

ベトナム中小企業における
正規金融アクセスの実証分析

CAO THI KHANH NGUYET

February 2016

Discussion Paper No.1601

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS

KOBE UNIVERSITY

ROKKO, KOBE, JAPAN

ベトナム中小企業における正規金融アクセスの実証分析¹

カオ ティ キャン グエット²
CAO THI KHANH NGUYET²

神戸大学大学院経済学研究科

2016年2月

要旨

ベトナム中小企業にとって最大の課題が、資金調達の難しさである。ベトナム中小企業は資金調達を行う際に、銀行との関係を活かし、または自社の財産を担保として銀行に差し出すことで資金調達を行う。その他には自社の財務状況を提供することで、信用力を証明し、資金調達を行う場合が多い。その他にも、企業のビジネス環境も重要な要因である。本稿では、中小企業調査結果に基づき、資金調達の過程に沿って、申請段階・取得段階および満足段階といったそれぞれの段階についての決定要因を分析する。分析手法に関しては、ロジット回帰モデルやサンプルセレクションプロビットモデル、順序ロジットモデルを用いる。分析結果から、ベトナムでは正規金融へのアクセスを行う際に、担保財産の役割が重要であることが明らかとなった。また、銀行との関係やビジネス環境もポジティブな影響を与えていると考えられる。一方で、企業のパフォーマンスがほとんど影響を与えないことを明らかにした。そして、投資活動が企業の資金調達に非常に重要な要因であることを示し、企業の投資活動に対する正規金融の資金供給の役割も重点を置くべきであると考えられる。

キーワード：ベトナム中小企業 資金調達 正規金融 金融へのアクセス

¹ 本稿の作成にあたっては、地主敏樹先生、藤原賢哉先生、家森信善先生、奥田英信先生、松永宣明先生、松林洋一先生、奥山尚子先生より有益なコメント等を頂きました。ここに記して感謝申し上げます。

² 神戸大学大学院経済学研究科・研究員、 kinokina@hotmail.co.jp

第1節 イン트로ダクション

ベトナムにおいて、正規金融³からの資金調達は依然として中小企業の最大の課題である。ベトナムは発展途上国であることから、近代的な金融システムの整備は不十分であり、中小企業に対する貸出経験の蓄積も十分ではない。また移行期経済であることから、金融機関は大企業や国有企業と比べ、中小企業に積極的な貸出が行われていない。さらに、中小企業の財務が不透明であることや正規金融からの借入を避ける傾向にあることから、中小企業金融における情報の非対称性問題を解消、もしくは緩和させることは難しい。

近年、中小企業の重要性を認識し、政府や銀行、中小企業支援機構を始めとした機関は様々な支援プログラムを実施している。しかし、依然として明確な効果が表れていないのが現状である。最近の中小企業金融に関する調査結果でも、企業の設立や運営、新規案件への進出、いずれの場合にも資金不足が最も深刻な課題であることが明らかにされている。一方で、正規金融へのアクセスを行った中小企業は全体の3割ほどであり、その中で調達を行うことができた金額に満足した企業は、その半分にすぎなかった。このように、正規金融機関に資金を申請し、資金取得を行うことについて、改善すべき点が存在することが指摘されている。

そのため、本稿では正規金融へのアクセスについて次のようなリサーチクエスチョンを設けた。第1に、資金不足の企業が正規金融に貸出を申請しない理由は何であるか。第2に、どのような企業が正規金融から資金調達を行うことが可能であったか。そして第3に、どのような企業が調達金額に満足を得られたのか。これらのリサーチクエスチョンを検討し、中小企業の正規金融へのアクセスの難しさに関する要因を明らかにする。それを踏まえ、政策的なインプリケーションを提起する。

正規金融へのアクセスについて、理論的な研究、及び実証的な研究が盛んに行われている。その中で、経済学的な理論として企業の資本構造については、MM理論やエージェンシーコスト、情報の非対称性、トレードオフ、ペッキングオーダーといった理論が挙げられる。1950年代において、MM理論は完全な金融市場において、企業は借入と株式発行といった資金調達手段に対して、区別がないことを説明している (Modigliani and Miller (1958))。60年代において、修正MM理論において法人税を追加し、負債と企

³ 本論文の「正規金融」とは銀行、リース会社、いわゆる法人の資格を持ち、貸出活動が政府の管理に従うといった金融機関である。

業の価値との間には関係がないことを挙げている (Modigliani and Miller (1963)). その後、倒産リスク、貸倒れリスク、エージェンシーコストなどの要素を追加し、多くの研究者は非完全市場における企業の資本構造について議論していた。70年代から80年代にかけては、情報の非対称性理論が登場し、非対称性情報がもたらす課題として、逆選択やモラルハザードといった課題が議論された (Leland and Pyle (1976), Stiglitz and Weiss (1981), Diamond (1984), Myers (1984)). その他、企業の資本構造以外に、資金調達の優先順序を議論するペッキングオーダー理論が登場し、資金調達コストを最小化するという対策が議論されている (Myers and Majluf (1984)). 近年、企業の資金調達に影響を与える要因として、企業の規模、成長段階、会計の透明性などが挙げられた ((Harris and Raviv (1991)).

なお、中小企業向けの貸出には、金融機関はどのような基準で貸出を行うべきかについて、リレーションシップ貸出理論が最も注目されている。リレーションシップ貸出とは、継続かつ密接的な関係を通して、企業が貸し手に十分な情報を提供し、より安い資金調達コストや資金のアベリアリティへの増加につながるという関係である (Petersen and Rajan (1994)). その他にも、リレーションシップ貸出と対立するトランザクション貸出が存在する。トランザクション貸出は企業の財務諸表、担保などに基づいて貸出を行う貸出である。トランザクション貸出も情報の非対称性問題を対処する貸出として知られている (Berger and Udell (2006)).

次に、実際に金融機関へのアクセスを決定する要因として、企業の信頼性、銀行との関係、経営者の特徴がよく挙げられる。例えば、企業の信頼性について大規模、良い財務状況、会計監査済といった要因は企業の資金調達にポジティブの役割を果たしている (Beck (2004), Krasniqi (2010), Barth, Lin and Yost (2011)). また、資金調達には、銀行との関係の重要性において、銀行との取引期間 (Uchida et al (2008)), 銀行との取引歴史 (Cole et al (1998), Rand (2009)), 国有企業と国有銀行の密接関係 (Li et al (2008)) といった要因が資金調達を容易にさせていると検証された。その他、経営者の特徴に関して、年齢、経験、ネットワークが有意な決定要因として挙げられた。

なお、ベトナム中小企業の正規金融へのアクセスに関して、Rand (2007), Vo et al (2011), Le (2012), Nguyen and Luu (2013) の研究が挙げられる。中小企業が資金を申請すること (Rand (2007), Vo et al (2011), Nguyen and Luu (2013)) や借入を持つこと (Le(2012)) について分析を行っている。その中で、資金調達可能性について議論した

研究として、Rand (2007)や Vo et al (2011)の研究が挙げられる。Rand (2007)では借入制約として、資金需要を持つが申請を行わないタイプと申請を行ったが満足しないタイプのみに分けている。そのため、全く調達できなかったグループや一部のみしか調達できなかったグループについての分析がなされなかった。一部調達できた企業や全額調達できた企業の存在については、Vo et al (2011)が言及している。しかし、Vo et al (2011)ではハノイに位置する 10 行の金融機関のデータを使用しているため、農村の資金調達状況には当てはまらないと考えられる。

これらの先行研究は、ベトナム中小企業の資金調達や正規金融へのアクセスについて大きな貢献である。本研究は先行研究の優れた点を活かし、上記に挙げた課題を踏まえ検証を行っていききたい。具体的には、先行研究で用いられたデータセットが新たに更新されているので、そのデータセットを用いることで、近年におけるベトナム企業の資金調達プロセスをより明らかにする。そして、そのプロセスに基づき、3段階に分けて推計を行う。具体的には、1段階目でロジット回帰モデルを用い、企業が正規金融の申請を決定する要因を検証する。2段階目では、正規金融からの資金取得決定要因を検証し、3段階目では、申請した後の満足度を決定する要因を検証する。2段階と3段階目ではサンプルセレクションプロビットモデルを用いる。また、企業の資金調達に関する満足度を検証するため、順序ロジット回帰モデルを用いる。さらに、先行研究に議論されていない移行期経済に注目を浴びる経営者の政治的な関係、外部資金利用目的を表す企業の投資活動、外部資金利用の理由を表す資金不足状況といった要因の影響力を検証する。

本稿の構成は、次の通りである。第1節の序論に続き、第2節に、用いたデータの紹介として、ベトナム中小企業調査と地方競争指数データセットについて概説する。そして、第3節では分析とその推定結果を検証し、ディスカッションを行う。最後に、本稿の結論を踏まえ、政策的なインプリケーションの提言を行う。

第2節 実証分析のデータとその特性について

2.1 ベトナム中小企業調査

本研究に用いたデータのの一つは、2009年と2011年の中小企業調査である。本調査は、政府機関である計画投資省(MPI)の中央経済管理院(CIEM)や労働傷病社会省(MOLISA)の社会労働科学院(ILSSA)、そして国外の提携先として在ベトナムダクマク大使館やコペンハーゲン大学の経済学研究科(DoE)、世界経済開発院や国際連合大

学（UNU-WIDER）の協力により実施されたものである。また、2009年と2010年の約2500社の民間中小企業の経営状況を調査することで、ベトナムのビジネス環境の特徴やベトナム民間企業の特徴を明らかにすることを目的としている。

