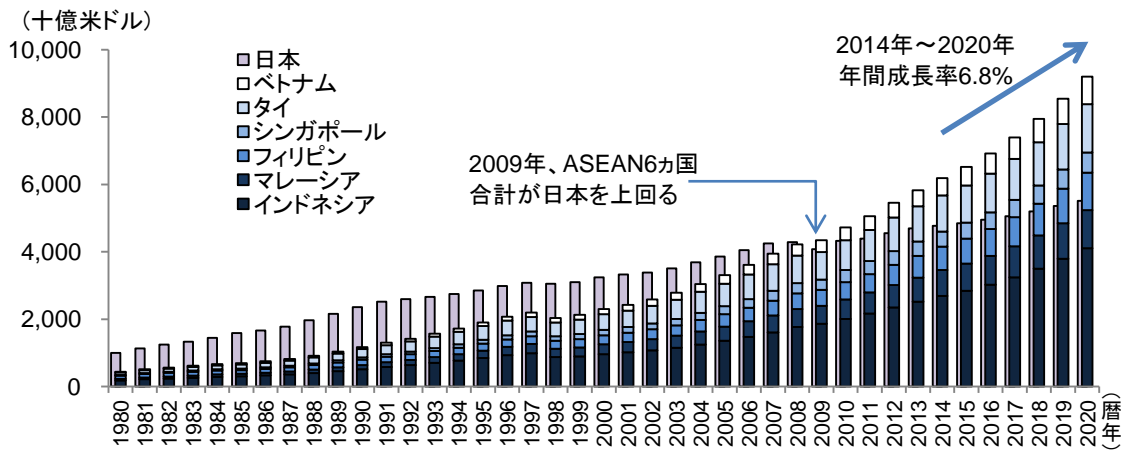
## II. ASEAN の経済成長とコングロマリット

### 1. ASEAN の経済成長

日本を GDP で超える見通しの高成長市場としての ASEAN6

ASEAN 経済は長期にわたって成長トレンドを維持している。【図表 1】に示すように、ASEAN6 カ国の GDP(購買力平価ベース、以下同)は、1997 年のアジア通貨危機、2008 年の金融危機、災害や政治イベント等による影響を受けながらも右肩上がり推移し、2009 年には ASEAN6 カ国合計が日本のそれを上回った。こうした高成長トレンドは今後も継続する見込みで、IMF 予測に基づく 2014 年から 2020 年の GDP の年平均成長率は 6.8%と、日本の 2.4%を大きく上回る見通しとなっている。

【図表 1】 ASEAN6 カ国および日本の GDP 推移(購買力平価ベース)



(出所) IMF, *World Economic Outlook Database, October 2015* よりみずほ銀行産業調査部作成  
 (注) ベトナムは 2013 年より、それ以外の国は 2014 年より IMF による予測値。

## 2. ASEAN におけるコングロマリットの重要性

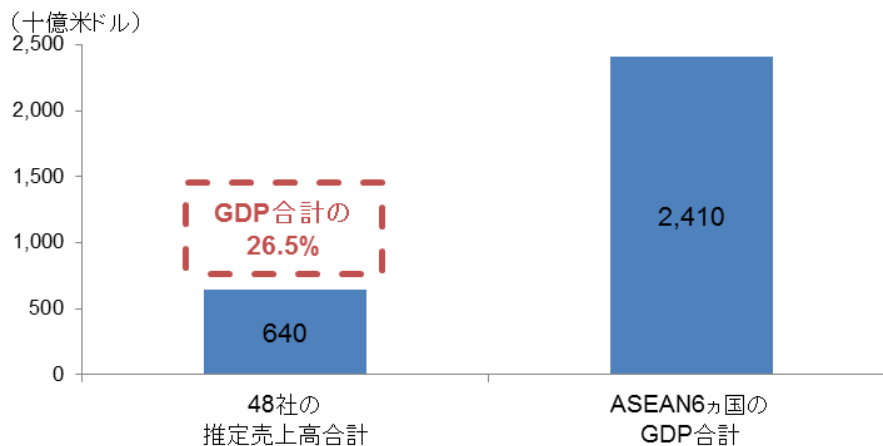
地場有力企業は ASEAN 域内の成長を取り込みコングロマリット化

このように目覚しく成長してきた ASEAN 経済において、ASEAN 域外企業による進出は件数・金額共に増加してきたが、こうした外資企業と手を組みつつ、あるいは競合しつつ発展してきた地場の有力企業グループの存在を無視することはできない。こうした有力地場企業グループの中でもとりわけ目立っているのは、ASEAN の経済成長を取り込んで急成長を遂げ、大規模かつ多角的に事業を行い複合化したもの、即ち本稿で定義するコングロマリットである。

ASEAN6 の GDP の約 1/4 を占めるコングロマリットの存在感

コングロマリットは、ASEAN 経済において非常に大きなプレゼンスを有する。ASEAN6 カ国における代表的なコングロマリット 48 社を抽出し、推定売上高を合計すると、当該国の名目 GDP 合計の 26.5% に達する(【図表 2】)。これらのコングロマリットは、今後期待される ASEAN の経済成長を取り込んで一層その存在感を高めるであろうし、したがって、ASEAN において事業を行う日本企業にとっても、こうした企業の動向はますます重要になるものと思われる。

【図表 2】コングロマリットの推定売上高合計と ASEAN6 カ国の GDP 合計



(出所) IMF, *World Economic Outlook Database, October 2015* および各種公表資料より  
みずほ銀行産業調査部作成

(注) 集計対象となったコングロマリット一覧は、巻末の【付表】を参照のこと。

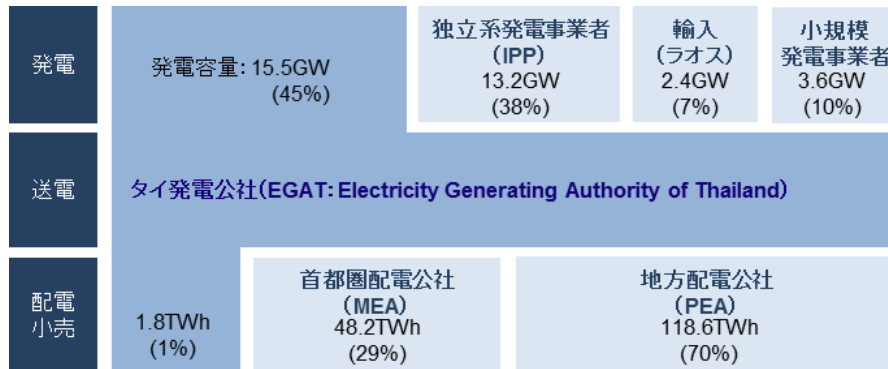
規制・政策に支えられ中核事業で圧倒的シェアを有する政府系コングロマリット

コングロマリットは、中核とする事業分野において圧倒的な市場シェアを有していることが多い。例えば、政府系コングロマリットは規制業種を中核事業とし、国内民間資本や外国資本に対する参入規制を背景にシェアを確保しやすい。特に、公共性の高い事業(送配電等)や国家財政の運営上重要な事業(石油開発等)においては、国が政策的に独占を認めている。【図表 3】に示すように、タイの電力市場においてはタイ発電公社(EGAT)が市場シェアの太宗を占めている。発電部門は自由化が進んでいるが、EGAT 自身の電源 45% に加え、独立系発電事業者(以下、IPP<sup>2</sup>)、ラオスからの輸入分、小規模発電事業者(SPP<sup>3</sup>)についても EGAT 関連企業の関与が相当数あり、独占する送電事業と合わせると、タイの電力サプライチェーンにおける EGAT の存在感は極めて大きいことが読み取れよう。

<sup>2</sup> Independent Power Producer の略。

<sup>3</sup> Small Power Producer の略。

【図表 3】 タイの電力供給構造(2014 年)

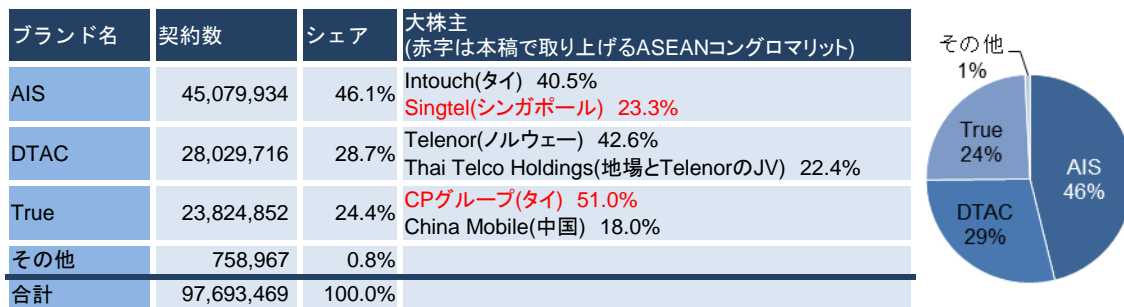


(出所)EGAT 公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

民間コングロマリットは時宜を得た事業展開で母国市場において高いシェアを獲得

一方、民間コングロマリットは、経済発展に伴って新規市場を創出したり、規制業種の規制緩和時に参入したりと、時宜を得た事業展開によって、各市場において高いシェアを築いている。例えば、タイの通信市場では、1990 年の法改正により民間資本参入が認められたが、1990 年代半ば頃より、民間各社は移動体通信事業を展開し、急拡大した市場は 3 社によって寡占されている(【図表 4】)。同 3 社の現在の大株主には、本稿で取り上げるコングロマリットが含まれており、このうち市場シェア 3 位の True 社はタイ地場の CP グループが参入当初より大株主である。CP グループはこの出資を通じて、農業関連が主軸であった自社ビジネスの多角化に成功している。

【図表 4】 タイの移動体通信市場(2015 年 3 月)



(出所) Ovum World Cellular Information Service (WCIS) (©Ovum 2016. All rights reserved) より

みずほ銀行産業調査部作成

(注) Intouch はタクシン元首相系のコングロマリットが保有していたが、現在はシンガポールの政府系ファンド Temasek Holdings が持分の 41.6%を保有している。

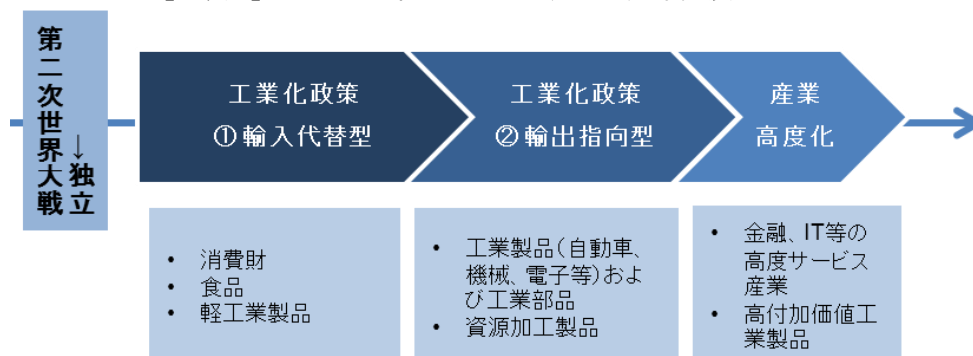
### Ⅲ. ASEAN のコングロマリットの類型

#### 1. ASEAN の経済成長とコングロマリットの形成

植民地支配からの独立と産業発展の過程

タイを除く ASEAN 各国は第二次世界大戦後、植民地宗主国からの独立を果たし、宗主国資本に依らない工業化を推進してきた。まずは輸入に頼っていた商品を内製化する輸入代替型工業化、次いで経済発展を加速させる輸出指向型工業化を政策的に促進し、現在に至るまでの高成長を実現している。各国政府による産業政策は工業化に留まらず、サービス産業の振興等、さらなる産業の高度化が目指されている(【図表 5】)。但し、実際に各国が辿ったプロセスは一樣ではなかった。シンガポールが輸出指向型工業化および産業高度化に至ったのは他国よりもかなり早かった一方、ベトナムは大戦後も続いた戦争の影響で工業化の開始そのものが大きく遅れた。工業化の進捗は、とりわけ製造業に代表される輸出指向型工業化について、各国の現状において明らかな通り、国によって相当に差異が生じており、産業高度化の進展は途上にある国が多い。

