

## 移行経済下ミャンマーにおける企業の資金調達<sup>1</sup>

三重野文晴 神戸大学

### アブストラクト

ミャンマーでは、1990 年代の貿易の開放後、多くの企業が群生し民間銀行も成長した。他方、非効率な国営企業を主因とする財政赤字が通貨価値の下落やインフレをもたらし、民間銀行の経営の不健全性と相まって、金融システム発展の阻害要因となっている。

本稿では、そのような移行経済における金融の機能不全の下で、企業はどのような資金経路を構築しているかを探る。2003 年 8 月に実施された企業アンケート調査をもとに、基本的傾向を確認した上で、銀行借入、企業間信用の構造や決定要因を、質的選択モデルの推定によって検討した。観察・推定の結果、企業側にとって銀行借入をはじめとする負債への依存が極めて小さいこと、特に企業の成長によって自己資本への依存を強める傾向にあること、企業間信用の活用の水準も低く、それを決定する社会的要素の中ではもっとも原始的とも言える *kinship* のみが機能していること、などを見いだした。

キーワード： 金融、移行経済、ミャンマー

### 1. はじめに

本稿の目的は、金融システムが著しく未発達な移行経済の初期段階において、企業が成長のためにはいかなる資金調達を試みているかについて、2000 年代前半のミャンマーをケースとして、検討することである。

一般に移行経済下では、金融システムの発展は実物経済の変容と同時平行的に進行し、その過程でいくつかの問題が生じる。マクロ経済の側面では、財政部門と金融部門の分離、すなわち、中央政府及び国営企業の債務の帰属問題が重要な問題となる。また、再編された国営銀行の政府部門のファイナンスに対する位置付けも、重要な政策問題となる。ミクロ経済の側面では、金融部門は、民間銀行の新規参入や実物経済の成長を反映し、預金等の資金調達側では拡大が速やかである。他方、貸出等の供給側では金融システムの機能はそれほど速やかには発達しない。移行下で新しく生成されてくる銀行にとって、企業活動へのファイナンスは不慣れな領域であり、十分な金融仲介

---

<sup>1</sup> 本稿は、アジア経済研究所において 2003-04 年度に実施された研究プロジェクト「ミャンマー市場経済化の課題と展望」、「移行経済の金融システム構築の再評価」の成果に基づくものである。また、本稿の作成にあたっては科学研究費補助金(基盤研究(B)一般 17330066)の資金支援を得た。本稿の英語版は 2005 年度国際開発学会大会において報告され、Watanabe(2006)に所収される予定である。研究プロジェクトの参加者、学会発表に際してコメントをいただいた方々に感謝申し上げる。日本語の訳出にあたっては、神戸大学大学院、直正恵美子氏の助力を得た。

機能を果たすには相当の時間をかけて情報やノウハウを蓄積する必要があるからである。また、企業の位置づけに対する法制度や係争処理の手続きが十分に整備されていないことも、債務契約を難しくしている。その結果、移行経済の初期段階の金融システムでは、銀行部門の金融資産が急拡大する一方で、実物経済への金融仲介機能は未発達に留まることになる。

そのような金融環境の下で、企業家は選択可能な資金調達手段(自己資金、銀行借入やインフォーマルな借入等)の中から最適な方法を選択して資金調達を行っていると考えられる。先行研究によると、このような環境下では企業間信用(Trade Credit)が重要な役割を担うことが指摘されている。Macmillan and Woodruff [1999]は近年ヴェトナムにおける企業間信用取引を観察し、企業間信用は企業の資金調達の中で重要な役割を担っており、それらが、企業家間の社会的ネットワークやビジネス上のネットワークを含むさまざまな要因により決定されていると結論づけている。また、Watanabe(2006)では、中国企業の企業間信用の決定要因を主に国営企業の情報能力に依存するものとしてとらえられている。これら先行研究に対し、本稿は、企業年数がより浅く、銀行の機能がより限定的な移行経済の初期段階にあるミャンマー企業を対象として、企業間信用と負債や銀行借入といった他の資金調達手段の関係にも注目しながら、それらの企業の資産調達行動の特徴を検討するものである。

論文の構成は以下の通りである。第2節では、1990年代のミャンマーの金融システムの発展を簡単に説明する。第3節では、データの説明を行う。第4節では、記述的統計を用いて企業の資金調達の特徴について考察する。第5節では、負債、銀行借入と企業間信用の決定要因について実証分析を行う。第6章は、総括である。

## 2. ミャンマーにおける経済、金融システムの発展

ミャンマーでは軍政下で経済改革が進められ、1990年代前半には、貿易の自由化、資本移動の自由化、および国営企業民営化を含む財政改革を柱とした体系的な経済改革が進められ、かなりの成長を遂げている。1994年から98年までの実質GDPの年平均成長率は6.5%であった(表1)<sup>2</sup>。

改革以後、民間部門は資本流入と国内部門の成長により急激に成長した<sup>3</sup>。銀行部門では、国営銀行がモノバンク制から各種政策銀行へ再編される一方で、民間銀行の新規の設立が許可され、1992年から97年の間に20の民間銀行が営業を開始している。表2からは民間銀行の急速な成長をみることができる。負債面からみれば1993年から99年の総資産、預金の年平均成長率は、それぞれ155.5%、195.5%と極めて高い。預金の拡大に対応して、資本・総資産比率は急速かつ極端に低下している。一方、資産面では、預金によって調達資金が急拡大したほどには運用資産は拡大していないことがわかる。貸出の比率は漸増してはいるものの、その成長率は遙かに低い。慢性的

<sup>2</sup> ミャンマー政府の公表している1999/00以降のGDP成長率の値は不自然に高く、信頼性が低いことが指摘されている(1999/00, 2000/01, 2001/02の実質値でそれぞれ10.9%, 13.7%, 10.5%)。Economic Intelligent Unitの推計では、成長率は、2001/02, 2002/3ともに5.3%である。

<sup>3</sup> 1990年代のミャンマーの成長は非製造業部門への偏りが一つの特徴である。製造業部門の実質GDPは1990年代をつうじて、6.8-7.1%にとどまるのに対し、貿易・サービス部門では、それぞれ21.5-24.0%、6.5%-9.0%の成長を遂げている。

なインフレ(1994年から99年の年平均インフレ率は24.1%)が実質金利を負にとどめ、貸出業務による利益率を低く抑えていること、また、新設の銀行にとって信用取引のための情報生産能力を習得するにはそれなりの時間が必要であることから、新規の貸出先は預金者ほどには迅速には、獲得するのは難しい構造にある、ことなどを反映していると考えられる。

預金増加率と貸出増加率の間のギャップを埋めるものは国債保有である。特に1999年以降のその傾向が顕著である。財政赤字が悪化する中、1998年以降、赤字を補うための国債発行が増加している。つまり、銀行により家計から動員されてきた資金の大部分は財政赤字のファイナンスに当てられていることになる<sup>4</sup>。