本調査の結果を用いた理由として、主に3つの理由を挙げられる。

第1に、本調査の信頼性が高いということである。まず、民間製造業の中小企業に関する調査の中で、本調査は最も長く行われていた。具体的に、最初の調査は、企業法制定に伴い民間中小企業が著しく増加した2000年代初頭に実施された。当時、民間中小企業は、ビジネス環境の整備に伴い、経済活動が活発になった。そのため、これまで行われてきた企業調査結果では、実際の経済状況を把握することは難しく、新たな調査を実施する需要が高まった⁴。そこで、2002年に新たな企業調査が実施され、現在まで2005年、2007年、2009年、2011年と2年に1度実施されている。このような長期的に行われた調査は、過去に行われた調査の欠点などを改善し、情報の信頼性を高めていると考えられる。次に、本調査の信頼性はその実施方法や調査員の質にも大きく反映されると考えられる。この点については、調査の事前トレーニングを調査員に対して行うことで、必要な技術や知識を身に付けさせ、その上で調査がなされている。また調査団は10チームを成形し、1チームにチームリーダー、そして各部門（MOLISA、ILSSA、DOLISA）の代表者が参加し、10地方に分かれて実施されている。調査は2段階に分けられ、最初の段階では現地に訪れ、面接企業のリストを作成する。次に、リストアップされた企業に訪問し、アンケート票を用いて面接を行っている。面接期間はおよそ3か月で行われ、直接企業から話を受けることで企業情報を正確に入手できたアンケート結果が作成されていると考えられる。

第2の理由は、本調査のサンプルサイズの大きさである。2011年の調査対象では、3大都市（ハノイ・ホーチミン・ハイフォン）と7農村地域（ハタイ、フートゥ、グアン、ロンアン、グアンナム、キャンホア、ラムドン）に位置する2,500社の中小製造企業であった。他のベトナム中小企業調査と比べ、最も大きなサンプルサイズの調査であ

⁴ 2000年まで、企業についての調査は1991年と1997年の調査の2件が行われた。それらの調査では、労働省に属する労働科学・社会問題院（Institute of Labor Science and Social Affairs – ILSSA, MOLISA）とエコノミクスストックホームスクール（Stockholm School of Economics – SSE）の協力により行われている。

る⁵。また、本調査のサンプリングは、過去に行われた調査のサンプリングに基づいて実施された⁶。ただし、政府支配企業や外国人支配企業は本調査の対象ではない。また、本調査の特徴として、総統計局の企業調査とは異なり、非正規企業⁷も対象として調査が行われたことが挙げられる。これはベトナムにおける非正規企業の代表企業ではないが、非正規企業の状況も調べるにあたっては、民間企業の情報を取得する際の貢献であると考えられる。

第 3 に、本研究の分析に必要な情報が含まれている点である。その情報とは、アンケートで行われた 132 個の質問について、企業の歴史や経営者の特徴や経営状況、そしてビジネス環境といった内容である。特に、アンケートでは企業の投資状況や資金調達状況についても詳しく調べられている。

なお、本研究で利用する上で、このデータセットにはいくつかの考慮すべき点がある。まず、本調査のサンプルには非正規家計企業を含めるため、零細企業の割合が 68.9% に増加し、ベトナム総統計局が公表した企業の構成と比べると、6%ほど高くなっている（表 1 参照）。したがって、本調査結果は、ベトナム零細企業による影響が大きいと考えられる。

さらに、本調査の目的は企業の資金調達ではないため、取得した金額や金利、調達先などすべてを明確に掲載しているわけではない。また、各質問には時間の統一性がない。例えば、正規金融を申請したことや非正規金融で借りたこと、投資活動を行ったことについては 2009 年から 2010 年までであるが、金額については 1 年間だけの情報しか存在しない。あるいは、企業の資金調達に関する項目においても、企業の行動の過程が不明である。

そのため、分析目的に沿ってうまく用いることができるように整理する際に、多少の苦慮があった。まず、本調査のサンプルから次のような企業を除いた。一年ほど経営を停止した企業や政府支配のある企業（国有企業、地方政府企業）、外資企業、政策系金融機関を主な調達先とする企業である。これらの企業を除いた後の 1,984 社を分析に

⁵ 2009 年の世界銀行の調査はサンプルサイズが 1,053 社、ERIA プロジェクトの調査のサンプルサイズが 169 社である。

⁶ 10 地方における非国有企業のサンプルは、主にベトナム総統計局（GSO）によって実施された 2002 年の調査と 2004 年の調査である。

⁷ これらの企業は、正式に地方政府に登録されていない、または経営許可書や税コード番号を持っていない。

用いる。次に、企業の資金調達行為に対する因果関係を避けるため⁸、財務データは2009年の調査結果を使用し、両方の調査にデータがある企業の2008年の財務データを使用することにした。最後に、各データについて対数やその割合を取り、そしてダミー変数やカテゴリー変数を作成し、分析を行った。

表1 調査対象中小企業の分布

地域別や企業規模別の企業数と割合					
地域	零細企業 (1～9)	小企業 (10～49)	中企業 (50～299)	総数	割合
ハノイ	131 (48.5%)	113 (41.9%)	26 (9.6%)	270 (100%)	11%
フートー	221 (87.7%)	23 (9.1%)	8 (3.2%)	252 (100%)	10.3%
ハーティー	234 (68.8%)	99 (29.1%)	7 (2.1%)	340 (100%)	13.9%
ハイフォン	128 (62.4%)	58 (28.3%)	19 (9.3%)	205 (100%)	8.4%
ゲアン	286 (81.9%)	49 (14%)	14 (4%)	349 (100%)	14.3%
グアンナム	135 (85.4%)	18 (11.4%)	5 (3.2%)	158 (100%)	6.5%
キャンホア	66 (68%)	23 (23.7%)	8 (8.2%)	97 (100%)	4%
ラムドン	63 (80.8%)	11 (14.1%)	4 (5.1%)	78 (100%)	3.2%
ホーチミン	320 (55.7%)	204 (35.5%)	50 (8.7%)	574 (100%)	23.4%
ロンアン	104 (82.5%)	19 (15.1%)	3 (2.4%)	126 (100%)	5.1%
総数	1,688	617	144	2,449	100

⁸ 2011年の調査では、企業の資金調達時点の記載が2009年以降と書かれている。そのため企業がいつ申請を行ったかを明確に把握することは難しい。また、企業の財務データは2009年末と2010年末のみしか存在しない。仮に2009年初めに資金調達申請を行う場合、2008年末の状況に基づいて行われていると考えられる。そのため、2009年末の財務データのみでは分析に十分でないと考えられる。

	(68.9%)	(25.2%)	(5.9%)	(100%)	%
企業の種類と企業数の割合					
家計企業	1,426 (89.7%)	162 (10.2%)	1 (0%)	1,589 (100%)	64.9 %
個人企業	92 (47%)	91 (46.4%)	13 (6.6%)	196 (100%)	8%
合弁企業/合作社	18 (27.3%)	40 (60.6%)	8 (12.1%)	66 (100%)	2.7%
有限企業	139 (27.6%)	273 (54.3%)	91 (18.1%)	503 (100%)	20.5 %
株式会社	13 (13.7%)	51 (53.7%)	31 (32.6%)	95 (100%)	3.9%
総数	1,688 (68.9%)	617 (25.2%)	144 (5.9%)	2,449 (100%)	100 %

出所：2011 年中小企業調査より

表 2 中小企業調査の企業構成と総統計局の企業構成

従業員数	総統計局 (2010 年 12 月 31 日現在)		2011 年中小企業調査 (2010 年末の従業員数)	
	企業数	%	企業数	%
1 -10	178,472	62.3%	1,688	68.9%
11-200	105,434	36.8%	799	32.6%
>201	2562	0.9%	12	0.5%
総数	2,864,688	100%	2,449	100%

出所：ベトナム統計局の企業調査，2011 中小企業調査より作成

2.2 地方競争インデックス (Provincial Competitiveness Index (PCI))

このデータセットは、ベトナム商工会やアメリカの国際開発支援局(USAID/VNCI)の協力により作成されたものである。本調査は、ベトナム競争力改善イニシアティブの支援プログラムとして毎年実施されたもので、ベトナムの 63 地方に位置する 7,300 社の民間企業を対象としたものである。この調査の目的は、各地方の経済管理水準の把握及び、その評価である。評価対象は 10 項目あり、その項目としては、市場への加入や土地へのアクセス、情報提供の透明性、行政手続きに要する時間、不正支払、地方政府の柔軟性、ビジネス支援サービス、労働訓練や法的な規制、行政改善である。それらの

項目に点数を振り、その結果に基づき、各地方についてのインデックスを算出する。

「100」が満点を意味し、5段階に分けられる：「とても良い」、「良い」、「普通」、「良くない」、「とてもよくない」である。ここで、PCIは地方政府の管理の質を表す指数であると考えられる。また、PCIを作成した機関の評価によると、PCIが1ポイント上昇することでその地方の1,000人当たりの企業数が13%上昇し、1人当たりの投資額が17%上昇し、1社当たりの利益が6,200万ドン上昇することを示している。

このデータセットを用いた理由として、よりよいビジネス環境が企業金融に積極的な影響を与えるという仮説が挙げられる。この仮説は、様々な研究にも用いられている（Beck (2007), Le (2012), Kim (2013)）。具体的には、民間企業に対して、情報を明確化し、不正コストを減らし、国有企業と民間企業の平等規制を実施させるといった地方政府の努力が、企業の金融活動や銀行の融資活動に良い影響をもたらすといったものである。これにより、正規金融へのアクセスを拡大させることが可能となり、非正規金融への依存度を減少させることが期待される。