【図表 5】 ASEAN6 カ国における一般的な産業発展のプロセス



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

政府の工業化政策によって成長し、政策実現を支えたASEANのコングロマリット

各国の工業化政策は、成功の程度は様々ながらも結果として国内産業の発展を促したが、それはコングロマリットの形成および成長と不可分であった。今日コングロマリットと呼ばれる多くの ASEAN 企業が戦後以降の創立・創業であるのは偶然ではなく、コングロマリットは各国の工業化政策に促されて事業を拡大しつつ、その実現に貢献してきたのである。実際、政策実行の代理人たる政府系コングロマリットは言うまでもなく、民間コングロマリットにおいても、政策に応じて事業戦略を転換したり、政府や政治権力の意を受けた事業展開を行ったりといったことが頻繁にあった。

産業政策の実行者として主要産業勃興を支えた政府系コングロマリット

政府系企業は、国内民間資本が発達する以前から、産業政策の実行者として重要な役割を果たした。どの国においても、戦後期は政府系企業が主要な産業、特に大規模な資本を有する製造業、インフラ、資源開発の各分野を担い、戦後の復興を支えた。民間部門が成長すると、政府系企業は徐々に役割を縮小し、うち廃止されたものも少なくなかったが、中核事業の強みを生かして民間企業さながらに海外事業や新規事業に参入し、コングロマリット化する企業も現れた。

工業化政策や経済発展で成長した民間コングロマリット

民間企業は、その形成過程で政府系企業にやや遅れを取ったが、政府の工業化政策やそれに伴う経済発展を受けて急速に成長していった。元は取引を主体にしていた企業体が多かったが、輸入品の内製化を目指す政策に乗じて、交易品目の販売から製造への事業参入や政府系企業の事業譲渡など、様々な契機を通じて事業を拡大し、その中でも特に成功した企業は事業の多角化を進めていった。こうして、政府系企業・民間企業それぞれにおいて、工業化政策の進捗とともにコングロマリットが成立していったのである。

## 2. コングロマリットの特徴

### ①政府系コングロマリット

工業化政策の主たる実行者であった政府系企業の一部がコングロマリット化

政府および関連機関が株式の全てもしくは多くを保有する政府系企業は、公共性の高い事業を行う政府機関や公社を起源としているものが多い。政府の工業化政策の主たる実行者であり続けたが、不透明かつ放蕩な経営がしばしば問題となった。工業化がある程度果たされた現在では、市場経済に淘汰されて消滅したものも多いが、一部は事業拡大を進め、コングロマリット化した。政府の支援や事業規制等を背景に、特定事業を独占もしくは寡占し、中核事業としている。各国の政府系企業の主な保有者は【図表 6】の通りである。

【図表 6】 ASEAN6 カ国における政府系企業の主な保有者

インドネシア	国営企業省 (Ministry of State-Owned Enterprise)
タイ	財務省 (Ministry of Finance)
	王室資産管理局 (Crown Property Bureau)
フィリピン	フィリピン政府 (Government of the Philippines)
マレーシア	カザナ・ナショナル (Khazanah Nasional Berhad)
	PNB (Permodalan Nasional Berhad)
シンガポール	テマセク・ホールディングス (Temasek Holdings)
ベトナム	国家資本投資会社 (State Capital Investment Corporation)

(出所) 各国政府公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

天然資源やインフラ関連等政策や規制で保護された支配的な中核事業に重心

業種では、豊富に産出される石油・ガス・鉱物等の天然資源関連、電力や交通等公的 성격の強いインフラ関連企業がよくみられる。政策や規制で保護された支配的な中核事業を持ち、既に保護が撤廃されている場合も事業経験や市場シェアによって高い競争力を持つため、後述の民間コングロマリットと比較すると、相対的に中核事業の重要性が高く、中核事業以外への進出度合いも低い。

資本集約的事業のため民間資本導入を積極化

近年においては、天然資源関連およびインフラ関連事業は一般的に資本集約的であるため、特に官民連携 (PPP、Public-private Partnership) に関する制度が整備され、民間資本の活用を積極的に行っている。発電分野はインフラ関連で最も自由化が進んだ分野の一つであり、外資を含む多数の民間企業が IPP として事業参入する一方、政府系電力企業は IPP と長期電力供給契約を交わし、電源開発を外部化している。



政府機関と密接な  
コーポレート・ガバ  
ナンス

政府系コングロマリットと政府との資本関係は多かれ少なかれ存在する。例えば、タイ発電公社は公社形態を維持、インドネシアのプルタミナ (Pertamina) やマレーシアのペトロナス (Petronas) といった国営資源開発企業は株式会社形態を取りつつも政府 100% 保有、シンガポール通信最大手シングテル (Singtel) やベトナム乳業最大手ビナミルク (Vinamilk) は、株式上場を行っているものの政府もしくは政府系ファンドが大株主として株式保有している。また、政府との資本関係の強度にかかわらず、経営陣には元官僚、元政治家、元軍人等、政府に縁がある者が含まれる。官民間における人材の流動性が高いシンガポールのような国もあり、国による差異は大きいものの、政府系コングロマリットの経営には、民間コングロマリットと比較すれば政府の意向が働きやすいガバナンスであると言えよう。

## ②民間コングロマリット

多様かつ複雑な  
事業ポートフォリ  
オを有する民間  
コングロマリット

民間コングロマリットの中核事業は、農業、資源開発、製造業、小売業、金融等と極めて多様であり、中核事業と呼べる事業を複数持つ企業も少なくない。業種に偏りがある政府系企業と比較すると、事業ポートフォリオは多様かつ複雑になる傾向にある。一般に ASEAN のコングロマリットというところがイメージされやすいだろう。

貿易商・小売商  
を出自とし、工業  
化の流れに乗り  
事業拡大

民間創業者の多くは小規模な貿易商や小売商として事業を開始し、ASEAN 各国が進めてきた工業化および産業高度化の流れに乗じて事業拡大や新規参入を行い、今日のようなコングロマリットを形成するに至った。ASEAN6 カ国におけるコングロマリットの形成過程は後に述べるとして、民間コングロマリットの一般的な特徴を以下に述べたい。

創業者から続く  
血縁集団や支配  
株主によるガバ  
ナンス

まず、創業者自身や創業者から続く血縁集団が企業グループの所有および経営を支配する、いわゆる同族企業の多さであり、本稿で言及する民間コングロマリットの太宗がこれに該当する。創業家でない者が過半数やそれに近い大きな割合の株式を保有する「支配株主」<sup>4</sup>が存在することも多いが、限られた創業者一族や支配株主関係者だけで多数の企業の経営を全て担うことは不可能である。このため、大方の経営陣や上級幹部には外部の専門家や内部の昇格者らが充てられている。なお、資本市場の発達に伴って、コングロマリットが主に資金調達を目的としてグループ企業を上場させるケースが散見されるようになり、コングロマリットのコーポレート・ガバナンスが市場規律に晒される場面は増えていると言えよう。

多数のグループ  
企業と絡み合う  
資本関係による  
複雑な組織構造

次に、民間コングロマリットは、政府系と比較し複雑な組織構造を取る傾向にある。複数の上場企業を含む多数のグループ企業を抱え、その資本関係はグループ内で相互に絡み合っている。近年では大半のグループが持株会社や中核企業を株式上場させているため、一定程度の情報収集は可能だが、タックスヘイブンに設立された投資ビークルによる保有や信託勘定での保有等が間に挟まり、グループの全容の把握にはしばしば困難が伴う。

<sup>4</sup> 政府系コングロマリットも支配株主を有している点では共通する。

様々なインセンティブに基づき維持される複雑な組織構造

このような複雑な組織構造は、租税対策、M&A、接収等の政治リスクの回避、企業単位で適用される企業支援策（新たに支援を受けるために新企業を設立）等、様々なインセンティブによって形成されてきた。アジアの株式市場において、企業開示規制や親子上場規制が比較的緩いことも、このような組織構造が維持可能な原因であろう。コングロマリットからすれば、現時点においてこの複雑な構造を整理するメリットはさほどなく、当面はこうした特徴は維持されるものと思われる。

オーナー一族は華南から渡来した中国人とその子孫である華人系が太宗

また、民間コングロマリットのオーナー一族は、主に華南の福建省や広東省をルーツとする華人が多い。創業者は、多くは中国本土生まれか、両親か祖母の代で移民してきた者である。欧米の植民地時代やそれ以前より、華人は商人や労働者として東南アジアに流入し続けてきた。同郷、同姓、同業の華人同士の連帯は、情報交換や信用供与等の互助関係となって彼らを助け、事業に成功した者同士では大規模な事業提携に発展することもあった。

### 3. 各国におけるコングロマリットの成り立ち

#### ①インドネシア

政府系はオランダ植民地時代にルーツ、民間は華人系が大半

インドネシアの政府系企業は、多くがオランダ植民地時代に植民地政府や外資企業によって設立された事業が国営企業化されたもので、1970年代以降の工業化政策の主要な担い手であった。一方で、インドネシアの民間コングロマリットは大半が華人系であり、ASEANの中でも経済における華人の存在感が一際大きい国である（【図表7】）。

オランダからの独立後の政府による工業化政策は華人系の発展の契機

オランダ植民地時代、華人は植民地支配の請負人として植民地政府の業務を担い、商業活動にも従事していた。1949年の独立後、インドネシア政府は華人の経済活動を制限し、民族資本の活用を企図したものの、政策は形骸化した。1967年に成立したスハルト政権は、華人のインドネシア帰化を認めて華人資本を内資化しつつ<sup>5</sup>、政府資本と「国内民間資本」による事業投資と輸入代替型工業化を奨励した。分野に応じて外資の参入も認められ、貿易経験豊富な華人企業は外資企業から製品販売のパートナーとして選好されたが、やがて、資本を蓄積し自ら生産に参入していく。

政府と華人はお互いの強みを求めて接近し、相互扶助的な協力関係を構築

優れた経営能力や資金力を持つ華人企業は、その能力を求める政治権力と接近し、相互扶助的な協力関係を築いた。権力側は、華人企業に貿易の独占権や土地の開発権等を与え、華人企業は、政府系企業および権力側の関係企業との協業や資金協力等で応えた。サリム・グループ創業者のスドノ・サリム(Sudono Salim)がスハルトから与えられた丁字の輸入権等がサリムに大きな利益をもたらしたように、政権による利権供与は企業グループ発展の礎となり、現在の繁栄に繋がっている。華人系インドネシア人の政治参加が事実上不可能だった時代にあって、生計手段たる事業への政治的保護を求めて権力に接近することは、理にかなった生存戦略であったと言える。

<sup>5</sup> 但し華人の政治的権利は限られた上、中国語学校の廃止や中国語新聞の廃刊等、華人文化への抑圧が行われた。また、華人に対する排外意識も根強く残った。

工業化の進展は民間グループに商機をもたらし、コングロマリット化を促進

1980年代以降、工業化が進展すると、事業によって力を付けた民間企業グループが新たに製造業、金融業、サービス業等へ進出し、企業群は複合化していった。特に金融業への参入が多く、有力なコングロマリットは、たいてい傘下に銀行を抱え、グループの資金調達を行っていた。一方で、資源およびインフラの開発は引き続き政府系企業によって担われたが、その放蕩な経営が問題視されることもあった。