民間銀行のもう一つの特徴は、多くの主要銀行が、主要部門の生産財の輸出業務を担う大規模ビジネス・グループ、または、建設業や不動産業といった非製造業部門における大規模ビジネス・グループにより設立されている点である。例えば、Yoma Bankは1993年にFirst Myanmar Investment (FMI)の100%子会社として設立された銀行である。FMIは、特定の華人系家族の実質的なコントロール下にある有力な持株会社であり、対外開放以降、非製造業部門を中心に事業を拡大させ、40以上の子会社や提携会社によって大きなビジネス・グループを形成している。また、1999年時点で国内最大の銀行であったAsia Wealth Bankは1994年にOlympicグループにより設立された。Olympicグループは輸出業と建設業を担う15の企業からなる大手建設グループである(Wang [2004])。このように、民間銀行の母体が、非製造業と結びついて発展してきた大規模ビジネス・グループであるという事実は、民間銀行の貸出取引の機能が、グループ企業の信用活動、すなわち内部市場における活動に偏りを持っている可能性を示唆するものである<sup>56</sup>。

### 3. データ

ここでは、以上のようなミャンマーの金融システムの特徴を踏まえ、マイクロ・データによって、民間企業の企業金融の構造を検討する。ミャンマー経済は移行経済の一種とみなすことはできるが、国営企業の役割は限られたものである。本稿では、製造、貿易、サービス部門における167の小・中規模の民間企業に対して、企業のプロフィール、バランスシート等の財務状況、所有者の特徴などを対象とするアンケート調査を試みた。調査にあたっては、当方で調査表を作成し、聞き取りを現地民間調査会社に委託する形で行われた。聞き取りの対象は委託先調査会社の作成した企業ダイレクトリーの中から、業種別に無作為抽出した中で、アンケートに応じる意志を示した企業であり、委託会社の担当者による聞き取り・書き込みの他記式で行われた。対象企業は167社、実施期間は2003年10-12月である。

<sup>4</sup> Statistical Yearbookから筆者自身が計算したところでは、財政赤字の27.2-38.1%が国債として市場に吸収され、1998/99-99/00の時期には、そのほとんどが民間銀行により保有されていたと推測される。1995/96-96/97の間では、この数値が4.6-7.2%であったことと比較すると、この資金経路の拡大が顕著であることがわかる。

<sup>5</sup> Wang [2004]は2003年の銀行取り付け以降急速に発展したKanboza Bankについても類似の特徴を指摘している。一方、小規模民間銀行の多くは、政府や軍の持ち株会社により所有されている(代表的な例として、Myawaddy bankは軍、軍人出資のMyanmar Economic Holdingsの所有下にある)。一般的にそれらの銀行では、銀行業務はあまり活発ではないといわれている。

<sup>6</sup> なお、こうした大手民間銀行の多くが、民間銀行における取り付けの頻発とマネー・ロンダリングの疑いが指摘される中で、2004年以降営業の停止に追い込まれている。

以下の分析の対象は、調査対象167社のうち、資産負債表の情報が3年間にわたって利用可能な89社である。FMIやOlympicグループのような大規模ビジネス・グループに属している大企業は、調査におけるサンプルの抽出構造のため、データには含まれていない<sup>7</sup>。

#### 4. 記述的観察

##### 4.1. 負債比率と銀行借入

###### 4.1.1. 資産負債表

本節では3つの種類の異なる指標を用いて資金調達の基本特徴をみていきたい。表3は全サンプル企業の資本構造と業種別および規模別の資本構造を示している。資産負債表のデータは1999年-01年の3年分であり、数値は3年の平均値である。全サンプル企業の負債比率の平均は15.9%である。負債比率は主に、銀行借入(6.0%)、買掛金(4.1%)およびその他の負債(3.0%)から成っている。サンプル企業89社のうち、資金調達手段として銀行借入を利用している企業は33社のみ(37%)である。負債比率は著しく低く、サンプル企業は自己資本に強く依存していることがわかる。

業種別にみると、負債比率および銀行借入比率は製造業(銀行借入4.7%)において特に低く、輸出業(同11.1%)において相対的に高い。とりわけ銀行借入についてはこの傾向は強い。サブセクターでより詳細にみると、輸出業者の中では農産物(同17.0%)、畜産物(同11.5%)の輸出業で高く、衣料品の輸出業ではむしろ低い。また、製造業でも農産物加工業(同16.7%)ではかなり高い水準となっている。試みに製造業の中から衣料品製造を抽出して計算したところ、銀行借入は4.0%とかなり低い水準であった<sup>8</sup>。サービス業については、消費財流通業、小売業では相対的に高いが、建設業(同2.5%)はむしろ低い数値が得られている。

規模による分類では、1つの特徴が明らかになっている。すなわち、銀行借入比率は、大規模企業(8.1%)ではなく、中規模企業(10.3%)が最も高い。さらに、負債比率で見ると中規模、小規模、大規模の順に高い。総じて、大規模企業はそれほど銀行借入を利用しておらず、規模と銀行借入比率には線形の関係はないことが示されている。なお、企業の法的性格による分類では、負債比率、銀行借入比率とも法人企業の方が、個人企業よりも高い。

###### 4.1.2. 起業資金の調達

表4は企業設立時における企業資金の調達方法を示している。資産負債表における観察と同様に、自己資金による調達および家族や親戚からの資金支援が80.3%を占めており、圧倒的な比重となっている。銀行借入による調達は8.3%に過ぎない。また、サービス業では、銀行借入を利用している企業数はまったくないことがわかる。

資金調達方法と設立者の創業前の職業の間には一定の関係が読み取れる。公務員による起業では政府系銀行からの借入が大きく、国営企業職員による起業では出資による設立資金の調達が

<sup>7</sup>言い換えると、本稿の分析は民間銀行と特別の関係を持たない企業を対象としている。

<sup>8</sup>ここでは暫定的に、Tシャツ、布地、繊維の生産と縫製関係事務を主要活動としてあげた企業を対象とした。

目立つ。一方、商業者や個人事業者からの設立では、民間銀行からの借入への依存がやや強い。

#### 4.1.3. 設備投資と運転資金の調達

表5は設備投資と運転資金の資金調達方法を示している。設備投資については、過去5年間に設備投資を行った企業は89社中28社であり、その28社のうち銀行からの借入を行ったのは9社に過ぎない。協調融資は皆無で、すべて一つの銀行からの借り入れである。表によると銀行借入が22.8%を占め、資産負債表や起業時の資金調達と比べて比重が高い。業種別ではサンプル数が小さいため解釈には慎重でなければならないが、輸出業、サービス業において銀行借入比率が高く、製造業では低いことがわかる。運転資金については、89社中32社が銀行から借入を行い、資金調達における銀行借入率は全体平均<sup>9</sup>で13.5%である。業種別では、設備投資と同様、輸出業において銀行借入率が高い。

銀行の資金仲介は、最も在来的な形で商業者に対する運転資金のチャンネルを維持する一方、部分的に設備投資資金に広がっている。ただし、全体的に輸出業、サービス業に対して広く、製造業への資金チャンネルは狭いものとなっている。

## 4.2. 企業間信用

資産負債表で見たように、サンプル企業は多くの部分を自己資金に依存している。その中で、わずかな負債部分はほぼ銀行借入と買掛金によって構成されており、両者は企業の資金調達において同程度の比重で役割を担っている。買掛金は販売・購買取引の場で発生する企業間信用(Trade Credit)の性格をもつ。本節では、この企業間信用についてのアンケート結果を集計し、その大雑把な傾向をつかむことを試みる。