このPCIデータは、毎年報告されているが、中小企業調査が行われた期間を一致させるため2010年のPCIデータセットを採用した。なお、本研究に用いた10地方における競争指数は、表3に紹介する。この指数については、そのままの値を用いる。

表3 中小企業調査にある10地方のPCI

地方	指数値 (PCI)	ランク
ハノイ	55.7	良い
ホーチミン	59.7	良い
ハイフォン	54.6	良い
ハーティエ	55.7	良い
ロンアン	62.7	とても良い
フートー	52.5	普通
グアンナム	59.3	良い
ゲアン	52.4	普通
キャンホア	56.8	良い
ラムドン	58.3	良い

出所：2010 ベトナムの63地域のPCIより作成

2.3 データから取得できた情報

ここでは、本研究に使用する 2009 年と 2011 年の調査以前に行われた調査についても紹介する⁹。まず、企業の投資資金の調達先割合について説明する。表 4 で表すように企業の投資に必要とする資金は、自己資金や金融機関、金利付借入、金利の付かない借入、家族、親友から調達されている。各年度の調査によると、ベトナム中小企業の場合、自己資金の割合が平均 55%ほどで最も大きい。2005 年と 2007 年の結果では、自己資金の割合は 7 割ほどで高い水準であったが、2009 年の結果では急激に減少し、割合が以前の半分ほどとなった。しかし 2011 年の結果では徐々に増加している。それに対して、2007 年以前は銀行からの調達割合が低かったが、2009 年に 2 倍ほどに増加し、その後、2011 年に再び減少した。実際、2009 年には、ベトナム政府は中小企業に対して復興支援政策を本格的に実施し、中小企業の定義も変更となった。このような背景を踏まえ、先の資金調達先割合の変化が現れたと考えられる。しかし、そのアナウンス効果は長く続かず、それは政策効果が未知であったためであると考えられる。

表 4 各企業が投資する際に得られた融資調達先の割合（単位：％）

項目	2005 年	2007 年	2009 年	2011 年	平均
自己資金	66.4	73.6	34.8	44.8	54.9
銀行	22.8	19.2	42.7	38.1	30.7
金利付借入	4.5	2.7	9.9	8.4	6.4
金利の付かない借入	1.4	0.6	3.7	6.1	3
家族や親友	4.5	3.4	8.9	2.3	4.8
サンプル数（社）	2,739	2,492	2,543	2,449	2,555

出所：各年度の中小企業調査結果により作成

次に、正規金融への申請率について説明する（表 5）。正規金融への申請率は平均 36.2%に留まり、減少傾向にある。申請を行わない理由として、正規金融に対する需要がないことや負債に掛かりたくないといった理由が合計で 7 割ほどであった。また、複雑な手続きや貸出金利、担保不足を理由としたものが、それぞれ 11%、8.5%、6%であった。これはベトナム中小企業の外部資金需要が少ないことや正規金融が中小企業に遠慮されることを意味すると考えられる。

⁹ ここでは、各年度の調査の全部のサンプルのデータに基づいて計算した。

表5 正規金融への申請率（単位：％）

項目	2005年	2007年	2009年	2011年	平均
申し込みを行った	39.3	37.5	38.2	29.6	36.2
申請しなかった理由					
担保不足	8.8	6.1	5.1	3.1	5.8
負債に掛かりたくない	15.1	19.1	11	14.5	15
複雑な手続き	14.3	9.2	11.8	8.2	11
需要がない	54.9	55.2	60.3	56.4	56.7
金利が高い	5.5	7.0	7.3	14	8.5
負債が多い	1	2	1.5	0.8	1.3
その他	0.4	1.5	3	1.5	1.6
サンプル数（社）	2,739	2,492	2,543	2,449	2,555

出所：各年度の中小企業調査結果により作成

次に、申請する際に直面する課題として、担保不足や返済能力を示す事業の成功性の高さや貸出の複雑な規制、銀行員の態度が挙げられる（表6）。驚くことに、銀行員の態度が担保不足よりも大きな課題となっている。これは中国と同様に、ベトナムの金融取引において、官僚主義が大きな支障であり、企業の申請意欲に悪い影響を与えていると考えられる。また、担保不足といった課題では、情報の非対称性の存在が依然として大きいいため、金融機関がリスクを回避する方法として担保財産を要求しているものであると考えられる。

表6 正規金融に申請際の課題（単位：％）

項目	2005年	2007年	2009年	2011年	平均
担保不足	38.8	33.9	31	30.5	33.6
事業の成功性が低い	4.7	10.4	9.6	7.1	8
複雑規則	3.3	14.8	16.6	18.6	13.3
銀行員の態度	52.3	33.9	30	39.1	38.8
その他	0.9	7.1	12.8	4.8	6.4

出所：各年度の中小企業調査結果により作成

表7 最も重要な借入の詳細

項目	2005年	2007年	2009年	2011年	平均
最も重要な正規金融の調達先 (単位：%)					
国営商業銀行	68.7	63.4	66.9	56.9	64
民間商業銀行	11.6	16.1	13.9	21.1	15.7
政策銀行等	15.9	13.4	13.4	15.8	14.6
人民信用基金	3.4	2.2	3.3	3.6	3.1
その他	0.4	4.9	2.5	2.6	2.6
最も重要な借入の条件					
1ヶ月金利 (%)	1.21	1.03	1.06	1.67	1.24
金額 (1000VND)	601,932	1,417,970	1,133,903	1,572,649	1,181,614
担保要求率 (%)	82.7	89.4	92	93.8	89.5
サンプル数 (社)	1,050	830	841	705	857

出所：各年度の中小企業調査結果により作成

最後に、正規金融の中で最も重要な調達先についてたずねられた際に（表7）、6割以上の企業が国営商業銀行を選択した。一方で民間商業銀行の割合は、2011年に約2割に増加したが、国営商業銀行より小さい割合である。現実、国営商業銀行は供給金額が大きいことや、店舗数が多いことおよび貸出事業を行った経験が豊富であるといった利点を持っている。そのため、独占的なポジションを獲得できていると考えられる。その他、社会政策銀行や目的プログラム、中小企業開発支援基金（DAF）といった政策系の金融機関からの割合は15%前後である。

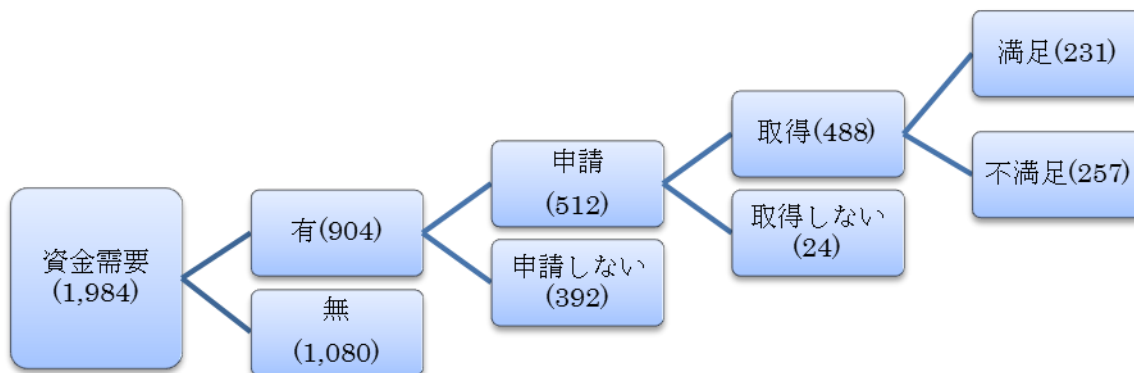
また、最も重要な借入の条件について、1ヶ月の平均金利は1.24%であるのに対し、貸出金額は増加の傾向にある。しかし、貸出金額の増加とともに、担保要求率も増加する傾向を見せている。これは金融機関における情報の非対称性問題に対応する方策の蓄積が不十分であるためと考えられる。

第3節 実証分析

3.1 実証分析のフレームワーク

企業の申請行動を分析する前に、まずデータより、企業の正規金融への資金調達過程を図1に示す。

図1 正規金融へのアクセスのプロセス



出所：2011 中小企業調査結果より作成

注：括弧内の数字は各グループのサンプルサイズを表す

上図のプロセスは、正規金融へのアクセスに関する質問の回答より作成した。直接的な関連のある質問の場合、回答をそのまま適用できるが、直接的に関連のない項目は著者の判断で分けた。具体的には、申請有無と資金取得は完全に企業の回答によって直接判断を行う¹⁰。資金需要の有無の判断について、「なぜ正規金融に申請をしなかったのか？」¹¹という質問に対して、もし企業の回答に「需要がない、負債に掛かりたくない」といった理由の場合、需要がないと判断した。また、満足の有無の判断については、「現在、依然として企業に資金需要が存在するか？」¹²という質問に対する回答に基づいて判断した。「ない」と答えた企業を、資金が十分調達でき、資金需要が満たされたと判断し、その企業を「満足」のグループに属するものとする。一方、「ある」と答えた企業を「不満足」のグループに属するものとする。分析する際には、資金需要のない企業はサンプルから排除した。

アンケート結果によると、正規金融の需要は調査対象企業の約半分を占めている。正規金融へ申請を行ったのは、1984 社中 512 社であり、トータルサンプルの 26% を占める。申請したグループの中で、正規金融から資金取得が達成できた企業は 512 社中の 488 社が存在し、同グループの 95% を占める。この数字から、取得率が高いことがわか