アジア通貨危機は政治・経済の混乱をもたらし、コングロマリットの経営に大きな打撃

1997年のアジア通貨危機は、主にルピア安によるドル建債務の負担増とスハルト政権の崩壊という形で、コングロマリットの経営に大きな打撃を与えた。スハルト政権崩壊の端緒となった1998年5月のジャカルタ暴動では、華人資本の企業や店舗が暴徒に襲撃された。この混乱の後、政府主導の事業再編が始まり、華人系コングロマリットを中心に事業の株式接収や売却が行われ、特に不良債権を抱えた銀行事業がその対象とされた。政府系企業に対しては、株式会社化・民営化が進められ、政府が大株主の地位を維持しつつも株式公開等が行われた。

生き残ったコングロマリットは、近年の高成長と資源高を謳歌

こうした事態により解体を迫られたコングロマリットも少なくなかったが、経営危機を乗り越えて生き残ったコングロマリットは、2000年代の高い経済成長や資源高によって勢力を回復し、かつての保有事業の買い戻しや、海外展開の進捗等により存在感を高めている。

【図表 7】 インドネシアの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
ブルタミナ Pertamina	政府	資源開発(石油、ガス)、石油化学、ホテル、病院
アンタム Antam	政府	資源開発(石炭、ニッケル、金、銀、ボーキサイト等)、金属加工
アストラ・インターナショナル Astra International	民間	自動車、二輪車、重機、オイルパーム栽培、交通
サリム・グループ Salim Group	民間 華人・同族	食品、小売、自動車、不動産、メディア、セメント、海外投資
シナル・マス・グループ Sinar Mas Group	民間 華人・同族	紙、オイルパーム、不動産、金融、通信、エネルギー
リップポー・グループ Lippo Group	民間 華人・同族	不動産、小売、病院、IT、ホテル
ジャラム・グループ Djarum Group	民間 華人・同族	たばこ、金融、家電
グダン・ガラム・グループ Gudang Garam Group	民間 華人・同族	たばこ、物流

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## ②タイ

王室系、政府系、民間の3つの系譜

タイのコングロマリットの源流は、戦前にタイ王室によって設立された王室系企業、戦後の工業化政策によって設立された政府系企業群、設立時期はまばらながら戦後の経済発展によって業容を拡大した民間企業の3つに大きく分けられる(【図表8】)。

戦後の経済開発は政府系企業が主導、華人資本は政策動向に応じて事業をシフト

戦前のタイ経済は米を主産品とした農業が基幹産業であり、その交易および金融は主に華人が行っていた。戦後になると、タイ政府は国営企業による経済開発を目指し、米の交易権限を国家に集約する等の政策を取ったため、一部華人資本は参入規制のない金融業へとシフトし、欧米資本が逃避した後の1950年代には、華人系銀行が急速に勢力を強めた。当時はまだ地場民族企業を優遇する政策動向であったため、軍や警察の関係者を幹部に迎える華人企業も多かった。

工業化政策は政府系企業設立の契機となると同時に、民間企業にとっても成長の機会に

政府は、1960年代に輸入代替工業化を、1970年代に輸出指向型工業化を促進し、さらに外資による投資を奨励したため、製造業やそれを支える金融業は多大な事業機会を得た。王室系で既に長い業歴を有していたサイアム・セメント(Siam Cement Group)が、素材・中間財製造への多角化を推し進めた一方、華人系を中心とする民間企業は外資と手を組み、製造業等に参入していった。この戦後の経済発展期には、電力、金融、通信、航空等の様々な政府系企業が設立され、今やタイ最大級のコングロマリットである PTT グループ(PTT Public Company Limited)もその1つであった。1980年代に入ると、産業構造は一層高度化し、付加価値の高い重化学工業や自動車産業等が台頭した。

アジア通貨危機によりタイ企業は大きな試練を経験

工業化による経済成長によって順調に発展していたタイのコングロマリットは、1997年のアジア通貨危機によって深刻な打撃を受けた。タイ経済が厳しい不況に見舞われて企業業績が悪化した上、IMF支援の条件としてタイ当局が金融引き締めを行ったことを受け、資金繰りに困窮する企業が続出した。数々のコングロマリットが倒産、国有化、事業整理、資本注入等を迫られ、政府系コングロマリットは、経営が悪化した民間企業の支援を担うこともあった。

タイの企業は2000年代に再成長局面へ

2000年代に入ると、タイ経済は回復し、再び成長局面に入ったが、アジア通貨危機を経て生き残ったコングロマリットは、以前にも増して実力をつけていった。高度な産業集積と所得向上を果たしたタイ経済を母国市場として事業基盤を有するコングロマリットは、国内の政治対立やクーデター、2011年の大規模洪水のような逆風にも打ち勝つ程の実力をつけ始めている。

【図表 8】 タイの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
タイ石油公社 PTT Public Co., Ltd.	政府	石油、ガス、石油化学、外食、小売
タイ発電公社 Electricity Generating Authority of Thailand (EGAT)	政府	電力(発送電、小売)、海外投資
サイアムセメント・グループ The Siam Cement Public Co., Ltd.	政府(王室)	セメント、鉄鋼、自動車部品、石油化学、物流、リース
CP グループ Charoen Pokphand Group	民間 華人・同族	飼料、畜産、食品、小売、通信、不動産、石油化学、IT
TCC グループ(タイ・ビバレッジ) TCC Group (Thai Beverage)	民間 華人・同族	ビール、飲料、パッケージ、食品、外食
ミトボン・グループ Mitr Phol Group	民間 華人・同族	プランテーション、製糖、発電(バイオエナジー、石炭火力)、木材、石炭
サハ・グループ Saha Group	民間 華人・同族	消費財、日用品、繊維、食品、小売、外食

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

### ③フィリピン

フィリピンのコングロマリットはスペイン系と華人系に大別

フィリピンの民間コングロマリットは、植民地時代の宗主国であるスペインを起源とするスペイン系グループと、比較的新興の華人系グループとに大別される。前者は、植民地時代から受け継がれた大規模な土地を原資とした農園・不動産・インフラ開発等で財を築き上げ、後者は交易の担い手であったが、政府の政策に左右されながら多角化を進めた。一方、政府系企業は 1980 年代以降の民営化政策もあり、現在では目立ったコングロマリットは存在しない(【図表 9】)。

スペイン系は植民地時代からフィリピン経済を支配

スペインによる植民地化の試みは 16 世紀から始まった。諸外国や現地住民との幾度もの戦争を経て、19 世紀にスペインが支配権を固めると、スペイン人実業家が土地の集約化と大規模農園の運営を行い、作物の加工や輸出によってフィリピン経済を支配するほどの財を形成した。20 世紀前半にフィリピンは米国領となったが、スペイン系企業は大地主として引き続き力を有した。第二次世界大戦はフィリピンに大きなダメージを与えたが、マニラ首都圏のマカティ市開発で成功したアヤラ・グループ(Ayala Group)のように、大土地を保有するスペイン系企業は土地を元手として産業復興に努め、様々な分野に事業を拡大し、さらに財力を高めた。

華人系は戦後の創業が多く、スペイン系よりも新興

華人系商人は、スペイン植民地化以前から断続的にフィリピンに流入し交易を担った<sup>6</sup>が、第二次世界大戦後は政府が小売業等の各種産業をフィリピン人に限定する規制を敷いた一方、輸入代替型工業化を推進したこともあり、製造業に進出する者が多かった。多くの華人系コングロマリットはこの頃に創業されており、19 世紀にはコングロマリット化し「名門」と称されるスペイン系と比較して、彼らが「新興」と呼ばれる所以である。

<sup>6</sup> 原住民との混血(メスティーン)やキリスト教改宗によって現地化した者も多く、マルコスやアキノら大統領も華人の血を引いている。この点はタイも類似しており(例えば、タクシンは華人系である)、同化があまり進まなかったインドネシアやマレーシアと対照的である。

マルコス長期政権下で華人系は政権と結びつき勢力拡大

マルコス政権成立後の1970年代は、華人のフィリピン帰化と輸出指向型工業化が促進されたため、華人系企業は一段と事業拡大を進め、そのうちの多くは、事業への便宜を得るために政治権力へ接近していった。元はスペイン系ソリアノ家の家業であったサンミゲル・コーポレーション (San Miguel Corporation) の支配権を奪取したエドゥアルド・コファンコ・ジュニア (Eduardo Cojuangco, Jr) 等、マルコス政権と親密な「クローニー (取り巻き)」と呼ばれる者も出現した。

フィリピンの政情不安定期も投資拡大を行った華人系の存在感が増大

1970年代以降、フィリピン政治は不安定さが続いた。マルコス政権による戒厳令 (1972～1981年)、アキノ上院議員暗殺 (1983年)、エドサ革命によるマルコス政権崩壊 (1986年)、コラソン・アキノ政権下で繰り返された国軍クーデター未遂等、次々に発生する政情不安に、スペイン系コングロマリットや外資企業は投資を引き上げ、あるいは新規投資を見合わせたが、華人系コングロマリットは一層の投資を進め、政府の規制緩和に応じて業種を多角化していった。この結果、政治が安定している現在は、スペイン系コングロマリットの影響力が以前より弱まったと言われる一方で、華人系コングロマリットの存在感が大いに増している。

【図表 9】 フィリピンの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
サンミゲル San Miguel Corporation	民間	ビール、食品、発電、交通インフラ、石油精製、不動産、金融
アヤラ・グループ Ayala Corporation	民間 同族	不動産、水道、発電、交通インフラ、小売、家電、自動車、通信、金融
SM インベストメント SM Investment Corporation	民間 華人・同族	小売 (ショッピングモール、スーパー等)、不動産、金融
JG サミット JG Summit Holdings	民間 華人・同族	食品、通信、不動産、発送電、航空、金融
アライアンス・グローバル Alliance Global	民間 華人・同族	飲料、外食、ガラス瓶、不動産
アボイティズ・グループ Aboitiz Group	民間 同族	発電、交通インフラ、水道、食品、金融、不動産
ロペス・グループ Lopez Group	民間 同族	発電、半導体、通信、メディア、不動産
ルシオ・タン・グループ LT Group, Inc.	民間 華人・同族	ビール、飲料、航空、不動産、たばこ、金融
ユーチェンコ・グループ Yuchengco Group of Companies	民間 華人・同族	金融、病院、教育、建設、広告、不動産、観光

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## ④マレーシア

独立後も英国資本の存在感が大きかったが、政府系と華人系の創業が活発化

マレーシアの英国植民地時代は、英国資本による経済活動が支配的であったが、華人商人もまた、マレーシアで豊富に産出される資源や農産品の開発・取引を行っていた。1957年にマレーシアが独立すると、引き続き英国資本が経済の過半を支配していたものの、政府が一次産品の輸出と輸入代替工業の育成を政策としたため国内資本による投資が活発化し、国営企業と民間華人企業を中心に、現在も有力な地位を占めるコングロマリットの源流企業が次々と創業され、徐々に成長していった。

マレー人と華人の所得格差は民族対立を呼び、マレー人を優遇するブミプトラ政策の導入へ

同じマレーシア人でありながらも、伝統的に農業に従事していたマレー人よりも、製造業や商業に従事していた少数派の華人に経済力が偏る所得格差<sup>7</sup>は、多民族国家のマレーシアにあつて民族対立の火種になり続け、1969年5月、クアラルンプールでマレー人と華人の間で多くの死者を出す暴動が発生した。こうした格差を解消するべく、1971年の新経済政策によって、マレー系資本を優遇する「ブミプトラ政策」が本格的に開始され、「マレー人の株式資本保有率 30%」等の目標が掲げられた。こうした政策は、多少緩和されつつも現在まで継続されている。ブミプトラ政策と合わせて国家主導の開発主義が導入され、マレー人に代わって政府資本による企業設立、新規事業参入、外資企業の買収が相次いだ。ペトロナスが設立されたのもこの頃である。