### 4.2.1. 販売・購買における市場環境

販売／購買取引について利用可能なサンプル数は、資産負債表や他の金融データより多く、133社である。はじめに、企業間信用と密接に関係している市場環境についてみてみよう。表6は各企業の最大顧客のシェアを示している。およそ半分の61社がシェア25%以下の競争的環境にあり、8社がシェア75%超の買い手独占に近い環境にある。この傾向の中でも、大規模企業には買い手独占に直面している企業が皆無であること、輸出業はやや買い手独占的環境にある企業が、製造業は競争的環境にある企業が相対的に多いこと、などが特徴として指摘できる。

表6-2,6-3は、企業への競争環境の主観的な認識について聞き取りを行った結果である。他社との競合関係については「いくつかの」(several)、「多数の」(many)の競合者であると答えた企業が大半を占める。価格設定の主観的認識については、自らが価格設定者となっていると認識している企業が約半数を占め、顧客の側が設定者になっていると答えた企業、競合者によると答えた企業を大きく上回っている。ただし、これらの認識は、生産物の最大顧客の購買シェアと必ずしも相関を持って

<sup>9</sup> フローの運転資金の資金調達手段についての質問は、銀行借入、血縁からの借入、自己資金といった代表的なものに限られている。実際には、掛買としての企業間信用は実質的に運転資金として機能していると考えられる。ストックの指標である表3との意味の違いに注意されたい。

はいないように見受けられる。

#### 4.2.2. 売掛(与信)の一般的な傾向

表 7 は、アンケート対象企業の掛売の一般的な傾向についての集計結果である。情報として有効なサンプル数は 106 社で、取引総額に対する掛売の比率は平均 56.8%であり、このうち約 2 割にあたる 23 社は販売のすべてが掛売であると答えている。一方、販売のすべてを現金で決算している企業はわずか 4 社である。また、販売額に占める最大顧客への販売額の比率と掛売の比率との間には、一見したところ関係は認められず、顧客の交渉力が掛売の比率を引き上げているようには見受けられない。

企業が掛売を決定する際に重視する要素については、過去の取引関係と経営者・企業の評判との答えが最も多く、ついで個人的な友人関係が挙げられ、業績指標(収益性)を上回っている。取引関係、個人的関係からの情報が重要な要素であることが示唆される。一方、ここでは地理的關係を挙げる企業は少なく、地縁関係はさほど重要でないと見受けられる。

サンプル企業 98 社中 16 社という多くの企業が売掛金のデフォルトに直面している。16 社の平均未回収数は 3.1 回であり、表から、最大顧客シェアと未回収数の間には正の相関があるように見受けられる。未回収に対する最も一般的な対応は取引の停止であり、法的手段に訴える企業はきわめて少ない。訴訟がほとんど用いられないことは、中国などのケース(例えば、Watanabe (2006))と異なる点である。ミャンマーでは法的手段による解決手段はほとんど機能しておらず、多くの企業が債務不履行の可能性に、継続的取引関係とそのターミネーションの威嚇によって対処していると考えられる。

#### 4.2.3. 最大顧客に対する売掛金(与信)の特徴

表 8 はアンケート対象企業の最大顧客一社に対する売掛金の特徴を集計したものである。総取引量に占める売掛金比率は表 7 とほぼ同等の 51.6%であり、サンプル企業の 20%が掛売のみで 12%が現金のみで決算を行っている。

表 9 によると、98 社のうち 81 社が現金と同じ価格で掛売を行っており、大部分の企業は企業間信用に「金利」を要求していない。現金と掛売の価格に差がある残りの 17 社を観察すると、現金と掛売の価格差を現金価格で除した「プレミアム」の年平均は 4.4%である。また、「プレミアム」と債務不履行回数の間には線形関係はない。しかし、過去 3 回以上債務不履行に陥った顧客への「プレミアム」は平均より高くなっている。

サンプルの限定性もあり、明確に結論を得ることは難しいが、銀行借入が限られている金融市場環境のもとでの企業間信用の機能について、いくつかの示唆が得られている。第1に、「掛売」による企業間信用はかなり広範になされていることが観察された。これは、企業の一部にしか利用されていない銀行借入と対照的であり、企業間信用が銀行借入の補完以上の機能を果たしていることが示唆されている。第2に、企業間信用の多くが、いわば無利子による信用であり、「プレミアム」をとっている場合でも、その水準は極めて低いことが観察された。第3に、債務の不履行はかなりの頻度

で発生している。履行強制の欠如の環境下で、企業は、相手企業の資産規模による信用の評価、物理的距離や所有者の信用度などによって与信を判断しており、不履行に対しては、主に取引停止の威嚇という手段によって対処している。また、不履行を繰り返す企業には、「プレミアム」にリスク・プレミアムを付加して高く設定する対処がなされているように見受けられる。

## 5. 負債、銀行借入、企業間信用の決定要因

以上を踏まえて、本節では、企業の資金調達方法の決定要因を実証的に検討したい。最初に、企業の負債、銀行借入の比率について、資本構成の決定要因を推計する。さらに、「掛売」による企業間信用の決定要因について、資本構成と最大顧客との取引シェアの2つの側面から分析を進める。

### 5.1. 資本構成の決定要因

#### 5.1.1. モデルと変数

負債比率(総負債/総資産)および銀行借入比率(銀行借入/総資産:表3のL2)の決定要因については、エージェンシー・コストを考慮した標準的な決定モデルに従う。Tittman and Wessels [1988]を初めとして、資金調達方法に関するエージェンシー・コストの違いによって、資本構成が決定されている。ことは多くの既存研究で確認されている。また、Suto [2003], Lee et.al [1999], Mieno [2004]はそのようなモデルがマレーシアや韓国、タイといった東アジアの途上国にも適用可能であることを示した。本節でもこうした先行研究に倣って分析を進める。推計モデルは以下のとおりである。

$$y_i = c + \alpha_1 X1_i + \alpha_2 X2_i + \alpha_3 X3_i + \alpha_4 X4 + u_k \quad (i = 1, 2, \dots, n)$$

ここで、 $c$ は定数項、 $u$ は誤差項、 $n$ はサンプル数である。

説明変数は以下のとおりである。

$X_1$ : コントロール変数ベクトル

ASSET: 総資産、RETEAR: 内部留保、Risk: リスク指数

$X_2$ : 企業の属性に関する変数ベクトル

INVE: 設備投資の態度の指標、Vintage: 企業のビンテージ(年齢)

$X_3$ : 企業の所有者・経営者の属性に関する変数ベクトル

BR: 対銀行関係ダミー

所有者か経営者に銀行の経営者か出資者が含まれる場合BR=1。その他の場合BR=0。

NOCM: サンプル企業の所有者が所有する企業の数(経営多角化と事業規模の指標)

OWNER1-4: 所有者・経営者の前職ダミー: 公務員、国営企業職員、自営商人、民間企業社員

$X_4$ : 10のサブセクターの産業ダミー

$X_1$ を説明変数として採用する理由は以下のとおりである。既存研究では企業規模と負債比率の間に正の相関があることが知られている。ここでは企業規模の指標として総資産を用いる。負債比率のもっとも基本的な決定要因は自己資金、すなわちキャッシュ・フローである。自己資金の規模については、キャッシュ・フローないし代理変数として利潤率をとることが望ましいが、両指標ともアベラブルでないため、次善の方法としてバランスシート上の内部留保を用いた。企業収益面におけるリスクが負債比率と負の相関があることも既存研究で知られているが、ここでは、聞き取り時点での売上将来見通しをスコア化して(改善している=2, どちらとも言えない=1, 悪化している=0)用いることとした。法人税の節税効果は負債比率を決定する基本的な変数であるが、調査からはこれに関する指標を得ることができなかったため、割愛した。