¹⁰ 資金の申請について、「2009 年から正規金融を申請したことがあるかどうか」（質問 80 番）という質問に対して、あるかないかという回答に基づいてグループ分けをする。同様に、資金取得について、「2009 年から正規金融から資金を取得したことがあるかどうか」（質問 82 番）という質問に対して、あるかないかという回答に基づいてグループ分けをする。質問の内容は付録にあるアンケート内容を参照されたい。

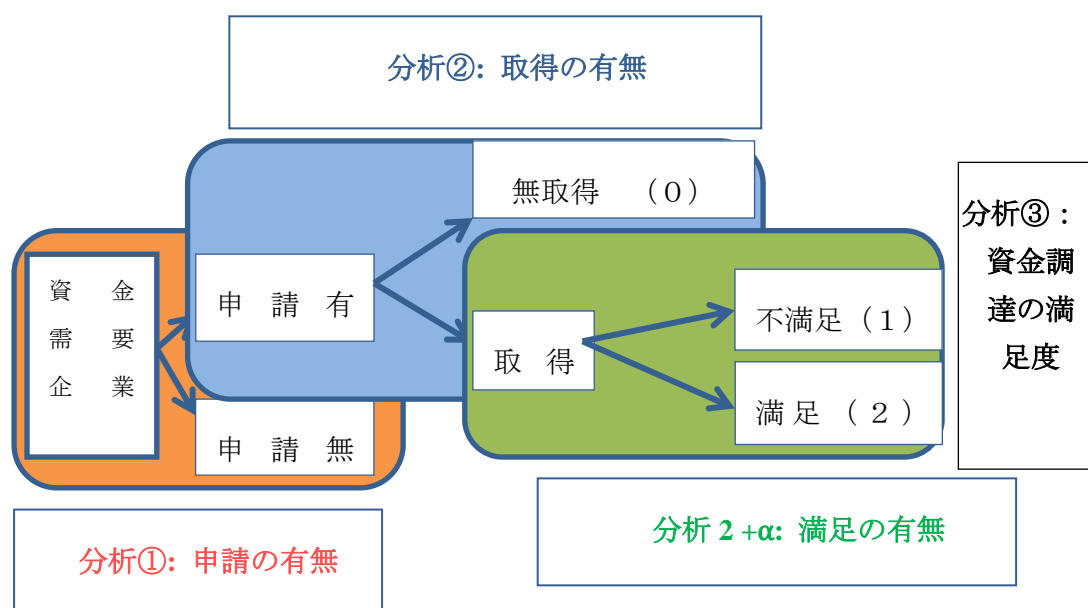
¹¹ 質問 87 番

¹² 質問 86 番（原稿：Do you still think that you are in need of a loan?）

る。しかし、取得しても資金需要が満たされなかった企業は 488 社中 257 社が存在し、半分以上を占めるということは注目すべき点である。また、資金需要があっても申請しない企業は 904 社中 392 社で、全体の 2 割を占めている。この企業は借入喪失者であると考えられる (Kon and Storey, (2003))。

上記の申請過程に基づいて、企業の正規金融へのアクセスについて、申請段階、取得段階と満足段階の 3 段階で分析を行う。第 1 段階では企業の申請行動の決定要因を、第 2 段階では企業の資金取得の決定要因を、第 3 段階では資金取得後の満足度の決定要因をそれぞれ検証する。ここで、モデルの被説明変数には申請の有無や満足度のランキングなどの質的変数を用いることから、ロジットモデルや順序ロジットモデルによる分析を行う。ベトナム中小企業の金融へのアクセス要因を分析した先行研究にも、同様の手法が用いられている (Vo et al. (2011), Le (2012), Nguyen and Luu (2013))。しかし、第 2 段階と第 3 段階において、特定のグループに限定した分析を行うため、サンプルセレクションプロビットモデルを用いる。先行研究では、資金取得の有無を決定する要因を検証するために金融機関からのデータを使用し分析した研究は存在し (Vo et al (2011)), その他にも例えば、Le (2012), Nguyen and Luu (2013)は申請した段階のみを分析している。そのため、先行研究と比べ、3 段階分析は本研究の大きな特徴や貢献となると考えられる。なお、推定モデル及び分析手法は図 2 に示した通りである。

図 2 推定モデルや分析手法



出所：筆者作成

3.2 実証分析① 正規金融への申請に影響を与える要因

3.2.1 仮説と推定式

ここでは正規金融申請の決定要因を検証する。利用可能なサンプル数は 1,984 社であり、申請した企業は 1,984 社中 512 社で 26%存在する。しかし、申請しない企業の中には資金需要がない企業とある企業が両方含まれるため、資金需要のある企業のみを分析対象とすることにした。つまり、資金需要のない企業をサンプルから排除する。申請したと回答した企業に「1」、申請していないと回答した企業に「0」を与える申請有無ダミーを被説明変数、企業の財務や経営状況等を説明変数として回帰分析を行う。

説明変数として利用したものは、次の通りである。

① 資金不足状況

第 1 に、企業の資金調達に最も影響を与えると考えられる変数として、資金不足状況を表す変数を使用する。資金不足企業が資金調達の活動を行うことは当然である。しかし、ベトナム中小企業の資金調達の特徴として、資金需要があったとしても正規金融に申請しないという報告が多いため、資金不足がどの程度企業の申請に影響するかについて検証を行いたい。そこで、資金不足を表す変数を 3 つ用いる。まず 1 番目が、資金不足が企業にとって大きな制約であると回答した企業に「1」、それ以外には「0」をとる¹³ダミー変数である。次に 2 番目が、投資活動を行ったと回答した企業に「1」、それ以外には「0」をとるダミー変数を用いる¹⁴。また 3 番目の変数として、企業の前年度の負債率を資金不足の代理変数であると考え。これらの変数は仮説①に従って検証される。

仮説① 資金不足状況にある企業は正規金融を申請する確率が高くなる。

② リレーションシップ・政治的な影響

第 2 に、リレーションシップ貸出理論から企業と銀行との関係を表す要因を検証する。先行研究では、企業のソフト情報の代理変数として、金融機関との取引年数や取引銀行数がよく用いられている。中小企業調査にはこれらのデータは存在しないが、金融

¹³ 質問 126 番

¹⁴ 質問 70 番。アンケートには投資の金額のデータがあるが、投資金額の対数を取ると、サンプルの半分以上なくなることから、対数ではなく、ダミー変数として採用することにした。

機関との関係の数、金融機関による支援回数¹⁵のデータ¹⁵が取得でき、この2つのデータは Nguyen and Luu (2013)でも用いられている。しかし、このデータには非正規金融のデータも含まれることや変動の幅が非常に大きい（最小値：0、最大値：1,800）ためここでは利用しない。その代わりに、金融機関との取引歴史を表し、預金かつ借入活動に関わる変数を使用する。具体的には、取引金融機関から資金を借りた経験があり、さらに預金を行った経験がある企業に「1」をとるダミー変数を用いた。この情報は直接金融機関との長期関係を表すことができないであろうが、企業と取引銀行のみに共通し、第三者が知りえないことであるため、金融機関との密接な関係を表すのに十分な代理変数であると考えられる。資金を借り、預金を行うことで企業と金融機関との関係を強化でき、信頼関係が増し、つまり、一定の金融機関に預金取引かつ既存借入がある企業は再び申請する確率が高くなると考える。

また、移行期経済や途上国でよくみられる現象として、政治的な関係からの影響を考察したい。ここでは、Malesky and Taussig (2008)¹⁶と同様に、政治的な関係の要因は経営者の社会的なポジションや国有企業での勤務経験、共産党の党员である。このような経営者が銀行と密接な関係を保有すると考えられ、申請する可能性が高くなる。したがって、仮説②は次のように設定する。

仮説② 正規金融機関と密接な関係を保有する企業が申請する可能性が高くなる。

③ 財務状況や担保財産保有

第3に、トランザクション貸出理論から、企業の財務状況や担保力を考慮する。通常、企業が申請する際に、自社の返済能力を示すために、前年度の財務状況を提出する¹⁷。また、返済の保証として、担保財産を提出する。企業の財務状況として、返済能力を表す収益率（ROA）や成長率（売上高の成長率）といった変数を用いる。また、企業の担保財産保有の代理変数として、企業の総資産、経営者の土地使用権を使用する。

本研究に主に使用する調査では、企業の申請行動が2009年から実施されたため、企業の財務状況について前期末のデータを使用する。この前期のデータは2011年の調

¹⁵ 質問 117 (3) 番

¹⁶ Malesky and Taussig (2008)は経営者について①共産党の党员、政府機関の公務員、軍隊員、②国営企業の役員、③国営企業の社員といった特徴に基づいて、カテゴリー変数を作成した。

¹⁷ 企業に対して、ほとんどのベトナム商業銀行（ACB、ABB、SCB など）は申請願書に企業の登録証明書、財務諸表、担保力を要求する。

査には掲載されなかったことから、2009年の調査の結果を考察して、同じ企業のデータを取り出し、データセットに追加を行う。仮説③を次のように設定する。

仮説③返済能力や担保力を証明できる企業が申請する確率が高くなる。

④ 企業の特徴、経営者の特徴、ビジネス環境

上記の要因が最も注目したい要因であるが、それらの要因以外に、企業の申請する行動に影響を与える企業の特徴、経営者の特徴、ビジネス環境をコントロール変数として用いる。具体的には、企業の特徴として企業の規模、経営年数、正規性という情報を用いる。経営者の特徴として教育水準、年齢、経験の情報を用いる。ビジネス環境として地方における競争指数や農村ダミー変数といった変数を用いる。