ブミプトラ政策を受け、華人系・英系は事業戦略を転換

こうした政策動向は、華人系企業の事業運営を大きく制約したが、彼らは政府系を含む地場資本との協働等によって事業の土着化を進めつつ、ASEAN域内や中国等の海外に市場を求めることで活路を見出していった。植民地時代から活動していた英系商社に対しても、地場資本や国営持株会社への株式売却やマレー人役員受け入れ等の圧力が加わったが、多くの英系商社がマレーシア国外の事業を強化していった一方、有力な農園事業者であったサイム・ダービー (Sime Darby) は、マレーシア企業への転換<sup>8</sup>を行い政府に株式を売却することで生き残りを図った。

規制緩和と工業化が進展し経済成長、2000年代の資源高では恩恵を享受

1980年代以降、欧米諸国の不況の影響等でマレーシア経済は停滞した。政府は重工業等を強化すると共に、外資および非マレー人の株式保有制限の緩和、参入規制の緩和、国営会社の民営化を断続的に実施した。この過程で電力事業への規制緩和が行われ、国営電力会社テナガ・ナショナル (Tenaga Nasional) の民営化や、発電事業の民間資本への開放が行われ、華人系の YTL コーポレーション (YTL Corporation) が発電事業への参入によって躍進した (【図表 10】)。1998年のアジア通貨危機を大胆な金融政策で乗り越えたマレーシアは、2000年代の資源価格上昇の恩恵を受け経済成長を続けたが、こうしたマクロトレンドは一次産品に事業基盤を持つことが多いマレーシアのコングロマリットにとっても大いなる追い風となった。

<sup>7</sup> こうした職業の差異は、英国植民地時代にマレー人を農業(主に稲作)、華人を錫産業、タミル人を天然ゴム農園に従事させるといった民族別職業分掌政策に由来する。独立後も、マレーシアでは民族と職業が深く関連する傾向が続き、これが民族による所得格差問題の一因とされている。

<sup>8</sup> 1978年に Sime Darby Berhad を設立し、本社をロンドンからクアラルンプールに移転した。

【図表 10】 マレーシアの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
ペトロナス Petroleum Nasional Berhad (Petronas)	政府	石油、ガス、石油化学
テナガ・ナショナル Tenaga Nasional Berhad	政府	電力(発送電、小売)、電力設備製造
サイム・ダービー Sime Darby Berhad	政府	オイルパーム、不動産、交通インフラ、病院、金融
UMW ホールディングス UMW Holdings	政府	自動車、重機、オフショア資源開発
MMC コーポレーション MMC Corporation Berhad	政府	交通インフラ(港湾、物流)、発電、ガス、水道、建設
YTL コーポレーション YTL Corporation Berhad	民間 華人・同族	建設、発電、セメント、通信
ホンリオン・マレーシア Hong Leong Company (Malaysia) Berhad	民間 華人・同族	金融、不動産、二輪車、半導体、鉄鋼、セメント
クオック・グループ Kuok Group	民間 華人・同族	不動産、ホテル、オイルパーム、砂糖、海外投資
ゲンティン・グループ Genting Berhad	民間 華人・同族	ホテル、カジノ、オイルパーム、不動産

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## ⑤シンガポール

マレーシアからの独立後、政府主導で重工業化・インフラ整備を推進

政府系企業があらゆる部門において設立され、やがてテマセク傘下に集約

政府系企業と外資企業によって高い経済成長を実現、政府系企業は利潤追求型へ

1824年に英国がシンガポールを占領して自由港としてから、シンガポールは東南アジアの貿易ハブとして栄えた。華人を中心とした商人がシンガポールに移住して周辺国との取引に従事し、次第にゴムを中心とした農園および農産品、さらに銀行業等への投資が行われた。第二次大戦後、1963年にマラヤ連邦(現在のマレーシア)の一州へ、そして1965年に望まずして独立国家となって以来、資源を持たない東京都23区ほどの都市国家は、開発独裁と称される政府主導の経済開発政策を取り、雇用確保のための重工業化と、その担い手たる外資誘致を行うためのインフラ整備に重点を置いた。

シンガポールでGLC(Government Linked Company)と呼ばれる政府系企業の当初の役割期待は、まさに上記の経済開発政策の実現であった。通信、電力、港湾、造船、石油化学、不動産、金融等のあらゆる部門において政府系企業が設立され、その多くは植民地時代を含む政府機関や公社が源流であった。これらの企業は、1974年設立のテマセク・ホールディングス(Temasek Holdings、政府100%保有のファンド)傘下に集約されている。

政府主導の開発政策は成功し、完全雇用、外資流入、そしてシンガポールの急速な経済発展をもたらしたが、1980年代の不況と共に民業圧迫との批判が出るようになった。そこで政府系企業の統合・再編や民営化が行われ、多数の政府系企業がシンガポール証券取引所に上場したが、上場後もテマセク・ホールディングスが株式の半分程度を保有しているものが多い。しかし、これらの政府系企業に対し、政府からの信用供与や資金支援は一切なく、一独立企業として利潤の追求を求められている。したがって、市場規模が限定的な国内に留まらず、海外展開や事業多角化に極めて積極的であり、その行動原理は民間企業と変わらないようにさえ見える。



地場民間資本は第三次産業に商機を見出し、規模拡大のために事業を多角化

こうした経済状況下、華人を中心とした地場民間資本が参入しやすい領域は限られた。インフラ部門は政府系コングロマリットが、高価な地代を賄うだけの高度な製造業は経験豊富な外資企業がそれぞれ担っていたため、地場民間資本はいわゆる第三次産業に商機を見出すこととなった。これらの企業は、政府の金融自由化・国際化政策や都市開発・不動産政策によって恩恵を受け、金融を中核事業として不動産開発、小売、ホテル等に次々と参入し、あるいは海外進出を果たし、複合化していった。また、国内市場が小さいため、業容を拡大するためには事業領域を多角化する必要に迫られたという側面もあった。現在、主要な民間コングロマリットは、OCBC グループ (Oversea-Chinese Banking Corporation)、UOB グループ (United Overseas Bank)、ホンリョン・グループ (Hong Leong Singapore) 等、金融業を中核事業としている (【図表 11】)。

【図表 11】 シンガポールの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
シングテル Singtel	政府	通信、メディア、海外投資
ケッペル Keppel Corporation	政府	不動産、発電、物流、交通インフラ、通信、IT
セムコープ Sembcorp	政府	オフショア開発、発電、水道、不動産
シンガポール・パワー Singapore Power	政府	電力(発送電、小売)、海外投資
キャピタランド Capitaland	政府	不動産、小売
ホンリョン・シンガポール Hong Leong Corporation Holdings Pte Ltd	民間 華人・同族	金融、不動産、ホテル、家電、機械
OCBC 銀行グループ OCBC Group (Lee Foundation)	民間 華人・同族	金融、不動産、プランテーション、メディア
UOB 銀行グループ UOB Group	民間 華人・同族	金融、不動産、日用品、旅行

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## ⑥ベトナム

戦乱後の社会主義体制下でのドイモイ政策開始

第二次世界大戦終結後も度々戦乱に巻き込まれ、社会の安定化が他の ASEAN 諸国よりも遅れたベトナムだが、1976年のベトナム社会主義共和国の設立を経て、中央権力による管理型経済が志向されることとなった。第一次産業から第三次産業まで、経済構造のあらゆる分野において多数の国営企業<sup>9</sup>が設立された。しかし管理型経済による経済成長は十分な成果を挙げられず、1986年にドイモイ(刷新)政策が開始された。これにより、社会主義体制と並存する形で市場経済の導入が進められた。

国営企業が経済発展の担い手であるも改革による民間資本導入が進展

ドイモイ政策を開始してから、主に国営企業が担い手となってベトナムの経済発展が進んだ。特定分野を独占することで高い収益を生み出す企業もあったが、経営の非効率性やガバナンスの不備といった問題を抱える企業が多く、1990年代以降は国営企業の再編、株式会社化、株式上場等の改革が行われることとなった。特に、市場経済化の進展に伴い 2000年頃から WTO への

<sup>9</sup> 国営企業は 1990年時点では約 12,300社だったが、2014年には約 1,200社へと減少した。

加盟が見通されるようになってからは、社数等の具体的な目標を掲げた上で国営企業の株式会社化および再編が進められた。この過程で株式会社化された国営企業の多くは、2005年に設立された政府系投資会社 State Capital Investment Corporation (以下、SCIC) の保有となった。この頃には、規制緩和によって民間企業や外資企業が多く設立されるようになり、ベトナムの経済成長は一段と加速していった。

国営企業の民営化進行は目標を下回るも、民間セクターには発達の兆し

国営企業の太宗は株式会社化され、SCIC の傘下となったが、足許では SCIC 持分売却による民営化が進められている。有力国営企業の名前も民営化候補として度々報道されるなど、ベトナム政府は民営化を推進しようとするも、民営化の進捗状況は政府の目標を下回っている。一方で、民間セクターが発達しつつあり、不動産事業のビン・グループ (Vingroup) のように、大規模化・複合化した地場民間企業もみられるようになっている (【図表 12】)。

【図表 12】 ベトナムの主要なコングロマリット

企業グループ名	政府/民間	主要事業
ペトロベトナム (PVN) Viet Nam Oil and Gas Group	政府	石油、ガス、石油化学
ペトロリメックス (Petrolimex) Vietnam National Petroleum Group	政府	石油、通信、保険
ビナコミン (Vinacomin) Vietnam National Coal-Mineral Industries	政府	石油、ガス、発電
ビナミルク (Vinamilk) Vietnam Dairy Products	政府	乳業、食品
ベトナム電力 Vietnam Electricity (EVN)	政府	電力 (発送電、小売)
FPT グループ FPT Group	政府	IT、通信、小売、教育
ビン・グループ Vingroup	民間	不動産、小売、病院、アミューズメント、ホテル、教育

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## IV. コングロマリットの多角化過程

### 1. コングロマリットの多角化要因

コングロマリットの多角化の事例と要因を論考

コングロマリット(複合企業)はその定義の通り、一般的特徴として、多角化された事業ポートフォリオを有している。各企業の事業は事業面もしくは地域面、あるいはその両方において、多様に展開されており、その事業ポートフォリオや企業グループの全容は、外部からみると複雑で把握が困難である。コングロマリットの多角化は、時に無計画に行われ、それにより身を滅ぼすケースもあるが、実際には、合理的な要因によって促されたものが多かった。本項では、現存するコングロマリットの事例をもとに、コングロマリットの多角化がどのように行われてきたのか、その要因を整理したい。

#### ① 経済発展要因

経済発展は多様な事業機会を創出し、コングロマリットの多角化を推進

国民一人当たりの所得が 2,500 米ドルもしくは 3,000 米ドルを超えるとモータリゼーションが進むと言われるように、国の経済発展が進むと、それに応じて新たな市場が創出可能となる。ASEAN においても、往々にして先進国を追いかけるような形で、事業機会が生じてきた。通信はその典型例であり、最新技術を用いた通信規格は先進国から遅れて普及している。経済発展に伴って立ち現れる無数の事業機会は、ASEAN のコングロマリットの多角化と成長をもたらした。彼らは、先進国企業のビジネスモデルを積極的に自国および ASEAN 地域に導入し、経済成長の恩恵を自社事業に取り込んできたのである。

ASEAN における自国資本主導の経済発展戦略とコングロマリットの形成

第二次世界大戦後以降、工業化政策による自立的な経済発展を目指した ASEAN 各国は、基本的には、政府および民間の国内資本による経済開発を指向してきた。このため、あらゆる産業において政府資本主導の開発、政府の動向と歩調を合わせた民間資本による事業参入、外資への規制等が行われ、経済発展と共に国内資本の蓄積が進んだ。その一方で、外資企業が有する高い技術や優れたビジネスモデルの導入もまた、資本提携や合弁設立、あるいは単に模倣といった形で行われた。これらの企業戦略を実行しうる現地企業は、一定以上の資本力や政治力等を持つ政府系企業や民間企業であり、一度成功を収めた彼らは、経済発展に伴う市場の出現に応じて次々に新しいビジネスモデルを自国に移植して一層事業を拡大していき、コングロマリット化を進めていったのである。