$X_2$ については以下の通りである。企業の資金需要のもっとも基本的な要因は設備投資のための資金需要であり、投資意欲は資本構成に影響を与える。そこで、将来の投資計画への質問に対する回答に基づき、「投資計画あり」=2、「未定」=1、「なし」=0とするスコア化指標を作成し、投資意欲に関する質的な情報として用意した。また、企業が銀行と安定的な融資関係を構築するには、相互の信頼の醸成や情報の蓄積のために、相当の時間を要すると考えられる。それは取引を開始してから試行錯誤の期間を得て形成されるものだからである。この問題をとらえるために、ここでは企業のビンテージ(年齢)にも焦点を当てる。

説明変数ベクトル  $X_3$  については以下の通りである。前述のように、民間企業の設立は、銀行業を含めて、1990年代初め以降進展してきたものである。聞き取り調査では、民間企業の所有・経営構造は未だ極めて初期的なものであり、企業所有者が複数事業にかかわる場合、別々に企業を登記するケース、行政への対応上単一の事業内容に対し複数の企業を登記するケースなどが見受けられた。また、商工会議所を中核とする企業家のネットワークを通じて、新規事業への共同出資がなされるケースが多くあることが観察された。

そこで、負債取引に密接な関係があると考えられる3つの要素を、説明変数として導入した。第1は、当該企業所有者の銀行業へ出資者ないし経営者としての関わりの指標である。企業所有者が銀行に深く関わっている場合には、その企業の銀行借入の決定に影響を与えていることが考えられる。第2は、当該企業所有者が他に保有する企業の数である。この指標は、その所有者が事実上かかえる事業規模、さらには事実上のキャッシュ・フローの指標とみることができる。第3に、所有者が企業を設立する以前の職業をダミー変数として導入した。所有者が起業前に、政府ないし国営企業部門に関わっていた場合と、自営商人あるいは民間企業に所属していた場合では、初期時点でのビジネス・ネットワークの種類や金融の利用への理解が違う可能性がある。とりわけ、銀行借入と企業間信用は初期段階でのネットワークが重要な役割を果たすと考えられる。ここでは、上述4種類の



職種によって所有者の以前の職業を区別する。

最後の産業ダミーは、産業毎の情報の非対称性の度合いや他の要因をとらえるためのコントロール変数である。

### 5.1.2. 推定手法

前述のように利用可能なサンプル 89 のうち、負債については 27、銀行借入については 33 がゼロである。このことを考慮し、推定手法としては、最小二乗法と併せて、被説明変数の形状に制約のあるトービット・モデル、被説明変数を質的選択に限定したプロビット・モデルによる推定を併せて行う。

トービット・モデルは被説明変数の分布の形状について特定の下限より小さな値が観察されない観察誤差を想定して、最尤法によってパラメーターの推定値を求める手法である。このモデルの定式は以下の通りである。

$$y_i^* = x_i \beta + u_i$$

$$y_i = \begin{cases} y_i^* & \text{if } y_i^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_i^* < 0 \end{cases}$$

ただし、 $x_i$  は定数項を含む説明変数ベクトル、 $\beta$  は説明変数のパラメータである。

対数尤度関数は以下のように、 $y_i = 0$  となる確率と  $y_i = y_i^*$  となる尤度の対数和である。

$$\ln L = \sum_{i \in (y_i=0)} \ln \Phi\left(\frac{-x_i \beta}{\sigma}\right) + \sum_{i \in (y_i=y_i^*)} \left\{ \ln \Phi\left(y_i - \frac{-x_i \beta}{\sigma}\right) - \ln \sigma \right\}$$

一方、プロビット・モデルは被説明変数が質的情報に限定されている想定の下で、パラメーターを推定する手法である。

$$y_i = x_i \beta + u_i$$

$$y_i = \begin{cases} 1 & \text{if } y_i^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_i^* = 0 \end{cases}$$

$y_i = 1$  である確率は、 $P_i = F\left(\sum_{k=1}^K x_i \beta_k\right)$  であり、尤度関数は

$L = \prod_{y_i=1} P_i \prod_{y_i=0} (1 - P_i)$  と定式化できる。プロビット・モデルは  $F(\cdot)$  について、正規分布を仮定して、

パラメーターを推定する方法である。

トービット・モデルとプロビット・モデルは、サンプルのかなりの部分がゼロである本稿の分析においては、最小二乗法よりフィットの良いモデルであると考えられる。また、両者で推定されたパラメー

ターの解釈は多少異なる点に注意をする必要がある。トービット・モデルではゼロでない被説明変数のレベルの決定に説明変数が影響を与える部分を強くとらえるため、被説明変数がゼロではなく、正であることを決定する要因として説明変数が重要である場合には計測されにくい。逆に、プロビット・モデルは、ゼロからのわずかな乖離を大きく評価し、正の範囲内での動きの情報を無視する性質をもつので、ゼロである被説明変数が、限界的にそこから乖離する場合に、より強くとらえる性質を持つ。

### 5.1.3. 推定結果

負債比率と銀行借入の推計結果は、それぞれ表 11 と表 12 の通りである。サンプル数が限られるため、また、説明変数が多数あるため、プロビット・モデル、トービット・モデルでは最尤関数の収束を実現することが容易でなく、推定にあたっては、いくつかの産業ダミーが割愛されている<sup>10</sup>。

主な推定結果は以下のとおりである。第 1 に、コントロール変数については整合的な結果を得た。自己資金の指標 (RETEAR) は、負債比率、銀行借入率ともに有意に正であり、資金調達の際、自己資金が負債に優先されることが示されている。設備投資意欲の指標 (INVE) は、おおむね正であり、負債比率についてはプロビット・モデルで、銀行借入についてはトービット、プロビットの両モデルで有意である。リスク指標は、符号は負であるものの、有意ではない。この推計結果は、企業の資金調達が、基本的に設備投資需要に起因していること、そして、外部金融が内部金融に劣後する形で選択されていることを示している。これらの傾向は、一般的な資金調達の決定要因がミャンマーの調査対象企業についても当てはまることを意味している。

第 2 に、企業のピンテージについては、意外な結果が得られた。負債比率のパラメーターは有意に負であり、銀行借入については有意な結果は得られなかった。この結果は、企業は起業の初期段階では負債への依存が高く、時間を経るごとに徐々に、自己資金への依存を高めていくことを示している。銀行借入が有意でないことから、初期段階の負債は、企業間信用やその他のインフォーマルな負債であると考えられる。企業家はインフォーマルな借入に依存して起業し、企業の成長過程で、より自己資金に依存した資金調達に切り替えていく。この過程において、銀行は主要な役割を果たしていない。

第 3 に、企業所有者の銀行への経営関与 (BR) については、負債について正に有意であり、銀行借入については有意ではない、という結果を得た。所有者の銀行への関与は、銀行との取引を促進する要因とはなっていない。一方、銀行の経営に関与している所有者は、銀行借入以外の負債、特にインフォーマル資金への依存が比較的高くなっていることがわかる。企業所有者の銀行への関与は、信用関係の強化のためというよりは、むしろ事業の多角化のためであると解釈できる。