以上をまとめ、定式化すると企業の申請確率は以下の通りとなる。

$\text{Prob}(\text{APPLY}_i = 1)$

$$\begin{aligned} &= \Lambda(\beta_0 + \beta_1' \text{lackcredit}_i + \beta_2' \text{relation}_i \\ &+ \beta_3' \text{political}_i + \beta_4' \text{financialstatement}_i + \beta_5' \text{collateral}_i \\ &+ \beta_6' \text{firm_characteristics}_i + \beta_7' \text{owner_characteristics}_i \\ &+ \beta_8' \text{business_environment}_i) \end{aligned}$$

上式の i は企業を、 $\Lambda(\cdot)$ はロジスティック分布の累積分布関数を表している。各説明変数とパラメーターはベクトルで表記されている。 APPLY_i は企業の正規金融申請の有無を表し、申請した企業に対して「1」を与えるダミー変数である。 APPLY_i の性質及び分布の仮定により、ロジットモデルによる推計を行う。推定モデルに用いる変数の定義及び記述統計については表 8 に示されている。

3.2.2 推計結果

表 9 はモデルの推計結果を示している。

推計結果によれば、説明変数の係数の符号はほぼ予想通りの結果となった。最初のサンプルサイズは 1,984 社であったが、資金需要がない企業を除外し、2008 年の財務デ

ータ（2009年調査）を追加したことにより、サンプルサイズは749社となった。OldとMediumの変数は多重共線性のためオミットされた。Wald検定の結果から、少なくとも1つの説明変数は非正規金融へのアクセスの有無と相関していることがわかる。

まず、仮説①の資金不足による影響力について検討すると、企業の資金不足度が高くなるにつれて正規金融にアクセスする確率が高くなる。資金不足を表す投資変数については有意水準1%でプラスの影響を与える結果になった。前年度末の負債率は有意水準5%でプラスの影響を与える結果になった。しかし、資金不足が企業の成長に重要な制約であると考えた企業について、プラスの符号が出たが、有意な結果ではなかった。このように、ベトナムの正規金融は、投資活動を行った企業に大切な資金供給の役割を果たすことが明らかとなった。しかし、正規金融は手続きが複雑であるため、資金不足の制約がかかっても、必ず申請するというわけではない。

次に、金融機関との関係について、預金取引かつ既存借入があることと経営者の政治的なポジションは予想通り有意水準1%でプラスの影響であった。これらの変数のオッズ比も比較的に高い。具体的には、一定の金融機関と預金取引かつ既存借入のある企業は正規金融に申請する確率が申請しない確率の9.9倍になる。これは特定の金融機関と密接な関係を構築できた企業が、その金融機関はもちろん他金融機関にも申請を行いやすくなると判断できる。また、政治的なネットワークを持つ経営者は、正規金融との取引経験が豊富であることから金融機関に対して積極的に申請を行う確率が高くなる。このように、ベトナム中小企業の申請意思決定は銀行との関係が重要な要因であることが明らかとなった。

次に、企業の信頼性、返済能力を表す変数についての結果を議論する。企業のパフォーマンスを表す変数、いわゆる企業の収益率、成長率、会計監査有無は有意な結果ではなかった。おそらく、業績の良い企業は自社の利益からの余剰資金を用いるので、正規金融に申請しないであろう。一方、借入を保証する経営者の土地使用権保有が期待通りに有意水準1%でプラスの影響であった。これは担保財産を保有することが企業の申請意欲を約1.66倍にすることを意味する。このように、企業と金融機関との情報の非対称性を緩和する要因の中で、担保が必要不可欠であることは途上国であるベトナムの特徴となる。

その他、企業の特徴や経営者の特徴について、申請行動を激励する影響は企業の正規性であった。つまり、正式に登録された企業の場合、申請する確率が1%の有意水準

で増加する。一方、零細企業や年上の経営者は申請にマイナスの影響を与える結果となった。これは、非常に規模が小さい企業は外部資金に頼らなくても、ファミリーなどの身近な調達先を優先的に利用できるため、正規金融へアクセスしないからであると考えられる。また、零細企業にはおそらく経営事業が少なく、投資活動も活発に行っていないため、資金需要はそこまで高くないという点も、零細企業が正規金融に比較的申請を行わない理由の1つとして考えられる。そして、経営者の年齢が高くなると、10%の有意水準で正規金融に申請する確率が低下する。これは年齢が高くなるほど経営経験が豊富で資産が蓄積可能となり、正規金融へアクセスしなくなるからであろう。あるいは、Rand (2007)が議論した通り、年上経営者はリスクな事業への投資をする可能性が低いいため、外部から資金調達をしなくなる傾向にあるのかもしれない。

最後に、ビジネス環境変数の係数も予想通りプラスであり、有意水準1%で有意であった。これはおそらく、ベトナムの金融機関の申請手続きが簡単で、かつ情報の透明性が高い地方に位置すれば、企業の正規金融への申請の増加につながるからであると考えられる。また、農村に位置する企業では正規金融に申請する確率が高くなる。農村には金融機関が少ないため、非正規金融に依存するのが普通であるが、申請する確率が高いという結果は、Rand (2007)や Nguyen and Nhung (2013)と同様であった。

表 8 推計モデルの変数の定義及び記述統計

	変数名	定義	個数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
被説明変数							
分析①	d_appliedformal	2009年から正規金融を申請したことがあると回答した企業	904	0.566	0.496	0	1
	0	いいえ	392 (43.4)				
	1	はい	512 (56.6)				
分析②	d_FLobtained	2009年から正規金融から資金を調達できたことがあると回答した企業	904	0.540	0.499	0	1
	0	いいえ	416 (46)				
	1	はい	488 (54)				
分析③	d_FLsatisfied	正規金融にアクセスして、資金需要がもうないと回答した企業	904	0.256	0.436	0	1
	0	いいえ	673 (74.5)				
	1	はい	231 (25.6)				
分析③	Satisfied_level	企業の資金調達する際の満足度	904	0.7954	0.821	0	2
	0	全然調達できない	416 (46)				
	1	申請した後、一部調達できる	257(28.4)				
	2	調達した後、資金需要が満たされ、再度申請するつもりがない	231(25.6)				
説明変数							
仮説① 資金不足	d_lackcredit	資金不足が企業の必要な制約だと回答した企業	904	0.668	0.471	0	1
	0	いいえ	300 (33.2)				
	1	はい	604 (66.8)				
	debratio2008	未支払負債 / 総資産 (2008年のデータ)	749	0.149	0.239	0	2.690
仮説② 銀行との関係	d_invest	2009年から投資活動を行ったことがあると回答した企業	904	0.781	0.414	0	1
	0	いいえ	198 (21.9)				
	1	はい	706 (78.1)				
仮説③ 財務状況	FLgiveborrow	取引金融機関と借入ことがあると回答した企業かつ預金したことがあると回答した企業	904	0.086	0.281	0	1
	0	いいえ	826 (91.4)				
	1	はい	78 (8.6)				
	d_political	経営者の政治的コネクション	904	0.032	0.176	0	1
	0	1でない企業	875 (96.8)				
	1	企業の経営者が地方の幹部を務めると回答した企業かつ経営者が国営企業に勤める経験があると回答した企業かつ経営者が共産党の党员であると回答した企業	29 (3.2)				
仮説③ 担保力	ROA2008	利益 / 総資産 (2008年のデータ)	749	0.276	0.612	-0.667	13.844
	salesgrowth2008	2009年の売上 / 2008年の売上	749	1.210	1.618	0.091	40.783
	d_audit	会計監査済みであると回答した企業	904	0.507	0.500	0	1
	0	いいえ	446 (49.3)				
	1	はい	458 (50.7)				
仮説③ 担保力	d_landpossession	土地の使用権を所有すると回答した企業 (2008年のデータ)	749	0.527	0.500	0	1
	0	いいえ	384 (42.5)				
	1	はい	520 (57.5)				
	log_asset2008	総資産の対数 (2008年のデータ)	749	14.303	1.768	9.012	18.671
コントロール変数							
コントロール① 企業の特徴	d_formalfirm	定期的に登録したと回答した企業	904	0.789	0.408	0	1
	0	いいえ	191 (21.1)				
	1	はい	713 (78.9)				
	Micro	2009年末の正規従業員は10人未満	904	0.525	0.500	0	1
	0	いいえ	429 (47.5)				
	1	はい	475 (52.5)				
	Small	2009年末の正規従業員は10人～50人未満	904	0.355	0.479	0	1
	0	いいえ	583 (64.5)				
	1	はい	321 (35.5)				
	Medium	2009年末の正規従業員は50人以上	904	0.119	0.325	0	1
	0	いいえ	796 (88.1)				
	1	はい	108 (11.9)				
コントロール② 経営者の特徴	New	営業年数は5年未満: (2010 - 創業年) < 5	904	0.153	0.360	0	1
	0	いいえ	766 (84.7)				
	1	はい	138 (15.3)				
	Young	営業年数は5年から10年未満: 5 <= (2010 - 創業年) < 10	904	0.331	0.471	0	1
	0	いいえ	605 (66.9)				
	1	はい	299 (33.1)				
	Old	営業年数は10年以上: (2010 - 創業年) >= 10	904	0.517	0.500	0	1
	0	いいえ	437 (48.3)				
	1	はい	467 (51.7)				
	owner_education	経営者の最終学歴	904	0.174	0.379	0	1
	1	高専卒、または短大卒	904	0.344	0.475	0	1
	2	大卒以上	904	0.027	0.161	0	1
d_managerialexperience	経営者の管理経験の有無	904	0.027	0.161	0	1	
0	企業を設立する前、管理経験がないと回答した企業	880 (97.4)					
1	企業を設立する前、管理経験がある、または2企業以上を経営すると回答した企業	24 (2.7)					
owner_age	経営者の年齢 (2010 - 経営者の生年)	904	42.877	10.108	16	80	
コントロール③ ビジネス環境	d_rural	ハノイ、ホーチミン、ハイフォン以外に位置すると回答した企業	904	0.565	0.496	0	1
	0	いいえ	393 (43.5)				
	1	はい	511 (56.5)				
	regionPCI	企業の位置する地方の競争指数	904	56.405	2.967	52.4	62.7
銀行タイプ	d_SOcB	国有商業銀行がメインバンクだと回答した企業	904	0.415	0.493		
	0	いいえ	529 (58.5)				
	1	はい	375 (41.5)				