流通事業においてコングロマリットは先進国のビジネスモデルを移植して成功

ASEAN 各国における流通事業は、先進国のビジネスモデルを移植して成功した典型と言えよう。2015 年現在でも、ASEAN 各国の流通に占めるトラディショナル・トレード<sup>10</sup>の割合は高いが、モダン・トレード<sup>11</sup>が急速に浸透しつつある。コングロマリットはモダン・トレード浸透の旗手となって新市場を開拓し、資本提携やフランチャイズによって外資のノウハウを取り込んだ。

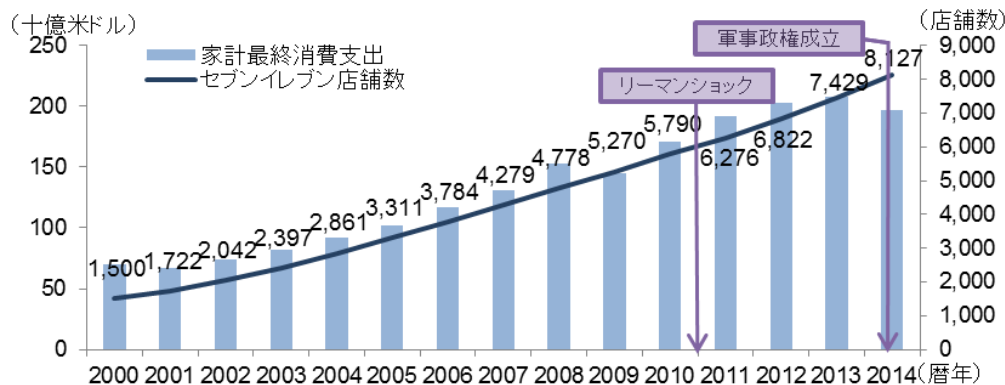
<sup>10</sup> 小規模な個人経営の食料雑貨店や市場等の伝統的な小売業態。

<sup>11</sup> スーパーマーケットやコンビニエンスストア等の近代的な小売業態。

タイ CP グループの小売事業は、拡大する消費市場をコンビニ業態で取り込み

外資と組んだ流通近代化の一例として、タイの CP グループの取り組みが挙げられる。1980 年代に農業分野以外への多角化を進めていた同グループは、タイ国内の消費市場の拡大に着目し、1988 年に蘭 Makro と提携して会員制スーパー・卸売の Siam Makro を設立、さらに米セブンイレブンからライセンスを得て 1989 年にセブンイレブンを開業した。1994 年には自社でハイパーマートの Lotus を開業している。これらの流通事業は順調に拡大していったものの、アジア通貨危機によって再編を迫られ、グループの債務返済のため Siam Makro は Makro に、Lotus は英 Tesco に売却された。一方で、一部を売却しつつも手元に残ったセブンイレブン事業は、順調に拡大した。通貨危機後の成長する消費市場を捉えて店舗数は急速に伸び続け、2014 年末には 8,127 店舗、コンビニ店舗数シェアは約 61% に達し、CP グループの重要な収益源となっている(【図表 13】)。なお、同グループは 2013 年、タイ国内では当時過去最大の M&A となる 1,880 億バーツ(約 6,200 億円)で Siam Makro をで買い戻すなど、消費者市場をより強化する方針を示している。

【図表 13】 タイの家計最終消費支出とセブンイレブン店舗数の推移



(出所) World Bank、CP All 社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## ②政策要因

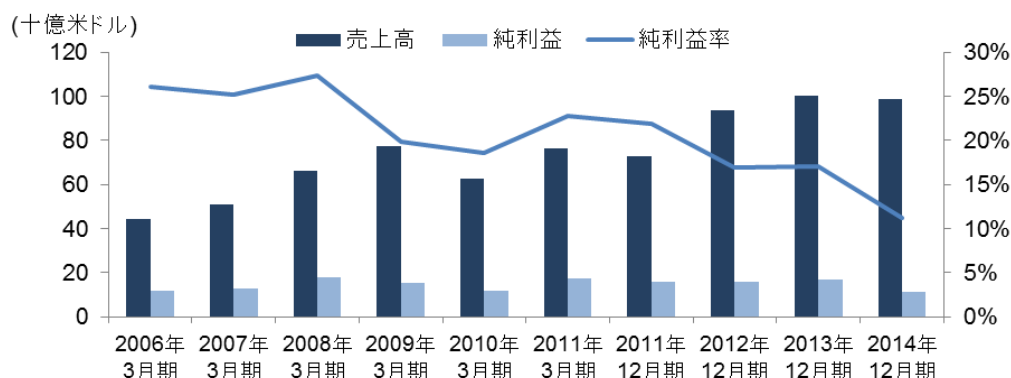
政府系コングロマリットの中核事業は保護されてきたが、政策上多角化を迫られるケースも

工業化政策のみならず、政府の政策動向は市場環境に変化をもたらし、コングロマリットの事業展開に影響を与えてきた。政府系コングロマリットは、時代を下るにつれて規制緩和により民間との競合に晒されることが増えたものの、基本的に中核事業は政策によって保護されてきた。一方で、自国政府からは、より多くの税金や配当の支払いを期待されることや、他の政府系企業の不採算事業の引取りを要請されることで、新たな事業展開を迫られることもあった。

ペトロナスは高い収益力を実現し、海外展開にも積極的

マレーシアの国営石油会社であるペトロナスは、その極めて高い収益性で知られている。石油開発法(Petroleum Development Act)により国内の石油資源の所有権および開発権を事実上独占している。マレーシア国内では、上流から下流までの一貫事業体制を取り、自国の石油資源からの収益の最大化を追求している。海外権益の獲得にも積極的で、進出先は ASEAN 域内から、アフリカ・中東・中央アジア・中南米等の広範な地域にわたっており、特にアフリカへの進出が目立っている。こうした大規模な事業展開によってペトロナスは売上規模を拡大しており、2014 年の売上高は約 988 億米ドルであった(【図表 14】)。

【図表 14】 ペトロナスの売上高推移



(出所) 公開情報よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 2011 年に決算期変更が行われたため、2011 年 12 月期は 2011 年 4 月～12 月の 9 ヶ月間である。

(注 2) 決算に使用される通貨単位は、2006 年 3 月期までは USD 建て、2007 年 3 月期より MYR 建て。

国家財政を支える存在が故に政府に経営を左右されたペトロナス

ペトロナスの収益力は、マレーシアの国家財政において極めて重要である。同社はマレーシア政府の 100% 保有だが、政府歳入に占めるペトロナス関連歳入は 2014 年度で約 33% にも達している。こうしたペトロナスの豊富な資金は、時に失敗した政府系企業の後始末に用いられた。例えば、金融部門におけるブミプトラ政策の一貫として政府資本で設立され、1984 年に経営危機に瀕したその名もブミプトラ銀行に対しては、ペトロナスの資金を注入して債権償却が行われた。また、マハティール首相(当時)の国民車構想により設立された自動車メーカーであるプロトン社は、アジア通貨危機時に経営危機を迎えたが、一時的にペトロナスの傘下に収まることとなった。

民間コングロマリットにも多角化の好機をもたらした政策動向

民間コングロマリットは、政府の規制緩和、振興政策、国営企業民営化を多角化の好機として、新規事業に乗り出していった。飼料・畜産事業を主力としていたタイの CP グループ (Charoen Pokphand Group) が、1990 年に British Telecom と合併で通信会社(後の True)を起業したのは、法改正による民間参入規制の緩和が誘因であった。また、カジノリゾートで著名なマレーシアのゲンティン・グループ (Genting Group) の富の源泉は、戦後復興による建設特需であった。フィリピンでは、国営だったフィリピン航空が 1992 年に民営化された際に買い手となったのが、華人系のルシオ・タン・グループ (Lucio Tan Group) だった。

政治・経済情勢の急変時には、事業戦略に対する負の影響も

一方で、政治・経済情勢の急変時には事業の接收や再編といった負の影響もあった。インドネシアの大方のコングロマリットは、アジア通貨危機後に傘下の金融機関を整理させられた。例えば、フィリピンのコファンコは、マルコス政権下で得たサンミゲル・コーポレーションの株式を、1986 年に政権が倒れた後に差し押さえされた(その後、再び支配権を取り戻した)。

## ③企業統治による要因

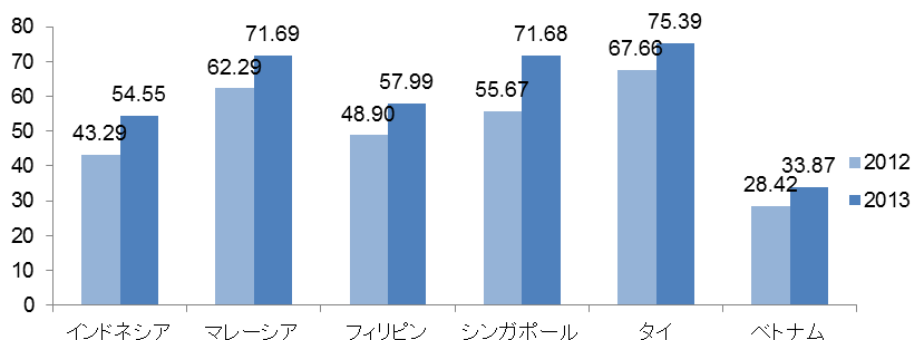
コングロマリットの多角化を促進し維持しやすいガバナンス構造

ASEAN のコングロマリットは、同族企業グループや支配株主が存在する企業グループが多く、所有と経営の分離がさほど進んでいないことは先に述べた通りであるが、こうした企業統治構造上の要因もまた、コングロマリットの多角化戦略の実現に寄与してきたものと考えられよう。即ち、株主構成に偏りがある上、市場そのものの取引規模や流動性が相対的に限られる中、短期的な収益追求や業績改善等を求める外部株主の圧力は弱くなりやすい。こうしたガバナンス構造にあって、時折荒波に飲まれながらも長期的には成長トレンドを維持してきた ASEAN の経済環境においては、経営陣はより自由かつ積極的な事業展開を実施できたであろうと考えられる。新規事業への進出による多角化はその最たるものである。また、既存事業においても、ASEAN の成長トレンド下では、事業はオーガニックな成長を継続していくことから、投資を引き上げるという判断には至りにくい。こうして、ASEAN の(あるいは、アジアの)コングロマリットによく見られる、多角化された広範な事業ポートフォリオが生まれ、維持されやすい構造が生じたものと考えられる。

欧米流のコーポレート・ガバナンス概念は徐々に浸透

このような構造は、所有と経営の分離を前提としたコーポレート・ガバナンスの概念が浸透した欧米等の市場には見られにくいものだろう。一方で、欧米流のコーポレート・ガバナンスの概念は、ASEAN にも徐々に浸透しつつある。日本で 2015 年に導入されたコーポレート・ガバナンス・コードは、既にタイやフィリピンでは、アジア通貨危機後の IMF による援助条件の一つとして導入されている。OECD のコーポレート・ガバナンス原則を元に ASEAN 資本市場フォーラムが作成した「ASEAN コーポレート・ガバナンス・スコアカード」<sup>12</sup>に基づいた調査によれば、ASEAN6 カ国の主要上場企業の評価スコアは 2012 年から 2013 年にかけて上昇しており(【図表 15】)、ASEAN 企業のガバナンスに対する取り組みは進歩しつつあると言えよう。

【図表 15】 ASEAN コーポレート・ガバナンス・スコアカードの評価数値(2012 年、2013 年)



(出所) Asian Development Bank, ASEAN Corporate Governance Scorecard Country Reports and Assessments 2013-2014 よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 各国における調査対象上場企業の平均スコア。

<sup>12</sup> 株主の権利(評価ウェイト 10%)、株主の平等な取扱い(同 15%)、ステークホルダーの役割(同 10%)、ディスクロージャーおよび透明性(同 25%)および取締役会の責任(同 40%)の 5 大項目ならびに加減算項目で構成される。