第 4 に、企業所有者の経営多角化・事業規模に関する指標 (NCM) は、負債について有意に負である。銀行借入比率はおおむね正で、プロビット・モデルに有意である。企業家の事業規模が比

---

<sup>10</sup> なお産業ダミーの表示も割愛した。

較的大きい企業は、十分なキャッシュ・フローを確保でき、インフォーマルな負債から脱却すると考えられる。また、そのような企業においては、銀行借入の利用が若干活発である、と理解できる。

最後に、所有者の前職については、自営商人や民間企業社員といった民間部門出身者は、公務員や国営企業のスタッフといった政府部門出身者と比べて、銀行借入の利用水準が有意に低い、という結果を得た。この結果は、政府部門と民間部門の出身者の間に、資金チャンネルについて、何らかの格差があることを示唆するものである。

#### 5.1.4. 推定結果の小括

ここまでの推定結果は以下のようにまとめることができる。設備投資は資金需要の主要な要因の一つとなっており、企業は、資金需要に対して自己資金が不足しているときに、資金調達的手段として負債を選択する。その意味でペッキング・オーダー型の資金調達となっている。ただし、自己資金が圧倒的に選好され、負債は大きく劣後する。また、起業家は初期段階では負債に依存しているが、企業の成長過程で負債依存から脱却して、自己資本に依存していく傾向を持つ。銀行借入は相対的に不活発であり、負債の中では企業間信用や他のインフォーマル負債の比重が高い。そうした中で十分なキャッシュ・フローを持ち、事業の多角化を行っている企業は、むしろ銀行借入が活発である。他方、企業所有者による銀行経営への関与と銀行の融資取引には明確な関係は存在しない。

### 5.2. 企業間信用の決定要因

負債構造と銀行借入の以上のような傾向を踏まえて、企業間信用 (Trade Credit) の決定要因の推定を行う。ここでは2種類の被説明変数の推定を試みる。第1は、資本構成の1つである、バランスシート上の総資産に占める買掛金の比率である(買掛金・支払手形:(表3のL1)/総資産)。推計モデルは先と同じである。第2は、最大取引先に対する購買代金総額に占める掛買い(現金決済以外)の比率である。取引先についての情報は、推定式に、説明変数として導入する。

#### 5.2.1. データとモデル

データの取り扱い、および説明変数は、第1の推計については、前述の推計と同じである。第2の推計については、以下の、顧客に関する情報と最大取引先との関係を説明変数に追加する。

**Rtrasup:** 総取引(購買)に対する最大取引先のシェア

**Experis:** 取引経験の期間(月数)

**Relations:** 取引企業の所有者との関係(4つのダミー変数): 友人(1)、親類(2)、家族(3)、その他(4)

**Locations:** 本社の立地(4つのダミー変数): 市内(1)、軍管区内(Township)(2)、国内(3)、海外(4)

取引シェアが高ければ、取引先は企業に対して強い交渉力を持つため、企業間信用を圧縮する(現金払いを迫る)ことが容易である可能性がある。取引年数が長ければ長いほど情報の非対称性は低減すると考えられる。kinship および立地も取引を決定する重要な要素と考えられる。

## 5.2.2. 推定結果

推定結果は表 13 および 14 である。買掛金比率の推計では、以下の点のような結果を得た。第 1 に、内部留保のパラメーターは負債と銀行借入の結果と異なり、有意ではない。前節で見たように、ほとんどの企業間信用には「プレミアム」(＝名目金利)がついておらず、機会費用以上の資本コストはかかっていない。推定結果は、企業は、企業間信用が利用可能な場合は、自己資金と無差別に選好していることを表している。第 2 に、設備投資意欲のパラメーターは有意に正であり、負債と銀行借入の結果と同じである。このことは、基本的な事実として、企業間信用もまた設備投資の資金として機能していることを示唆している。第 3 に、企業のビンテージは銀行借入の結果と同様、有意ではなかった。負債比率については有意に負であったことを考慮すると、初期段階では企業は負債の中で、企業間信用でも、銀行借入でない、その他の負債によって主に資金調達を行っていることを窺うことができる。第 4 に、被説明変数に最大取引先のシェアを用いた推定の結果では、内部資金が正に有意に計測された。この解釈は容易ではないが、キャッシュ・フローが潤沢で、支払い能力のある企業にはかえって貸出がなされ易い傾向を意味している可能性がある。また、設備投資意欲の指標は、上のケースと同様、正に利いており、フローでみた場合でも投資の資金需要に企業間信用が対応していることを示している。企業所有者の出身については、銀行借入とは逆に民間経済活動出身者については、企業間信用の比率が高いという結果を得た。自営商人や民間企業社員が、銀行借入へのアクセス度が低い一方で、企業間信用の利用度は平均して高いことを意味している。特に自営商人については、商業活動の従事者が慣習として一定規模の企業間信用を維持し、それを管理するノウハウを身につけていると考えることは自然であろう。

つぎに、被説明変数に最大取引先の買掛支払い比率を用いた推定の結果では、内部資金が正に有意に計測された。この解釈は容易ではないが、キャッシュ・フローが潤沢で、支払い能力のある企業には与信されやすいことを示している可能性がある。また、設備投資意欲の指標は、上のケースと同様正に利いており、フローでみた場合でも投資の資金需要に企業間信用が対応していることを示している。

取引関係、取引先の属性については以下の通りである。第1に、取引規模と取引年数は有意ではなく、交渉力や取引経験などによって企業間信用の規模が決定されていることの傍証を得ることはできなかった。第2に、プロビット・モデルによる推計において、企業所有者の前職が民間企業社員である場合の企業間信用の比率が高いことが示されており、前推定ほどは明確ではないものの、同様の傾向を見いだすことができた。第3に、トービット・モデルの推定によって、企業間信用は家族、親類、友人が経営する企業との取引では、高いことが見いだされた。このことは、血縁(kinship)が企業間信用の重要な決定要因になっていることを意味している。最後に、立地については全く有意ではなかった。

## 5.2.3. 企業間信用についての推計結果の解釈

資金調達に占める負債のシェアが極めて低く、かつ銀行借入の役割も限られる中で、企業間信用は、少なくとも部分的には投資のための資金需要の調達手段として機能しており、しかも自己資金に非常に近い選好順序で選択されている。とりわけ、銀行へのアクセス能力が低いと考えられる民間部門出身の企業家にとってより重要な手段となっている。ただし、企業間信用へのアクセスを高める要因については、原初的な決定要因の **kinship** が重要であるということを除いて、明確に見いだすことができなかった。

## 6. まとめ

本稿ではミャンマーの金融システムの特徴を観察し、資金調達の決定についての計量的検討を行った。実証部分では、いくつかの特徴を観察することに成功した。企業は自己資金に強く依存している。銀行は資産面では急速に成長しているのにも関わらず、その貸出資金は企業の資金調達の中で限界的な役割しか、果たしていない。そこには、銀行借入を促進するようなビジネス・ネットワークはほとんど形成されておらず、機能もしていない。初期段階で負債を利用して事業を始めた企業も、成長の過程で自己資金へシフトしていく傾向がある。そのような中で、掛買の形態をとる企業間信用は比較的主要的な資金調達手段として機能している。ただし、そのアクセサビリティはもっぱら、最も原始的な社会的要因である **Kinship** に依存して決まっており、広く取引されている状況にあるとは言えない。