表9 分析①：申請有無の推計結果

ロジット回帰モデル：正規金融申請の決定要因

	説明変数名	予想符号	係数 (ロバスト標準誤差)	オッズ比
	d_lackcredit	+	0.330 (0.203)	1.39
仮説① 資金不足	debratio2008	+	0.953** (0.426)	2.59
	d_invest	+	3.139*** (0.330)	23.1
仮説② 銀行との関係	FLgiveborrow	+	2.292*** (0.622)	9.9
	d_political	+	1.513*** (0.537)	4.54
仮説③ 財務状況	ROA2008	+/-	0.0569 (0.151)	1.06
	salesgrowth2008	+	0.0269 (0.105)	1.03
	d_audit	+	-0.171 (0.302)	0.84
仮説③ 担保財産	d_landpossession	+	0.504** (0.222)	1.66
	log_asset2008	+	0.109 (0.0868)	1.11
コントロール① 企業の特徴	d_formalfirm	+	0.848*** (0.301)	2.34
	Micro	+/-	-1.090*** (0.417)	0.34
	Small	+	-0.308 (0.337)	0.74
	New	+/-	0.109 (0.324)	1.12
	Young	+	0.0931 (0.218)	1.1
コントロール② 経営者の特徴	1.owner_education	+/-	0.191 (0.259)	1.21
	2.owner_education	+	-0.151 (0.267)	0.86
	d_managerialexperience	+/-	-0.918 (0.612)	0.4
	owner_age		-0.0167* (0.0101)	0.98
コントロール③ ビジネス環境	d_rural	+/-	1.266*** (0.225)	3.55
	regionPCI	+	0.0955*** (0.0337)	1.1
	Constant		-9.938*** (2.344)	
	No. of Obs.		749	
	Log pseudolikelihood		-348.96904	
	Pseudo R2		0.3199	
	Wald chi2(21)		160.87	
	Count R2		0.769	
	Prob > chi2		0.0000	

注：***, **, *はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%を表す。

3.3 実証分析② 申請後の資金取得や満足への決定要因

3.3.1 仮説と推定式の作成

ここでは企業の資金取得の決定要因について検証を行う。調査結果によると、資金を取得できた企業は512社中488社で、全体の約95%存在する。しかし、取得した488社中257社が金額に満足していない。つまり、正規金融から取得した金額で満足した企業は47%ほどでしかなかった。そこで、申請後の資金取得や企業の満足を決定する要因を検証したい。被説明変数は資金取得の有無と、その資金額が十分であったかどうかを示し、両方ともダミー変数として用いる¹⁸。説明変数は、実証分析①で用いた銀行との関係、企業の財務状況、担保力、企業の特徴、経営者の特徴、ビジネス環境を用いる。しかし、企業の財務状況を表す変数として、前年度の負債率と投資活動の有無を表すダミー変数を追加した¹⁹。モデルの変数の定義や記述統計は表8に示されている。

この分析には、サンプルセレクションプロビットモデルを使用する。まず、企業の資金取得確率に影響を与える要因を検証し、次に資金取得後の企業の満足度に影響を与える要因を検証する。定式化すると、下記のようなになる。

式1

$$\begin{aligned} SATISFIED_i^* = & \delta_0 + \delta_1' relation_i + \delta_2' political_i + \delta_3' financialstatement_i \\ & + \delta_4' collateral_i + \delta_5' firm_characteristics_i \\ & + \delta_6' owner_characteristics_i + \delta_7' business_environment_i + v_i \end{aligned}$$

式2

$$\begin{aligned} OBTAIN_i^* = & \beta_0 + \beta_1' relation_i + \beta_2' political_i + \beta_3' financialstatement_i + \beta_4' collateral_i \\ & + \beta_5' firm_characteristics_i + \beta_6' owner_characteristics_i \\ & + \beta_7' business_environment_i + \beta_8' banktype_i + u_i \end{aligned}$$

¹⁸ 企業の資金取得に関して、調査では、正規金融から企業の取得回数と正規金融から年末の負債額といったデータがあるが、企業の申請した金額が不明であるため、これらのデータについては考察には加えない。

¹⁹ 先行研究によれば、「投資」と「資金取得」には密接な関係を保有するため、モデルの内生性の問題（投資するため、資金を取得できる；資金取得できたので、投資をする）をチェックする必要がある。そこで、「新技術導入」を「投資」に対する操作変数として用い、Wald検定で内生性の有無を確認する。しかし、Wald検定の結果($\chi^2(1) = 0.12$, $\text{Prob}(\chi^2 > 0.12) = 0.7325$)によると、モデルの内生性問題が発生しないことが確認された。

式 1 を、ベクトルを用いて簡潔に表記すると、

$$SATISFIED_i^* = x_i' \delta + v_i \text{ if } OBTAIN_i^* > 0 \text{ となる.}$$

式 1 は企業の満足割合を表すのに対して、式 2 は企業の資金取得のサンプルセレクションを表す。式 2 の被説明変数である、資金取得に影響する潜在変数が 0 を上回らないと式①の満足有無が観察されない。式 1 と式 2 の誤差項(v_i, u_i)が説明変数と独立かつ正規分布に従うと仮定する。これらの誤差項の相関係数を $\text{corr}(v_i, u_i) = \rho$ とする。 $\rho \neq 0$ なら、二本の式の誤差項同士が相関すると判断できる。推定時には $\rho = 0$ という仮説を LR 検定により検定する²⁰。また、式 1 の推計が式②の推計に基づくのであるが、うまく推計できるように、式 1 に企業の主な取引の変数(*banktype*)を追加した。

3.3.2 実証結果

① 資金取得の決定要因

表 10 はモデルの推計結果を示している。サンプルセレクションの 2 段階の尤度比検定統計量²¹は二段階推計が妥当であることを示している。推計結果の解釈を、先に資金取得、その次に満足度という順番で説明する。

まず、特定の金融機関に預金した経験があり、かつ借入した経験がある企業の場合、1%の有意水準で取得の可能性が高くなる。この結果は Rand (2007) と Le (2012) の推計結果と一致する。つまり、正規金融機関との取引経験は正規金融機関からの資金調達可能性を強める。一方、経営者の政治的なポジションは有意な結果ではない。これは、金融機関が経営者の政治的なポジションを考慮しないことを示す。Lai and Okuda (2010), Malesky and Taussig (2008) はベトナムの企業金融における政治的な関係の影響力を示したが、この結果によると、ベトナム中小企業金融には政治的な関係の影響がみられない。

次に、企業の担保力を表す総資産と土地使用権保有は、それぞれ 5% と 1% の有意水準で、プラスの符号となっている。Vo et al (2011) や Le (2012) も同様に、担保財産が資金調達可能性に重要な要因であることを示した。一方、Rand (2007), Vo et al (2011),

²⁰ 注釈 21 を参照されたい。

²¹ 方程式の独立性の LR 検定 : $\chi^2(1) = 7.92, \text{Prob}(\chi^2 > 7.92) = 0.0049$ 。

Nguyen and Luu (2013) と違って、企業の業績を表す収益率や成長率、会計監査は有意な結果が得られていない。さらに、資金不足を表す負債率や投資変数は、プラスの影響を与えることが明らかになった。このように、ベトナムの正規金融機関は、資金供給を決定する際、企業の業績よりも、資金需要の有無や担保財産の保有を重視していることがわかる。あるいは、収益率の高い企業は、正規金融を使わず自ら資金調達が可能であるから、正規金融によって資金を調達する必要はないであろう。

その他、企業の特徴には、5年未満、10年未満の経営年数の企業が予想に反して、1%と5%の有意水準で資金取得可能性が高いという結果となった。この結果は Vo et al (2011) と異なるが、おそらく、近年、ベトナム中小企業金融支援政策にはある程度の効果が認められ、経営年数の若い企業でも正規金融から資金を取得できるからであろう。

続いて、経営者の特徴として、管理経験の有無を表すダミー変数はマイナスの符号であり、5%の有意水準で統計的に有意となった。これは、経験のある経営者は正規金融へのアクセス以外に自分のネットワークを活かすこと等、他の資金取得手段が存在するため、正規金融を申請せず、資金取得の可能性が減少するからであると考えられる。また、企業の教育水準について、専門学校卒業の経営者は10%の有意水準で資金取得と正の関係を持つという結果となった。

最後に、良いビジネス環境がプラスの符号であり、5%の有意水準で統計的に有意である結果は、地方政府のビジネス環境の改善が企業の資金取得確率を高めることを示している。

② 取得後の満足有無

ここでは、資金取得後の満足度の決定要因の推計結果について説明する。企業の資金需要を満足させる要因は担保財産を表す土地の使用権、ビジネス環境を表す農村位置、良いビジネス環境である。これらの変数の限界効果をみると、農村に位置することで企業の満足度が11.6%高くなり、土地使用権を保有することで企業の満足度が10.5%高くなり、地方競争インデックスが1単位上がると、企業の満足度が1.3%上がることが確認できる。このように、土地を所有することが、企業の資金調達に非常に重要な役割を果たしている。つまり、ベトナム中小企業金融に、「担保主義」といった現象はまだ改善されていない。土地を保有すれば、正規金融に申請する可能性が高くなり、資金を取得しやすくなっている。土地を多く保有する大企業や国有企業と比べ、中小企業は担保不足のため資金調達に大きな支障が生じていることが明らかになった。