コーポレート・ガバナンスは発展途上、運用実態に課題

しかしながら、ASEAN 企業のコーポレート・ガバナンスは発展途上であることには引き続き留意が必要であろう。【図表 15】において評価が高いタイでは、CPグループ傘下のCPオール社(セブンイレブン事業、タイ上場)の経営幹部によるインサイダー取引があったが、2015年12月にタイ証券取引所が課した幹部個人に対する課徴金を除き、刑事罰や会社から幹部に対する処分(取締役の解任等)はなく、証券法制の不備や会社の体質が問題視された。同じく評価の高いマレーシアでは、2015年6月、政府系投資会社IMDBによる不正資金流用やナジブ首相への献金疑惑が報道され、その不透明なガバナンス体制が批判されるも、現時点で真相は明らかになっていない。このように、コーポレート・ガバナンスの制度適用は進捗しているものの、所有と経営の分離が十分になされていないことによる支配株主の影響力が伺え、ガバナンスの運用実態にはまだ課題が多いと言えよう。

## 2. 多角化の資源としての外国資本

コングロマリットは外国資本を多角化の資源として活用

ASEANのコングロマリットは、多角化による事業展開を自力、即ち自己資本と自社内での取り組みによって成し遂げたこともあったが、自社にない経営資源を求めて、外国資本との提携をよく活用した。外国資本との提携を通じ、コングロマリットは、高い技術力、魅力的な商品・ブランド、資金力を得、高度な技術の蓄積を要する製造業は特に提携の対象となった。国によっては、政府が外資誘致策を積極的に打ち出し、こうした民間企業の動きを歓迎した。他方、外国資本にとっても、新興市場進出への足がかりとして、現地資本との協業が望まれた。

日本企業はコングロマリットにとってポピュラーな提携相手

外国資本の中でも、製造業に強みを有する日本企業は最もポピュラーな提携相手であった。ASEANのコングロマリットは比較的歴史が浅く、商業から事業を始めたものが多かったので、日本企業に蓄積された技術やノウハウは、自社にない経営資源として非常に魅力的かつ有用であった。日本企業もまた、ASEAN進出の足がかりとして地場企業との提携を積極的に行った。とりわけ、1985年のプラザ合意による超円高によって日本の製造業が輸出競争力を損ない、海外進出を迫られるようになってからは、ASEANは地理的に近く製造コストを低減できる製造拠点として、その価値を高めていった。

日本メーカーと共に事業拡大・発展を遂げたアストラ

インドネシアのアストラ・インターナショナルにとって、日本企業との協業は成長源であり続けた。元来一次産品等の貿易・流通を行っていたアストラは、1960年代に当局からの要請により国営自動車組立会社の再建を託され、その縁で1969年にトヨタの総販売代理権を得た。アストラは1971年、トヨタやホンダの車体組立を行うようになったが、これは1969年から1974年にかけて順次施行された完成車輸入を制限し車体組立を国内化する政策を受けてのものである。1976年以降は自動車部品の国産化政策も進められたが、これと前後して、グループ内において部品製造が本格的に開始され、日本の部品メーカーとの合弁設立等を経て、グループ内での部品調達体制が構築されていた。同社は現在、インドネシア最大の自動車会社として乗用車市場の過半を握る圧倒的なプレゼンスを有し、うちトヨタ車が約3割を占めている。

## V. ASEAN のコングロマリットと日本企業の ASEAN 展開

### 1. ASEAN のコングロマリットの強み

コングロマリットの事業基盤は様々な強みにより支えられている

以上の通り、ASEAN のコングロマリットは様々な過程を経て成長し、現在の隆盛に至っている。冒頭で述べたように、ASEAN のコングロマリットは中核事業において市場を独占もしくは寡占しているものが多いが、この強固な事業基盤は、彼らが持つ強みによって支えられている。

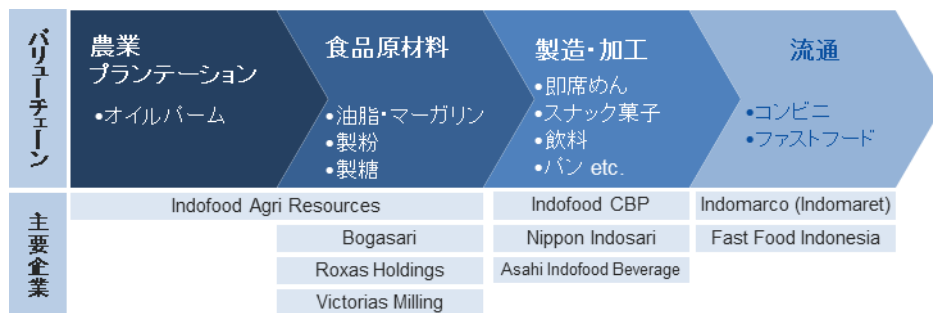
強み①：自社ビジネスにおける強固なサプライチェーン

コングロマリットの強みの一つは、自社ビジネスにおける強固なサプライチェーンである。現地での原料調達ルート、製造設備、流通網、顧客基盤等は、一朝一夕に獲得できるものではなく、コングロマリットに高い収益力をもたらしている。例えば、流通チャンネルでは、インドネシアのサリム・グループやタイの CP グループが持つコンビニエンスストア網(サリムの Indomaret は 12,559 店舗、CP のセブンイレブンは 8,127 店舗)は、それ自体が優良事業であるだけでなく、当該国で自社商品を販売したい企業にとっては、そのカバー範囲の広さや販売量は極めて魅力的であると言える。

サリム・グループの食品事業は生産から流通まで行われている

一例として、インドネシアのサリム・グループは、農業生産から流通まで、それぞれの過程において幅広く、かつ大規模に事業展開を行っている(【図表 16】)。グループの傘下には、インドネシア最大級のオイルパーム栽培および精製を手がける Indofood Agri Resources、製粉でインドネシア最大手の Bogasari、日本の敷島製パンやアサヒホールディングスとの合弁製造企業、インドネシア最大のコンビニチェーン Indomaret 等がある。

【図表 16】 サリム・グループの食品事業におけるサプライチェーン



(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

強み②：地場顧客のニーズを把握し、適切な価格・品質・チャンネルで展開

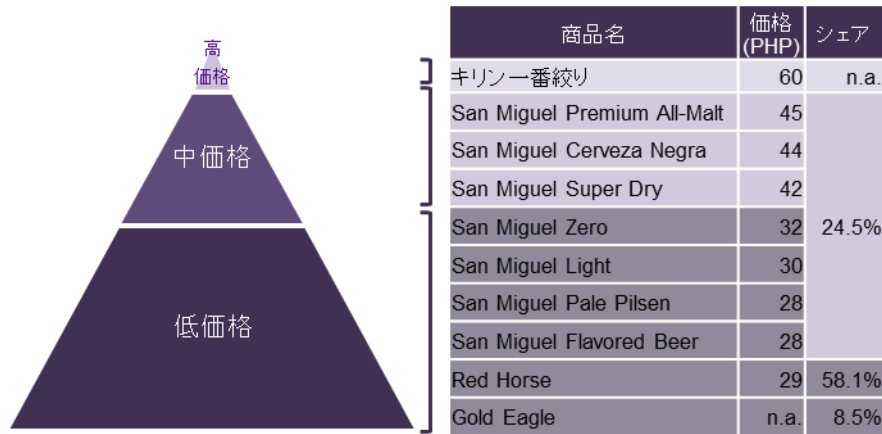
コングロマリットのもう一つの強みは、地場顧客のニーズを把握している点である。地場企業として、その国でどういった製品・サービスが求められているか、どの価格帯かつどのチャンネル経由で売ればよいのかを熟知し、そうした需要に合ったビジネスモデルを構築できている。一人当たり GDP が日本を上回るシンガポールを除き、ASEAN 各国はいわゆる低・中所得国に分類され、インフラ整備、設備投資、個人消費いずれをとっても、その予算と要求品質はいわゆる先進国と比べて低いのが現状だが、コングロマリットは適切な価格と品質をもって市場に商品やサービスを提供し、特にボリュームゾーンと呼ばれる領域を押さえることに成功している。



サンミゲルはフィリピンに適した価格・商品・流通ネットワークで高いシェアを獲得

フィリピンのサンミゲル・ビール(San Miguel Brewery)は、同国内で 90%超の圧倒的シェアを有するビール会社である。その商品構成は、フィリピン国民のニーズが高い低～中価格帯に明確な重点が置かれている(【図表 17】)。例えば、出荷数量シェア 58.1%とサンミゲル製品で最も売れている Red Horse は、安い価格と 7%という高めのアルコール度数がフィリピン人の若者層を中心に高く支持されている。提携先であるキリンホールディングスの一番絞りも取り扱うが、フィリピンでは高価格帯ビールに属しニーズはまだ限定的であるため、同価格帯においてサンミゲル自らのブランドは展開していない。なお、島嶼が多くトラディショナル・トレードの割合が高いフィリピンにおいてこれだけ高いシェアを維持する背景には、フィリピン国内での取扱い店舗数が 47 万超に達する、全国をカバーする流通ネットワークを有していることも言うまでもない。

【図表 17】 サンミゲルの価格帯別商品構成と市場シェア



(出所) San Miguel Brewery 社ウェブサイトおよび Euromonitor よりみずほ銀行産業調査部作成  
 (注) シェアは出荷数量ベース。

強み③: 外資規制等現地規制・政策への対応力

コングロマリットの 3 つ目の強みは、現地規制・政策への対応力である。外資に対する参入規制や資本上限規制がある場合、日本企業が事業を行うには現地企業とのパートナーシップが必須となる。例えば、インドネシアでは倉庫業に対して 33%の外資上限規制があるため、少なくとも 67%は地場企業による出資を受けなければならない(【図表 18】)。ASEAN 経済共同体(AEC)の発足によってASEANの単一市場化が目指される一方で、各国において保護主義的な政策・規制が取られる傾向も相俟って、コングロマリットの現地規制・政策への対応力は、その影響力を維持するに十分なケイパビリティであり続けられると思われる。

【図表 18】 ASEAN6 カ国の外資規制(一部)

インドネシア		タイ		フィリピン	
発電(10MW超)	上限95%	製造業は原則規制なし		広告業	上限30%
飲料水、高速道路、ごみ処理	上限95%	代理・仲介	上限49%	天然資源の探査、開発、利用	上限40%
ディストリビューター、倉庫	上限33%/67% (地域による)	小規模卸売・小売		公益事業の管理、運営	
レストラン	上限51%	ホテル		ファイナンス会社	上限60%
シンガポール		マレーシア		ベトナム	
ごく一部を除き、特に外資規制はない		製造業は完成車製造等を除いて原則規制なし		通信事業	上限 49%(インフラあり) 65%(インフラなし)
		電力	上限30%	銀行、金融業	上限30%
		非製造業 (緩和されつつある)	上限70%/プミプトラ 資本30%	運輸(鉄道/道路/国内水路)	上限49%

(出所)JETRO ウェブサイトよりみずほ銀行産業調査部作成

日本企業の ASEAN 進出の失敗要因は「現地化」の失敗

ASEAN に進出している日本企業は数多にのぼるが、上述したような ASEAN のコングロマリットが持つ強みを自前で構築できた企業は決して多くはない。日本企業は、優れた技術や高品質な商品・サービスを有し、幸いにして ASEAN 各国の企業や消費者からのイメージはよいものの、製品のローカライズが上手くいかない、販売チャンネルがない、価格が高すぎる、ビジネスモデルを現地規制と整合できないといった所謂「現地化」の失敗により、事業が伸び悩む事例は多く見られる。