ミャンマーでは、民間部門が実物面を中心に成長し、それが金融部門の発展を導く関係となっている。金融資産の急速な拡大にもかかわらず、民間部門への金融機関の機能は情報能力の弱さやマクロ経済の不安定のために極めて限定的であり、むしろ金融部門は政府部門の財政赤字のファイナンスの経路として機能している。

そうした環境下で、企業間信用の利用水準はかなり高い。しかしながら、ヴェトナムや中国などと比較すると、ビジネスのネットワークや個人の人的関係、その他の社会的要素を通じて広く取り引きされているという状況にはない。このことは、移行経済においては、企業間信用でさえ自然に形成されるわけではなく、特定の要因や条件による社会的関係の形成が、重要であることを、意味している。

一方で、初期の移行経済であるミャンマーにおいて、企業が、銀行借入やその他の負債によってではなく、自己資金に主に依存して成長していることは、移行経済における経済成長の初期の段階では、実物経済が金融システムとは無関係に成長する局面がありうることを示している。政策的観点からは、そうした局面を、財政赤字の解決や銀行の金融仲介能力の蓄積など、移行経済における重要課題の解決に結びつけていく視点が重要であろう。

表1. 主要経済指標

	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/00
実質成長率	7.5%	6.9%	6.4%	5.7%	5.8%	10.9%
財政赤字(100万チャット)	-30,807.2	-40,082.6	-52,398.2	-58,524.9	-94,162.4	#####
財政赤字(対GDP比)	-6.5%	-6.6%	-6.6%	-5.2%	-5.8%	-5.1%
国債発行額(100万チャット)	54.7	872.4	2,390.5	4,213.5	25,653.1	42,195.5
消費者物価指数上昇率(年平均)	24.1%	25.2%	16.3%	33.1%	30.1%	15.6%

出所: Statistical Yearbook 2002, Central Statistical Organization 2002 その他資料より筆者計算

注. 消費者物価上昇率は前年比、その他の指標は前年度(4月から翌年3月)比

表2. 民間企業の主要資産負債項目

	1994/05	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02
総資産(100万バーツ)	6,676	20,231	48,966	85,062	139,849	230,588	384,101	597,174
総資産(100万バーツ)								
貸出	52.7%	48.0%	53.6%	59.4%	43.5%	42.1%	41.6%	51.8%
証券投資	0.5%	1.1%	3.7%	2.3%	14.2%	0.4%	0.4%	0.3%
国債	0.6%	2.4%	2.3%	5.2%	6.6%	25.6%	26.3%	17.9%
負債・資本								
預金	72.5%	77.6%	75.6%	68.4%	79.2%	80.7%	84.5%	81.6%
資本勘定	12.6%	7.6%	9.7%	8.7%	6.4%	5.8%	5.0%	4.6%
総資産の増加率	178.2%	203.0%	142.0%	73.7%	64.4%	64.9%	66.6%	55.5%
預金の増加率	206.8%	224.5%	135.7%	57.1%	90.5%	68.0%	74.3%	50.1%
貸出の増加率	171.7%	176.4%	169.8%	92.5%	20.6%	59.5%	64.6%	93.7%
国債の増加率	2.6%	1137.5%	129.4%	292.3%	107.2%	540.4%	71.0%	5.9%

出所: Statistical Yearbook 2000, 2002, Central Statistical Organization, p.315.

Table 3. サンプル企業の資本構成

	全サンプル	企業規模			輸出業			
		大規模	中規模	小規模		繊維	農産物	畜産物
企業数	89	11	48	30	12	5	5	2
負債比率	15.9	10.3	18.6	13.8	21.5	16.7	24.6	26.0
L1 買掛金・支払手形	4.1	1.8	4.0	5.2	3.9	4.9	1.4	7.6
L2 銀行借入	6.0	5.6	8.1	2.7	11.1	5.1	17.0	11.5
銀行借入のある企業数	33	4	11	4	8	2	4	2
その比率	37.1	36.4	22.9	13.3	66.7	40.0	80.0	100.0
L3 関連企業からの借入	0.8	1.0	0.6	1.0	1.8	2.7	0.0	4.3
L4 所有者・経営者からの借入	0.9	0.0	1.2	0.6	2.3	1.3	4.3	0.0
L5 その他業者からの借入	1.2	0.2	1.2	1.5	0.3	0.0	0.3	1.1
L6 その他負債	3.0	1.7	3.4	2.8	2.1	2.7	1.7	1.5
資本勘定比率	83.1	87.5	80.1	86.2	78.5	83.3	75.4	74.0
C1 払込資本金	37.2	46.7	35.5	36.5	42.2	52.1	32.3	42.5
C2 内部留保	27.8	31.3	24.3	32.0	25.6	20.6	28.1	31.5
C3 資本剰余金・その他	18.1	9.4	20.3	17.7	10.7	10.6	15.0	0.0

	企業数	製造業				サービス業			
		農産物製品製造	工業製品製造	消費財製造		サービス一般	建設	消費財流通	小売
負債比率	13.7	20.0	10.9	14.1	17.2	7.4	13.8	13.7	29.6
L1 買掛金・支払手形	3.2	0.0	4.0	3.2	5.7	4.3	5.0	1.6	10.9
L2 銀行借入	4.7	16.7	3.0	4.2	6.0	0.0	2.5	8.6	10.4
銀行借入のある企業数	16	1	13	2	9	0	3	3	3
その比率	34.0	33.3	39.4	18.2	30.0	0.0	42.9	37.5	33.3
L3 関連企業からの借入	0.6	0.0	0.0	0.8	0.7	0.0	0.8	1.2	0.7
L4 所有者・経営者からの借入	0.5	0.0	0.8	0.4	0.8	0.0	2.7	0.8	0.0
L5 その他業者からの借入	1.5	3.3	1.6	1.3	1.0	0.4	0.7	0.8	1.9
L6 その他負債	3.3	0.0	1.5	4.2	2.9	2.7	2.1	0.8	5.7
資本勘定比率	85.8	79.9	86.8	86.0	80.7	92.6	86.2	86.3	63.4
C1 払込資本金	41.4	30.6	46.3	40.7	28.8	23.1	45.2	31.2	17.6
C2 内部留保	26.4	19.3	25.7	27.3	30.8	49.1	22.5	25.0	30.3
C3 資本剰余金・その他	18.0	30.1	14.8	18.0	21.1	20.4	18.6	30.1	15.5

注: 数値はパーセンテージを表す。「借入のある企業数」については実数を表す。  
元データの不整合から、比率の合計は必ずしも100%となっていない。

表4 企業時の資金調達

	全企業	業種別	
		貿易業	サービス業
企業数	89	16	29
国営銀行からの借入	1.9%	0.0%	2.2%
民間銀行からの借入	6.4%	11.9%	8.5%
その他借入	2.2%	0.0%	1.7%
自己資金・家族・親戚からの資金支援	80.3%	84.8%	76.7%
その他借入	9.3%	3.3%	18.7%