一方で、企業の総資産は企業の満足度と負の関係を持つことが示された。具体的には、総資産の対数値が一単位増加すると、満足度が5%減少する。もし、大きな資産を持つ要因が企業の信頼性を表すと考えられるならば、信頼性の高い企業は資金制約にかかる可能性が低いという想定が一般的である。本研究の推計分析によっても、総資産の大きい企業は、資金取得確率が高いという結果が出ている。しかし、企業の資金を満足させることを考えれば、総資産が大きくなるほど、企業の資金需要が同様に高くなり、資金を申請して、資金を取得できても、また借りたくなるであろう。あるいは、総資産が大きい企業は正規金融へアクセスしやすくなるため、再度申請する確率が高くなるかもしれない。

表 10 分析② 取得有無の推計結果

サンプルセレクションプロビット回帰モデル：申請後の資金取得有無・満足有無

被説明変数			取得有無(1)	満足有無(2)	(2)の限界効果
説明変数名	予想符号		係数(標準誤差)	係数(標準誤差)	
仮説① 銀行との関係	FLgiveborrow	+	1.316*** (0.335)	-0.000958 (0.185)	-0.0003405
	d_political	+	-0.117 (0.477)	0.221 (0.334)	0.0783966
仮説② 担保力	log_asset2008	+	0.134** (0.0648)	-0.149** (0.0675)	-0.0530113
	d_landpossession	+	0.261* (0.155)	0.297** (0.149)	0.1053514
仮説③ 財務状況	d_audit	+	0.136 (0.224)	0.110 (0.205)	0.0389843
	debratio2008	-	0.620** (0.299)	-0.0578 (0.266)	-0.0205323
	d_invest	+	1.785*** (0.238)	-0.387 (0.648)	-0.1373344
	ROA2008	+	-0.0438 (0.140)	-0.209 (0.264)	-0.0740839
	salesgrowth2008	+	-0.0128 (0.0945)	-0.289 (0.198)	-0.102718
コントロール① 企業の特徴	Micro	-	-0.192 (0.304)	-0.165 (0.268)	-0.0587033
	Small	+/-	0.0145 (0.245)	-0.170 (0.205)	-0.0604271
	New	-	0.717*** (0.227)	-0.263 (0.223)	-0.0934173
	Young	+/-	0.384** (0.160)	-0.215 (0.147)	-0.0764494
コントロール② オーナーの特徴	d_managerialexperience	+/-	-0.951** (0.446)	0.355 (0.423)	0.1262559
	1.owner_education	+/-	0.334* (0.200)	0.180 (0.185)	0.0636662
	2.owner_education	+	0.112 (0.199)	0.102 (0.189)	0.035845
コントロール③ ビジネス環境	d_rural	+	0.263 (0.176)	0.327** (0.166)	0.1162979
	regionPCI	+	0.0685** (0.0282)	0.0375* (0.0226)	0.0133376
銀行タイプ	d_SOCB	+	2.359*** (0.177)		
	Constant		-8.676*** (1.854)	0.331 (1.834)	
	No. of Obs.		749		
	Censored obs		348		
	Uncensored obs		401		
	Log likelihood		-459.5546		
	Wald chi2(19)		39.53		
	Prob > chi2		0.0038		

注：***, **, *はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%を表す。

3.4 実証分析③：資金取得の順序の検証

3.4.1 推計目的と推計手法

資金申請後の結果を考慮すると、①全然調達できない、②取得できるが、資金需要が満たされない、③資金取得して、資金需要が満たされたという満足の順序となっている。そこで、申請後の調達状況、または申請後の満足度を決定する要因も検証したい。そのために、オーダードロジット（順序ロジット）という手法を用いる。

ここで、被説明変数である $LEVEL_SATISFIED_i$ は、企業の資金取得状況や資金需要の現状に関する回答に基づき、全然調達できない場合が「0」、資金取得できたが、資金需要がまだ満たされない場合が「1」、資金取得でき、資金需要が満たされる場合が「2」という値を設定する。この設定により、次のモデルを考えることができる。

$$SATISFIED_i^* = x_i' \delta + v_i \text{ とすれば}$$

式3

$$LEVEL_SATISFIED_i = \begin{cases} 0 & (-\infty < SATISFIED_i^* < \mu_1 \text{ の時}) \\ 1 & (\mu_1 \leq SATISFIED_i^* < \mu_2 \text{ の時}) \\ 2 & (\mu_2 \leq SATISFIED_i^* < +\infty \text{ の時}) \end{cases}$$

式3にある μ は分岐点である。また、 $SATISFIED_i^*$ は潜在変数(Latent variable)であり、直接観察されない。観察される $LEVEL_SATISFIED_i$ は分岐点で囲まれる範囲に入る時、0, 1, 2 のいずれかの値をとる。誤差項 v_i はロジスティック分布に従うと仮定する。各ランクの確率はそれぞれ

$$\text{Prob}(LEVEL_SATISFIED_i = 0) = \Lambda(\mu_1 - x_i' \delta)$$

$$\text{Prob}(LEVEL_SATISFIED_i = 1) = \Lambda(\mu_2 - x_i' \delta) - \Lambda(\mu_1 - x_i' \delta)$$

$$\text{Prob}(\text{LEVEL_SATISFIED}_i = 2) = 1 - \Lambda(\mu_2 - x_i' \delta)$$

と表される。ただし、 $\Lambda(\cdot)$ はロジスティック分布の累積分布関数である。

また、検証する対象の選択に関して、2通りの方法が挙げられる。まず、申請しない企業は満足度が観察されないことから、申請するという条件を付けて、申請後の満足度を推定することができる。この場合、用いるサンプルは申請した企業だけである。次に、資金需要を持つが、申請を行っていない企業の場合、申請後の満足度は依然として変化がない。こうした企業には一番低い満足度、つまり「0」を与えることが妥当であろう。この場合、資金需要がある企業を全部用いる。これら2通りのサンプルを用いてモデルを推定し、結果を比較する。被説明変数の記述統計は表8に示されている。なお、説明変数は式①と同様に用いる。

3.4.2 推計結果

推計結果は表11に示している。推計結果を解釈する際に、変数の係数の符号だけではなく、限界効果²²も考慮する。

まず、申請後の満足度の決定要因を議論する。説明変数のうち、有意な結果がみられた変数は投資と土地所有権保有のみである。具体的には、土地所有権を保有すれば、調達金額で満足する確率が5%の有意水準で約11.1%高くなる。また、投資を行った企業が調達金額で満足する確率が1%の有意水準で約55.6%高くなる。そして、コントロール変数のうち、企業のビジネス環境の代理変数、具体的に農村に位置する企業と地方競争力が10%と5%の有意水準で満足度と正の関係を持つことがみられる。限界効果を見ると、農村に位置する企業は申請後に満足する確率が約9.4%高くなり、位置する地方の競争インデックスが1単位増えれば、企業の満足度の確率が約1.7%高くなることがわかる。よって、企業の満足度に最も大きな影響を与える要因は投資である。これは正規金融への申請理由が投資であれば、金融機関から資金をより簡単に調達できるからであろう。また、土地を所有することで、企業の担保力が保証可能となり、金融機関から

²²表12に「限界効果」の数字は「説明変数の値が追加的に1単位増えたときに、左の列から順にそれぞれ『満足度が0になる確率が何%変化するか』、『満足度が1になる確率が何%変化するか』、『満足度が2になる確率が何%変化するか』を表している。