今後の ASEAN 地域の環境変化は「現地化」をさらに必要とする可能性

上記のような日本企業の失敗要因は、元々 ASEAN 各国が政治、経済、文化、国際関係等の社会的要素において多様性を内包している点に依拠している部分が大きいと考えられる。加えて、今後 ASEAN 各国の経済成長や先に述べた AEC 等による単一市場化という側面よりも、消費の高次化によるニーズの多様化や、生産・消費立地の変化等、従来からの多様性をさらに複雑にする環境変化の方が重要と想定される。つまり、これまで以上に製販でのローカライズが重要となり、日本企業のこれまでの事業の失敗要因、つまり「現地化」の失敗は、より鮮明に事業成長の停滞という形で表出する蓋然性が高いのではないかと思われる。

「現地化」を進める上でコングロマリットとの提携は有用な選択肢

今後想定される ASEAN 地域の多様化に対応した「現地化」を実現し、当該地域の経済成長を取り込むために、業務提携、合弁企業設立、資本提携等の手段を通じて、コングロマリットとの協業体制を構築することは、引き続き有用な選択肢であるといえる。コングロマリットの強固なサプライチェーン、地場顧客ニーズの把握、現地規制・政策への対応力という強みを活かし、日本の優れた技術・高品質な商品・サービスを「現地化」することが、今後の日本企業の ASEAN 地域における事業成長自体の趨勢を左右するといっても過言ではなからう。

## 2. ASEAN のコングロマリットと日本企業の提携事例

## 日本企業とコングロマリットの提携事例

本項では、日本企業が ASEAN への進出に際し、コングロマリットと提携することによってその強みを活用し、自社事業の「現地化」を試みた事例について述べていく。

## タイのサハ・グループと提携してタイに進出した日系メーカーは、現地でトップクラスのシェアを獲得

タイのサハ・グループは、消費財分野に強みを持つタイ最大級の民間コングロマリットである。1940年代頃から日用品の輸入を行い、直販網を通じて全国に販売していったが、1960年代、需要の拡大とタイ政府による輸入代替型工業化政策により、自ら製造を開始した。当時は技術も資本もなく、外資企業、特に日本企業との合弁企業設立が選ばれた。日本企業にとっても、サハの直販網は販売チャネルとして魅力が高く、現地製造により原価および販売価格を抑制することができた。日本企業との合弁による取扱商品は洗剤、シャンプー、衣料品、加工食品等、様々な消費財が含まれており、市場でトップシェアを持つ製品も少なくない(【図表 19】)。サハ・グループによる現地製造および流通なくして、各日本企業が自社製品をここまで拡販することは極めて困難であっただろう。

【図表 19】 サハ・グループと日本企業の提携事例と市場シェア(2014年)

品目	提携する日本企業	シェア(順位)
ホームケア用品	ライオン	10.9% (2位)
オーラルケア用品	ライオン	9.9% (3位)
高価格帯化粧品	資生堂	10.3% (4位)
下着	ワコール	11.7% (1位)
女性用アパレル	ワコール	4.1% (1位)

(出所) Euromonitor よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) ホームケア用品は、各種洗剤、家庭用殺虫剤等。

## トヨタの ASEAN 展開は各国のコングロマリットとの提携により現地化を実現し成功

トヨタ自動車の ASEAN 展開には、現地の有力コングロマリットとの提携が奏功した。ASEAN 各国において、自動車産業は広大な裾野産業を持つため工業化政策上重要であるだけでなく、完成車や部品の輸入が貿易赤字をもたらすことから、しばしば政府の外資規制や内製化政策の対象となった。また、ディーラー網の構築にあたっては、既にネットワークをもつ現地企業かブランド力の高い現地企業と組むことが効率的であったと考えられる。このため、日米欧の自動車メーカーは現地企業との提携を行っているが、トヨタ自動車は、各国のトップコングロマリットと提携したことが高い市場シェアの獲得に結びつく原動力の一つとなったと言えよう(【図表 20】)。例えば、保護主義的な政策がとられたインドネシアおよびマレーシアでは、政府の意を受けたアストラ・インターナショナルおよび政府系 UMW ホールディングスと提携した。タイでは、エンジンの国内生産義務化を機に、素材に強みを持ちタイを代表するメーカー、サイアムセメント・グループとの提携を開始している。一方、フィリピンでは、経済・政情の不安による撤退を経て、日系との提携が多い華人系の GT Capital Holdings との合弁によって再進出を遂げた。

【図表 20】 ASEAN4 カ国におけるトヨタ自動車の提携先と市場シェア (2014 年)

国	提携相手	シェア(順位)
タイ	サイアムセメント	37.8%(1位)
インドネシア	アストラ・インターナショナル	31.8%(1位)
マレーシア	UMWホールディングス	15.3%(3位)
フィリピン	GTキャピタル・ホールディングス	38.6%(1位)

(出所) IHS Automotive よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) マレーシアにおいては、国民車政策で保護されている上位 2 社 (Perodure、Proton) を除くとシェア1位。

東京電力はタイ EGAT の IPP 事業に出資し、技術保持と収益基盤の拡大を両立

タイ最大の IPP である EGCO (Electricity Generating Public Company) は、EGAT の発電資産の一部を譲り受けた上場企業であり、現在も EGAT が株式の 25.4% を保有する最大株主である。2011 年、東京電力は先行して出資していた三菱商事と共に EGCO 株式を取得、両社は JV を通じて 12.0% ずつの株式を保有している。現在、EGCO はタイ国内外で様々な発電案件に取り組んでいるが、東京電力は技術面から EGCO のプロジェクトを支援しており、例えば、タイ南部のカノム 4・高効率ガス焚複合火力発電所 (発電容量 930MW) において建設および運転保守の技術者派遣を行っている。投資実行当時、日本国内の発電所新設需要が頭打ちとなると見込まれており、東京電力は、本件投資を通じて保有技術を海外 IPP 事業に活用することで、技術保持と収益基盤の拡大を両立させることを期待していたものと思われる。EGAT は ASEAN 屈指の健全な財務体質を誇る電力企業であり、事業パートナーとしても、長期電力供給契約の相手先としても魅力が高いといえるだろう。

日清食品はコングロマリットとの提携による拡販を目指すも提携解消へ

反対に、コングロマリットと組んだものの、後に提携を解消した事例も紹介したい。日清食品は、1992 年に現地企業と合弁企業を設立してインドネシアの即席麺市場に進出、1996 年には合弁相手をサリム・グループに変更し、同グループの国内最大手コンビニチェーン Indomaret の販路による拡販を期待した。しかし、インドネシア市場の即席麺市場はサリム・グループ傘下の「国民食」Indomie が圧倒的なシェアを有しており、日清食品は大きなシェアを獲得することができなかった。同社は 2014 年 8 月に合弁企業のサリム側持分 (49.0%) を取得し、合弁を解消している。

伊藤忠、CP グループ、CITIC の提携はコングロマリットと日本企業の提携の発展形

ASEAN のコングロマリットと日本企業の提携の発展形として、冒頭に述べた伊藤忠商事とタイの CP グループとの相互出資および中国の CITIC への共同投資が示唆するものは大きい。伊藤忠商事が総額約 7,000 億円を投じた巨額の資本提携は、中国における CP グループの中国飼料事業に対して伊藤忠商事が飼料原料を供給するという取引関係の発展、中国におけるインターネット通販事業の立ち上げ等といった提携内容が言及されているものの、具体的な事業戦略の多くは今後企業間で協議を進めるとしている。

一事業に限定されず、共に多角化を行う包括的なパートナー関係

今回の伊藤忠商事の事例と、これまでに見られた ASEAN のコングロマリットと日本企業との提携との差異は、その提携範囲の包括性である。多くの提携事例は、特定の一事業に焦点を当てたものであった。しかし今回の提携は、各社にとっての既存事業におけるシナジーのみならず、「更なる(提携範囲拡大の)可能性」や「新たな事業機会」をも追求するものとされている。即ち、一事業に限定されず、共に多角化機会を創出していく包括的なパートナー関係が目指されているのである。

三菱商事とアヤラ・グループの 40 年にわたる提携関係は、コングロマリットの強みを最大限に活用

三菱商事とフィリピンのアヤラ・グループの 40 年にわたる提携関係は、本件の貴重な先行事例と言えるだろう。1974 年に三菱グループがアヤラ・グループの持株会社 Ayala Corporation に出資<sup>13</sup>して以来、三菱商事はアヤラ・グループと様々な事業に取り組んできた。初期の投資はココナツ・オイルと合板製造だったが、軸足は不動産とインフラに移っていく。1990 年代には、ラグナ州の工業団地の開発、車体組立工場の設立、そしてマニラ首都圏の水道事業民営化に伴うマニラ・ウォーター (Manila Water Company) の設立等があった。近年では、フィリピン国内で需要が拡大する不動産開発やエネルギー開発における共同プロジェクトが多数発表されている。このように、地場のコングロマリットと共に自社事業を多角化し、多様な事業において市場環境に応じた収益機会の拡大を図っていく手法は、提携相手がコングロマリットであることの強みを最大限に活かしたものだと言えよう。伊藤忠商事と CP グループの提携もまた、このような多方面にわたる協業効果が期待されよう。

### 3. ASEAN のコングロマリットから見た日本企業との提携意義

日本企業との提携に当たり、コングロマリットが日本企業に求めるもの

ASEAN のコングロマリットは、かつてより大規模化した自社グループの一層の成長を追求するために、既存事業に留まらない事業拡大を求めている。既に述べた通り、外資との提携はよく活用された手段であり、中でも日本企業との提携は戦後から頻繁に行われてきた。この際に、コングロマリットが日本企業に対して何を求めるのか、ここまで述べた事例を元に簡潔に述べたい。

① 高度化するニーズに対応するための商品、ブランド

第一に、高度化するニーズに対応するための商品やブランドである。サハ・グループと日系消費財メーカーの事例では、国内市場でニーズが高まる特定商品に関する製造技術やブランドを持たない地場企業が、それを持つ日本企業と提携し、現地化した日本ブランド品として現地での製造・販売に成功している。

② 事業拡大を助ける高度な技術

第二に、コングロマリットの事業拡大を助ける高度な技術である。国内市場や国内資源を対象とする産業の場合には特にそうだが、調達・製造・販売のあらゆる局面での現地化が求められるため、現地での事業基盤を有する地場企業の優位性が高い。一方で、地場企業自身での高度な技術開発は困難であるか多大な時間を要し、成長市場における事業機会を逃しかねないため、地場企業にとっては、既に技術を有する外資とパートナーを組んでその技術を導入し、迅速な事業展開や多角化を行うことに合理性が見出される。各国政

<sup>13</sup> 一般に、コングロマリットのオーナーは自己のグループ支配権の変動を避けるため、このように外国資本からグループ持株会社への大規模な出資が行われた事例はきわめて珍しい。こうした投資が実現した背景として、当時は持株会社 Ayala Corporation が株式会社化され所有と経営の分離が進められていたこと、三菱グループの事業ポートフォリオを自グループの事業多角化に活用しようとしたこと、マルコス政権の干渉から身を守るために外国資本を受け入れたこと等の複合的要因が指摘されている。

府もまた、工業化政策を取りつつも外資規制等によって外資の市場参入を制限し、地場企業への技術移転を伴った産業育成を促してきた。自動車産業は、地場企業が外資と手を組んでその技術を活用し発展した産業の典型であり、日系自動車メーカーとの提携によって事業拡大に成功し、強固な事業基盤を築いたコングロマリットはいくつも存在している。

### ③先進国市場において成功したビジネスモデル

第三に、先進国市場において成功したビジネスモデルである。経済成長が進む ASEAN 市場では新しい市場が日々出現しており、先進国市場のビジネスモデルの導入は有用であった。既に成功した事例としてはタイのセブンイレブン事業<sup>14</sup>が挙げられる。また、最近では ASEAN における所得水準の向上やモバイルインターネットの普及により、E コマース市場の有望性が注目されており、この分野を巡っては、有力地場企業や日系を含む外資による新会社設立や現地企業買収等の動きが活発化している。