	設立者の前職業別			
	政府機関	国営企業	商業者	個人・家族事業
企業数	7	6	26	37
国営銀行からの借入	7.1%	3.3%	0.0%	1.8%
民間銀行からの借入	5.5%	0.0%	11.0%	6.5%
その他借入	0.0%	8.3%	1.9%	2.5%
自己資金・家族・親戚からの資金支援	87.4%	53.9%	78.3%	80.5%
その他借入	0.0%	34.5%	8.8%	8.7%

表5 投資資金、運転資金と銀行借入

表5-1 投資資金の調達先

	全産業	輸出業	製造業	サービス業
企業数	28	4	18	6
自己資金－関連企業からの出資	8.9	0.0	13.9	0.0
自己資金－所有者からの出資	60.2	52.8	62.5	58.3
銀行借入	22.8	33.3	14.2	41.7
家族・親類、友人からの借入	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	8.1	13.9	9.4	0.0

注: 過去5年間に設備投資のあった28社について。このうち銀行借入が正である企業は9社

表5-2 運転資金の調達先

	全産業	輸出業	製造業	サービス業
企業数	89	12	47	30
自己資金	78.1	63.6	82.8	76.7
銀行借入	13.5	29.2	12.3	9.2
家族・親類、友人からの借入	4.2	2.5	2.8	7.2
外国カウンターパートからの借入	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	3.7	4.8	2.1	5.7

注: 銀行借入が正である企業は32社

表6. 商品取引に関する状況

表6-1 最大顧客の購買シェア

	25%未満	25-50%	50-75%	75%以上
規模別				
大規模	10	3	2	0
中規模	32	19	17	4
小規模	19	14	8	4
業種別				
輸出業	3	5	6	2
製造業	41	17	15	1
サービス業	17	14	6	5
合計	61	36	27	8

表6-2. 他社との競合関係

有力な競合相手はいない	11
数社(Several)	62
多く(Many)	45
外資系企業が競合相手である	6
輸入が競合相手である	6
合計	130

表6-3. 製品価格の設定

自社が決めている	65
顧客に依存する	20
競業他社に依存する	23
ケースによる	21
為替レートによる	1
原材料価格による	2
合計	132

表7 掛売の一般的状況

表7-1 取引量(現金決済+売掛)に対する売掛の比率

	平均(%)	標準偏差	企業数		
			すべて掛売	すべて現金	合計
産業別					
輸出業	69.5	38.3	5	1	10
製造業	53.3	29.4	11	2	62
サービス業	59.4	25.8	7	1	34
最大顧客の購買シェア別					
Under 25%	53.6	30.6	9	0	52
25-50%	62.6	28.4	9	0	27
50-75	56.5	27.6	4	0	20
Over 75%	58.4	31.6	1	4	7
全産業	56.8	29.4	23	4	106

表7-2 掛売販売を行う際に重視する点(複数回答) 表7-4 未回収への対応

過去の取引経験、取引関係	50	以後の取引の停止	54
経営者・企業の評判と性格	44	個人的関係による働きかけ	16
立地	2	法廷への訴訟	1
収益性	22	対応方法がない	13
個人的友人関係	34		
分割払いの方法	5		
先払いの状況	3		

表7-3 未回収の発生回数

	平均回数	企業数
掛売の比率別		
Under 25%	2.10	10
25-50%	2.17	6
50-75%	3.69	36
Over 75%	2.75	20
業種別		
輸出業	1.75	4
製造業	3.86	37
サービス業	3.60	20
操業年数別		
10年以上	3.94	35
5年以上	3.69	16
2年以上	2.56	9
2年未満	2.00	1
全サンプル	3.08	72



表8 最大顧客に対する与信(売掛)の概要

	平均	標準偏差	企業数		
			すべて掛	すべて現	合計
輸出業	51.0	46.1	4	3	10
製造業	46.4	30.5	7	8	62
サービス業	62.1	29.8	9	1	31
合計	51.6	32.5	21	12	103

表9 最大顧客に対する与信(売掛)における「売掛プレミアム」(金利)

	全企業		正プレミアム企業	
	平均プレミアム	企業数	平均プレミアム	企業数
輸出業	0.00%	10		
製造業	0.82%	57	4.51%	12
サービス業	0.67%	31	4.12%	5
全企業	0.69%	98	4.40%	17
未回収回数	プレミアム	企業数		
なし	0.7%	82		
1回	0.0%	2		
2回	0.0%	3		
3回	1.2%	6		
4回以上	2.0%	5		

表10 負債比率の推定結果

Parameter		Tobit Model		Probit Model		OLS	
		Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic
C	定数項	56.380	4.871 [.000]	2.658	3.058 [.002]	43.200	4.641 [.000]
ASSET	総資産	-0.835	-0.203 [.839]	0.000	0.570 [.569]	0.000	-0.407 [.685]
RETEAR	内部留保	-0.422	-3.374 [.001]	-0.013	-1.261 [.207]	-0.252	-2.618 [.011]
RISK	リスク指標	-0.397	-0.147 [.883]	-0.281	-1.200 [.230]	1.239	0.555 [.581]
<u>企業属性</u>							
INVSCHA	設備投資意欲	3.583	0.593 [.553]	1.102	2.376 [.017]	4.561	0.908 [.367]
AGE	企業年齢	-0.472	-1.888 [.059]	-0.041	-1.649 [.099]	-0.269	-1.364 [.177]
<u>所有者属性</u>							
BR	対銀行関係	12.184	1.883 [.060]	1.268	2.009 [.045]	8.815	1.683 [.097]
NOCOM	所有企業数	-9.185	-3.254 [.001]	-0.568	-2.346 [.019]	-5.736	-2.527 [.014]
OWNER1	前職:公務員	-15.542	-1.839 [.066]	-0.435	-0.681 [.496]	-11.031	-1.563 [.123]
OWNER2	前職:国営企業	-42.087	-2.930 [.003]			-17.923	-2.271 [.026]
OWNER3	前職:自営商人	-8.590	-1.544 [.123]	0.273	0.569 [.569]	-7.162	-1.520 [.133]
OWNER4	前職:民間企業	-8.686	-1.427 [.153]	0.189	0.369 [.712]	-7.024	-1.360 [.178]
Adj-R					0.288		0.217

注:括弧内はパラメーターのP値を表す。

表11 銀行借入比率の推定結果

Parameter		Tobit Model		Probit Model		OLS	
		Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic
C	定数項	-24.792	-1.068 [.286]	-1.251	-1.422 [.155]	10.293	2.004 [.049]
ASSET	総資産	0.000	0.357 [.721]	0.000	0.874 [.382]	0.000	0.189 [.851]
RETEAR	内部留保	-0.588	-2.154 [.031]	-0.021	-1.977 [.048]	-0.148	-2.469 [.016]
RISK	リスク指標	-2.403	-0.400 [.089]	-0.134	-0.568 [.570]	0.325	0.222 [.825]
<u>企業属性</u>							
INVSCHA	設備投資意欲	31.600	2.014 [.044]	1.110	1.810 [.070]	5.083	1.639 [.105]
AGE	企業年齢	0.519	1.075 [.282]	0.020	1.028 [.304]	0.107	0.872 [.386]
<u>所有者属性</u>							
BR	対銀行関係	0.545	0.043 [.966]	0.018	0.037 [.970]	-0.727	-0.225 [.823]
NOCOM	所有企業数	6.100	1.080 [.280]	0.386	1.710 [.087]	-0.200	-0.141 [.888]
OWNER1	前職:公務員	-7.748	-0.519 [.604]	0.149	0.249 [.804]	-7.141	-1.603 [.113]
OWNER2	前職:国営企業					-5.355	-1.046 [.299]
OWNER3	前職:自営商人	-22.096	-1.843 [.065]	-0.867	-1.867 [.062]	-6.877	-2.283 [.025]
OWNER4	前職:民間企業	-28.993	-1.884 [.060]	-1.162	-1.909 [.056]	-7.216	-2.204 [.031]
Adj-R					0.337		0.189