## VI. おわりに

コングロマリットと日本企業のパートナーシップを今あえて論考する理由

ここまで、ASEAN のコングロマリットなる企業群を様々な角度から概観し、コングロマリットの実像を浮き彫りにしつつ、さらに日本企業とコングロマリットとの提携事例を例示した。実のところ、ここまでの議論は新しいものではない。ここまで見てきた通り、ASEAN のコングロマリットと日本企業のパートナーシップは数十年単位の歴史を有しており、例えば 1980 年代でも現在でも、業種の違いはあれども、両者がお互いに期待する点はさほど変化がないだろう。本稿があえて今、ASEAN のコングロマリットとのパートナーシップの必要性を訴えるのは、日本の内需成長が大きくは期待できない中、海外需要の取り込みを急がなければ、日本の企業および産業の中長期的なプレゼンスが低下するという切迫感が、いよいよ増してきたと考えるからである。加えて、ASEAN 各国の成長に伴い、市場動向や消費の多様性がさらに複雑化し、これらの顧客ニーズに決め細やかに対応する必要が増すと考えられるからである。

ASEAN のコングロマリットは、将来日本企業と競合する可能性も

本稿では、ASEAN のコングロマリットと日本企業がお互いの強みを活かす形で、共に ASEAN における「稼ぐ力」を構築していく提携関係を前提に論を進めてきたが、こうした構図は、今後変化していくことが予想される。ASEAN のコングロマリットは、ASEAN 経済と共に急速に成長を遂げ、日本企業やグローバルプレーヤーに比肩する資金力や経営体力を持つようになっていく。殊に資金力勝負となった場合は、彼らとの競合を覚悟しなければならないのである。

タイ・ビバレッジの麒麟 HD との買収合戦とその行方が示した存在感

2013 年 2 月、麒麟ホールディングスは、保有するシンガポールの飲料大手フレイザーアンドニーヴ (F&N) の株式 15% を、タイの TCC グループ傘下タイ・ビバレッジ (Thai Beverage) に売却した。F&N はビール・飲料・不動産を主力とするコングロマリットで、2010 年、麒麟ホールディングスはビール・飲料事業の拡大を狙って F&N 社の株式を取得したが、2012 年、タイ・ビバレッジもまた F&N 社株式を密かに買い増し、麒麟ホールディングスやインドネシアのリッポー・グループ (Lippo Group) を含む企業連合との買収合戦に発展。結局、タ

<sup>14</sup> CP グループがセブンイレブン事業を開始した 1989 年当時は、セブンイレブンのライセンス権は米セブンイレブン社にあったが、今日の成功に至るには日本のセブンイレブンの事業ノウハウが大きく貢献していると言われている。

日本企業はコングロマリットに自らが優れたパートナー候補であることを示す必要あり

成長を続けるコングロマリットとの提携戦略は検討の価値あり

イ・ビバレッジが企業連合を上回る TOB 価格を示したため、企業連合は買収を断念、キリンホールディングスも保有株を全てタイ・ビバレッジに売却した<sup>15</sup>。この一件は、ASEAN のコングロマリットの資金力を大いに示した。

今後も、日本企業が得意とする技術やノウハウは、ASEAN のコングロマリットにとって高い魅力を持ち続ける分野が残されているが、それは欧米やアジア等の企業も同様であり、日本企業は、自らが他企業よりも優れたパートナー候補であることをコングロマリットに示さなければならない。それは、単に自らの強みを売り込むことに留まらない。ASEAN 各国市場の動向とコングロマリットの事業戦略を理解し、自社とコングロマリット双方の強みを活かしたビジネスモデルを示し、共にパートナーとして現地市場にコミットしていく具体像を描く必要がある。

ASEAN のコングロマリットは激動の時代を生き抜いて企業規模を拡大し、今日の隆盛に至っている。ASEAN 経済におけるその重要性は今や疑いようもなく、直接的な提携関係がなかったとしても、ASEAN において彼らと全く無関係に事業を行うことは不可能であろう。そして、彼らの実力は、事業面、資金力、事業エリア、あらゆる面でますます伸長していくであろう。彼らとどう付き合い、どう伍していくのか、日本企業は戦略を検討する必要がある。今こそが、日本企業が強みを見出しやすい事業領域が多く残され、ASEAN のコングロマリットが日本企業をパートナー候補として見ている、ラストチャンスなのかもしれない。

(本稿に関する問い合わせ先)

みずほ銀行産業調査部

アジア室 米井 洋平

yohhei.yonei@mizuho-cb.com

<sup>15</sup> ビール事業は蘭ハイネケンが買収し、タイ・ビバレッジは残りの事業を買収した。キリンホールディングスは、F&N 社が保有していたミャンマーのビール大手 Myanmar Brewery Limited を買収することとなった。

【付表】【図表 2】の推計売上高の集計対象としたコングロマリット一覧

国	属性	企業グループ名	主要事業
インドネシア	政府系	ブルタミナ Pertamina	資源開発(石油、ガス)、石油化学、ホテル、病院
		アンタム Antam	資源開発(石炭、ニッケル、金、銀、ボーキサイト等)、金属加工
	民間	アストラ・インターナショナル Astra International	自動車、二輪車、重機、オイルパーム栽培、交通
		サリム・グループ Salim Group	食品、小売、自動車、不動産、メディア、セメント、海外投資
		シナル・マス・グループ Sinar Mas Group	紙、オイルパーム、不動産、金融、通信、エネルギー
		リップポー・グループ Lippo Group	不動産、小売、病院、IT、ホテル
		ジャラム・グループ Djarum Group	たばこ、金融、家電
グダン・ガラム・グループ Gudang Garam Group	たばこ、物流		
タイ	政府系	タイ石油公社 PTT Public Co., Ltd.	石油、ガス、石油化学、外食、小売
		タイ発電公社(EGAT) Electricity Generating Authority of Thailand	電力(発送電、小売)、海外投資
		サイアムセメント・グループ The Siam Cement Public Co., Ltd.	セメント、鉄鋼、自動車部品、石油化学、物流、リース
	民間	CPグループ Charoen Pokphand Group	飼料、畜産、食品、小売、通信、不動産、石油化学、IT
		TCCグループ(タイ・ビバレッジ) TCC Group (Thai Beverage)	ビール、飲料、パッケージ、食品、外食
		ミトボン・グループ Mitr Phol Group	ブランテーション、製糖、発電(バイオエナジー、石炭火力)、木材、石炭
		サハ・グループ Saha Group	消費財、日用品、繊維、食品、小売、外食
フィリピン	民間	サンミゲル San Miguel Corporation	ビール、食品、発電、交通インフラ、石油精製、不動産、金融
		アヤラ・グループ Ayala Corporation	不動産、水道、発電、交通インフラ、小売、家電、自動車、通信、金融
		SMインベストメント SM Investment Corporation	小売(ショッピングモール、スーパー等)、不動産、金融
		JGサミット JG Summit Holdings	食品、通信、不動産、発送電、航空、金融
		アライアンス・グローバル Alliance Global	飲料、外食、ガラス瓶、不動産
		アボイティズ・グループ Aboitiz Group	発電、交通インフラ、水道、食品、金融、不動産
		ロペス・グループ Lopez Group	発電、半導体、通信、メディア、不動産
		ルシオ・タン・グループ LT Group, Inc.	ビール、飲料、航空、不動産、たばこ、金融
ユーチェンコ・グループ Yuchengco Group of Companies	金融、病院、教育、建設、広告、不動産、観光		



【付表】【図表 2】の推計売上高の集計対象としたコングロマリット一覧(承前)

国	属性	企業グループ名	主要事業
マレーシア	政府系	ペトロナス Petroleum Nasional Berhad	石油、ガス、石油化学
		テナガ・ナショナル Tenaga Nasional Berhad	電力(発送電、小売)、電力設備製造
		サイム・ダービー Sime Darby Berhad	オイルパーム、不動産、交通インフラ、病院、金融
		UMWホールディングス UMW Holdings	自動車、重機、オフショア資源開発
		MMCコーポレーション MMC Corporation Berhad	交通インフラ(港湾、物流)、発電、ガス、水道、建設
	民間	YTLコーポレーション YTL Corporation Berhad	建設、発電、セメント、通信
		ホンリオン・マレーシア Hong Leong Company (Malaysia)	金融、不動産、二輪車、半導体、鉄鋼、セメント
		クオック・グループ Kuok Group	不動産、ホテル、オイルパーム、砂糖、海外投資
		ゲンティン・グループ Genting Berhad	ホテル、カジノ、オイルパーム、不動産
		シングテル Singtel	通信、メディア、海外投資
シンガポール	政府系	ケッペル Keppel Corporation	不動産、発電、物流、交通インフラ、通信、IT
		セムコープ Sembcorp	オフショア開発、発電、水道、不動産
		シンガポール・パワー Singapore Power	電力(発送電、小売)、海外投資
		キャピタランド Capitaland	不動産、小売
		ホンリオン・シンガポール Hong Leong Corporation Holdings	金融、不動産、ホテル、家電、機械
	民間	OCBC銀行グループ OCBC Group (Lee Foundation)	金融、不動産、プランテーション、メディア
		UOB銀行グループ UOB Group	金融、不動産、日用品、旅行
ベトナム	政府系	ペトロベトナム(PVN) Viet Nam Oil and Gas Group	石油、ガス、石油化学
		ペトロリメックス(Petrolimex) Vietnam National Petroleum Group	石油、通信、保険
		ビナコミン(Vinacomin) Vietnam National Coal-Mineral Industries	石油、ガス、発電
		ビナミルク(Vinamilk) Vietnam Dairy Products	乳業、食品
		ベトナム電力(EVN) Vietnam Electricity	電力(発送電、小売)
		FPTグループ FPT Group	IT、通信、小売、教育
	民間	ビン・グループ Vingroup	不動産、小売、病院、アミューズメント、ホテル、教育

(出所)各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

## 参考文献

## 1. 書籍、論文

- 井上隆一郎 編(1994)『新版 アジアの財閥と企業』日本経済新聞社
- 朱炎 編著(2000)『徹底検証 アジア華人企業グループの実力』ダイヤモンド社
- 小池賢治・星野妙子 編(1993)『発展途上国のビジネスグループ』(研究双書)アジア経済研究所\*
- 星野妙子 編(2004)『ファミリービジネスの経営と革新 —アジアとラテンアメリカ—』(研究双書)アジア経済研究所\*
- 佐藤百合(1992)「サリム・グループ—東南アジア最大のコングロマリットの発展と行動原理—」(発展途上国のビジネス・グループ 第5回)、『アジア経済』33(3)、アジア経済研究所
- 佐藤百合(1995)「インドネシアにおける経営近代化の先駆者—アストラ・グループの事例研究—」、『アジア経済』36(3)、アジア経済研究所
- Globe Asia 2015年8月号, 100 Top Groups, BeritaSatu Media Holdings
- 木村陸男(1985年)「正念場を迎える政権:1984年のマレーシア」、『アジア動向年報 1985』、アジア経済研究所
- 若生芳明(2007)「ペトロナス成功の秘密」、『石油・天然ガスレビュー』41(2)、石油天然ガス・金属鉱物資源機構
- 小野沢純(2012)「ブミプトラ政策—多民族国家マレーシアの開発ジレンマ」、『マレーシア研究』1、日本マレーシア学会
- 熊谷聡(2014)「ペトロナス——知られざる高収益企業」、アジア経済研究所
- 坂田正三 編(2009)『変容するベトナムの経済主体』(研究双書)、アジア経済研究所\*
- 「平成 23 年度政策評価調査事業 諸外国における国営企業・特殊会社形態の企業体のあり方に関する調査」、2012年3月、株式会社アイ・ビー・ティ

\*の書籍は、アジア経済研究所ウェブサイトにおいて公開されている資料を閲覧

## 2. ウェブサイト、データベース等

- World Economic Outlook, IMF
- World Development Indicators, World Bank
- ジェトロ・アジア経済研究所
- Euromonitor
- Vietnam Business Forum
- 各社ウェブサイト

©2016 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

**MIZUHO**



**One**MIZUHO  
未来へ。お客さまとともに