注:括弧内はパラメーターのP値を表す。

表12 企業間信用(総負債・資本に占める企業間信用の比率)

Parameter		Tobit Model		Probit Model		OLS	
		Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic
C	定数項	-17.475	-0.732 [.464]	-0.824	-1.067 [.286]	23.363	2.257 [.027]
ASSET	総資産	-0.270	-1.442 [.149]	-0.812	-1.431 [.152]	0.000	-1.047 [.299]
RETEAR	内部留保	-0.369	-1.311 [.190]	-0.011	-1.132 [.257]	-0.130	-1.215 [.229]
RISK	リスク指標	-0.080	-0.013 [.989]	-0.222	-1.061 [.289]	2.834	1.143 [.257]
<b>企業属性</b>							
INVSCHA	設備投資意欲	29.145	2.031 [.042]	0.761	1.667 [.095]	10.181	1.823 [.073]
AGE	企業年齢	-0.287	-0.547 [.585]	0.003	0.175 [.861]	-0.315	-1.439 [.155]
<b>所有者属性</b>							
BR	対銀行関係	-15.137	-1.035 [.300]	-0.554	-1.138 [.255]	2.106	0.362 [.719]
NOCOM	所有企業数	-5.946	-0.916 [.360]	-0.140	-0.633 [.527]	-2.360	-0.935 [.353]
OWNER1	前職:公務員	11.180	0.619 [.536]	0.964	1.473 [.141]	-2.899	-0.369 [.713]
OWNER2	前職:国営企業					-3.937	-0.449 [.655]
OWNER3	前職:自営商人	18.977	1.515 [.130]	0.943	2.211 [.027]	1.018	0.194 [.846]
OWNER4	前職:民間企業	18.668	1.353 [.176]	0.967	2.058 [.040]	0.335	0.058 [.954]
Adj-R					0.205		0.039

注:括弧内はパラメーターのP値を表す。

表13 企業間信用(最大購買先からの与信(掛買いの比率))

Parameter		Tobit Model		Probit Model		OLS	
		Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic	Estimate	t-statistic
C	定数項	-159.021	-2.976 [.003]	-3.239	-2.701 [.007]	-24.703	-0.910 [.367]
ASSET	総資産	-0.001	-0.857 [.391]	0.000	-1.199 [.231]	0.000	-0.414 [.681]
RETEAR	内部留保	0.781	1.812 [.070]	0.020	1.922 [.055]	0.274	1.177 [.244]
BANKLOAN	銀行借入	-0.127	-0.136 [.892]	-0.012	-0.579 [.563]	-0.171	-0.387 [.700]
RISK	リスク指標	1.721	0.197 [.844]	0.003	0.014 [.989]	2.593	0.498 [.621]
<b>企業属性</b>							
INVSCHA	設備投資意欲	62.131	2.536 [.011]	1.435	2.640 [.008]	18.595	1.577 [.120]
AGE	企業年齢	0.118	0.147 [.883]	-0.006	-0.305 [.761]	0.072	0.147 [.884]
<b>所有者属性</b>							
BR	対銀行関係	26.353	1.136 [.256]	0.184	0.353 [.724]	12.021	0.949 [.346]
NOCOM	所有企業数	-6.706	-0.685 [.493]	0.016	0.067 [.947]	-3.023	-0.583 [.562]
OWNER1	前職:公務員	25.526	0.923 [.356]	1.052	1.475 [.140]	6.006	0.369 [.713]
OWNER2	前職:国営企業	24.948	0.675 [.500]	0.992	1.154 [.248]	-4.407	-0.246 [.807]
OWNER3	前職:自営商人	9.858	0.512 [.608]	0.590	1.264 [.206]	-4.525	-0.411 [.683]
OWNER4	前職:民間企業	25.611	1.058 [.290]	0.986	1.720 [.085]	5.874	0.455 [.651]
<b>取引先との関係</b>							
RTRASUP	取引シェア	-0.492	-0.225 [.822]	-0.005	-0.147 [.883]	-0.008	-0.707 [.482]
EXPERIS	取引年数	-0.013	-0.626 [.531]	0.000	-0.816 [.414]	0.000	0.018 [.985]
RELATIONS1	取引先関係:友人	53.482	1.657 [.098]	0.496	0.706 [.480]	21.074	1.276 [.207]
RELATIONS2	取引先関係:親戚	83.390	2.283 [.022]	1.198	1.446 [.148]	35.851	1.844 [.070]
RELATIONS3	取引先関係:家族	139.783	2.183 [.029]			89.264	2.268 [.027]
LOCATIONCU1	立地:市内	32.572	0.562 [.574]			13.189	0.344 [.732]
LOCATIONCU2	立地:軍管区内	8.869	0.180 [.857]	0.252	0.213 [.831]	-1.154	-0.040 [.969]
LOCATIONCU3	立地:国内	3.132	0.186 [.852]	0.192	0.285 [.775]	-1.419	-0.145 [.885]
LOCATIONCU4	立地:海外			0.195	0.304 [.761]		
Adj-R					0.277		-0.022

注:括弧内はパラメーターのP値を表す。

## 参考文献

- 久保公二、福井龍、三重野文晴 2005 「移行経済下ミャンマーの金融セクター」藤田幸一編『ミャンマー移行経済への変容－市場と統制のはざまで－』アジア経済研究所
- 三重野文晴 2005 「対外開放後ミャンマーの資本蓄積」藤田幸一編『ミャンマー移行経済の変容－市場と統制のはざまで－』アジア経済研究所
- Lee, Jong-Wha and Young Soo Lee, Byung-Sun Lee 2000 "The Determination of Corporate Debt in Korea," *Asian Economic Journal* 14(4):333-56
- Mariko Watanabe ed. 2006 *Recovering Financial Systems: China and Transition economies*, Palgrave-Macmillan, Basingstoke, Forthcoming
- McMillan, Jhon and Christopher Woodruff 1999 "Interfirm relationships and Informal Credit in Vietnam" *The Quarterly Journal of Economics*, November
- Mieno, Fumiharu 2004 "Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s." *Asian Economic Journal* Vol.20.No.1.
- Mya Than and Myat Thein 2000 "Financial Resources for Development in Myanmar: Lessons from Asia", Institute of Southeast Asian Studies
- Myat Thein 2003 "Economic Development of Myanmar", Institute of Southeast Asian Studies
- Pertersen, Mitchell A. and Raghuram G Rajan 1997 "Trade Credit: Theories and Evidence" *The Review of Financial Studies*, Vol.10 No.3
- Sandra Wang 2004 "Private Banks in Myanmar (1990-2003)" mimeograph
- Suto, Megumi 2003 "Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s -- A Study of Corporate Governance before the Crisis --", *Corporate Governance: an International Review*, Volume 11 Number 1, Blackwell.
- Titman, Sheridan and Wessels, Roberto, 1988 "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol. 43