資金を容易に調達できると考えられる。企業のビジネス環境による影響力は僅かではあるが、地方政府による民間企業のためのビジネス環境の改善がある程度見られる。

表 11 分析③：企業の資金調達の満足度の決定要因

被説明変数		順序ロジット回帰モデル：資金調達の満足度の決定要因								
		係数	満足度の順序(申請したグループ)			係数	満足度の順序(資金需要を持つグループ)			
説明変数名	限界効果 (満足度=0)		限界効果 (満足度=1)	限界効果 (満足度=2)	限界効果 (満足度=0)		限界効果 (満足度=1)	限界効果 (満足度=2)		
仮説① 銀行との 関係	FLgiveborrow	-0.0807 (0.279)	0.0037497	0.0145844	-0.0183341	0.733*** (0.242)	-0.1239901	0.0111986	0.1127914	
	d_political	0.131 (0.507)	-0.0061014	-0.0237312	0.0298326	0.765* (0.426)	-0.129459	0.0116925	0.1177664	
仮説② 担保力	log_asset2008	-0.152 (0.0976)	0.0070414	0.0273871	-0.0344285	0.0716 (0.0727)	-0.0121133	0.0010941	0.0110193	
	d_landpossession	0.490** (0.227)	-0.0227717	-0.0885692	0.1113409	0.442** (0.173)	-0.0747139	0.006748	0.0679658	
仮説③ 財務状況	d_audit	0.233 (0.321)	-0.0108019	-0.0420135	0.0528155	0.123 (0.248)	-0.0208767	0.0018856	0.0189912	
	debratio2008	-0.0473 (0.411)	0.0021993	0.0085542	-0.0107536	0.739** (0.326)	-0.1250092	0.0112906	0.1137185	
	d_invest	2.447*** (0.679)	-0.1136494	-0.4420337	0.5556831	3.859*** (0.409)	-0.6530105	0.0589789	0.5940314	
	ROA2008	-0.0971 (0.141)	0.0045087	0.0175363	-0.022045	-0.0224 (0.111)	0.0037822	-0.0003416	-0.0034406	
	salesgrowth2008	-0.0388 (0.0479)	0.001801	0.0070049	-0.0088059	-0.0152 (0.0378)	0.0025701	-0.0002321	-0.002338	
コントロー ル① 企業の特 徴	Micro	0.0216 (0.413)	-0.0010023	-0.0038985	0.0049008	-0.422 (0.325)	0.0713892	-0.0064478	-0.0649415	
	Small	-0.0848 (0.307)	0.0039375	0.0153145	-0.019252	-0.0460 (0.245)	0.0077769	-0.0007024	-0.0070745	
	New	-0.220 (0.338)	0.0102232	0.0397626	-0.0499857	0.105 (0.264)	-0.0176856	0.0015973	0.0160882	
	Young	-0.215 (0.229)	0.0099766	0.0388035	-0.0487801	-0.00421 (0.177)	0.0007117	-0.0000643	-0.0006474	
コントロー ル② 経営者の 特徴	d_managerialexperience	0.616 (0.680)	-0.0286162	-0.1113012	0.1399174	-0.375 (0.485)	0.0635332	-0.0057382	-0.057795	
	1.owner_education	0.265 (0.290)	-0.012336	-0.0474734	0.0598094	0.312 (0.220)	-0.0519812	0.0026645	0.0493167	
	2.owner_education	0.198 (0.294)	-0.009468	-0.0350913	0.0445593	0.0508 (0.224)	-0.0087108	0.0010361	0.0076747	
コントロー ル③ ビジネス環 境	d_rural	0.414* (0.239)	-0.0192486	-0.0748667	0.0941153	0.907*** (0.185)	-0.1533998	0.0138548	0.1395449	
regionPCI	0.0742** (0.0351)	-0.0034478	-0.0134099	0.0168577	0.108*** (0.0286)	-0.0182498	0.0016483	0.0166015		
	分岐点1	1.751 (2.388)				11.07*** (1.949)				
	分岐点2	5.170** (2.402)				12.70*** (1.963)				
	No. of Obs.	422				749				
	Log likelihood	-341.29616				-641.02588				
	Pseudo R2	0.053				0.1929				
	LR chi2(18)	38.17				306.33				
	Count R2	0.564				0.531				
	Prob > chi2	0.0037				0.0000				

注：***, **, *はそれぞれ有意水準1%, 5%, 10%を表す。

次に、中小企業の金融へのアクセスの満足度を全体的に観察する。申請後の満足度にポジティブな影響を与える要因、つまり、土地使用権保有、投資、ビジネス環境は同様の結果がみられた。その他、有意な結果となった変数は銀行との関係、2008 年末の

負債率である。具体的には、特定の金融機関と預金や借入の取引を行った企業、または政治的な関係を保有する経営者の場合、一部資金取得確率が1%高くなる。また、全額取得確率が前者では11%、後者では12%増加する。驚くべきことに、2008年末の負債率が5%の有意水準で、一単位高くなると全額調達可能性が11%増加することが明らかになった。つまり、負債率が高い企業は悪い財務状況にあるが、資金不足であるという理由で他の企業と比べ比較的容易に資金を調達できるかもしれない。

3.5 ディスカッション

ここでは、実証結果を再度振り返り、ベトナムにおける中小企業金融の特徴を考察する。表12に実証分析の結果がまとめられている。この表によると、投資の要因は影響力が高く、統計的にも有意であることが分かる。また、土地所有権の要因は、全てのモデルにおいて有意に正の影響を与えている。ビジネス環境の要因は影響力がやや弱い、有意な結果が全てのモデルで見られる。

表12 中小企業資金調達への決定要因のまとめ

調達段階	申請	取得	満足	申請後の満足度	全体の満足度
銀行との関係					
取引歴史	+++ 2.3	+++ 1.3			+++ 0.7
経営者の政治的な関係	+++ 1.5				+ 0.7
企業の担保財産					
土地所有権保有	++ 0.5	+ 0.3	++ 0.3	++ 0.5	++ 0.4
総資産		++ 0.1	-- 0.1		
財務状況					
負債率	++ 0.9	++ 0.6			++ 0.7
投資活動	+++ 3.1	+++ 1.8		+++ 2.4	+++ 3.8
ビジネス環境					
農村位置	+++ 1.3		++ 0.3	+ 0.4	++ 0.9
地方競争指数	+++ 0.1	++ 0.1	+ 0.03	++ 0.1	+++ 0.1

注：各要因に掲載されている符号数は変数の係数の有意水準に基づいている。
企業規模、経営年数や経営者の特徴による影響は除いている。

次に、ベトナム中小企業の資金調達における注目すべき点についてディスカッションを行う。

① 投資活動を行うことで、資金を容易に調達可能であるのか？

実証結果から、投資活動を行った企業は資金申請、資金取得の確率が比較的高いことが分かった。投資をするために資金需要が高まり、申請確率が上昇することは当然である。しかし、投資を行うという理由で正規金融から資金をより容易に調達可能であろうか。言い換えると、ベトナムの金融機関が投資活動をする企業に対して、積極的に資金の貸出を行っているのだろうか。これを検証するために、まず、投資活動を行った企業とそうでない企業は資金調達する際、どのような企業が断られたことが多いかについて考察する。検証の結果、投資を行った企業は貸出を断られた回数が少ないことが明らかになった²³。次に、投資活動を行った企業は行わなかった企業より資金を調達できた回数も多いことが観察できた²⁴。このように、ベトナムの金融機関は資金の貸出を行う際、企業のパフォーマンスを重視しないが、企業のビジネスプランを重視するようにみられている。

実際、ベトナムにおいて、中小企業の資金申請の願書には、申請目的という項目への記入が必ず要求されている。また、投資の目的により、貸出金利優遇キャンペーンを実施する金融機関が多い。例えば、VPB (Vietnam Prosperity Bank) 銀行は中小企業のために、企業の運送設備購入支援のキャンペーンを行っている。または、DAB (Dong A Bank) 銀行は設備購入を支援するキャンペーンを行っている。これらのキャンペーンを申請する企業は必ず申請目的が明確となり、投資活動を証明できるため、銀行から容易に資金を調達できると考えられる。

② 情報非対称性を緩和する「担保主義」？

土地所有権保有といった要因は正規金融への申請確率においても、資金調達可能確率においても、満足する確率においても有意な結果が出てきた。つまり、中小企業の情報非対称性を緩和するために、不動産である担保財産は重要な役割を果たしている。しかし、実証結果の限界効果で確認すると、他の条件を一定とした上で資金を取得する確率が10%ほど高いことが分かった。この影響力は投資活動、銀行との関係ほど高くない。また、土地所有権を保有する企業とそうではない企業に対して、調達金額、取得回

²³ 投資を行った企業とそうでない企業の間における、正規金融に申請する際の断られた回数の平均差の二標本 t 検定： $t=1.6861, Pr(T > t) = 0.0462$

²⁴ 投資を行った企業とそうでない企業の間における、資金取得回数の平均差の二標本 t 検定： $t = -1.8293, Pr(T < t) = 0.0340$

数、困難に直面した回数、それぞれの平均の差を検定した。しかし、有意な結果が得られなかった。つまり、土地を保有する企業に対して、金融機関は予想したほど必ずしも優先的に貸出がなされていない。このように、中小企業金融における「担保主義」がある程度改善されていると考えられる。

③ 資金調達できた企業は効率的に資金を使用しているのか？

ここで、資金取得できた企業とできない企業のグループの間の成長率と収益率を考察する。具体的に、2009年以降に正規金融から資金調達できた企業と資金調達できない企業について、2009年と2010年の総資産の差、利益の差、生産技術改善、新生産設備購入を見て、その差の平均値の違いをt検定で検証した。検定結果は下表に示している。

項目	資金調達不可能グループと資金取得可能グループ平均の差	t 値	自由度
資産の増加	-6,476,509***	-4.0305	902
収益の増加	-250,629**	-1.5589	902
生産技術改善	-0.12***	-3.5228	902
新生産設備購入	-0.09***	-3.3306	902

注：***, **, *はそれぞれ $p < 0.01$, $p < 0.05$, $p < 0.1$ を表す。

この比較結果より、資金調達可能企業は生産技術の改善や新設備導入が可能となり、総資産も利益も増加したことが明らかになった。このことから、企業が調達した金額を効率的に運営していることが分かる。この結果も、中小企業の成長に正規金融が非常に重要な役割を果たしていることを示している。

第4節 結びにかえて

本稿はベトナム金融システムの概観を行い、その特徴を述べた。また、中小企業の資金調達の流れに沿って、資金調達に関して、正規金融への申請、正規金融からの資金取得、資金調達の活動を決定する要因の検証を行った。分析手法として、ロジット、サンプルセレクションプロビットモデル、順序ロジットモデルを用いた。

推計結果から、ベトナム中小企業金融に関して次のようなことが明らかになった。第1に、企業の業績は申請行動や資金取得可能性とはほとんど無関係である。第2に、投資を行うことは企業の正規金融に申請するモチベーションとなり、金融機関の資金

貸出決断への影響ともなる。第3に、資金調達には土地所有権保有が重要な要因となるが、確実に資金取得できる確率には予想していたほど大きな影響は与えない。第4に、経営者の政治的な関係は申請する確率と正の関係を持つことが分かったが、資金取得との関係ははっきりしていない。第5に、地方政府の民間企業のためのビジネス環境を改善することより、金融へのアクセスにわずかながら正の影響が観測された。

このように、ベトナムにおける中小企業向けの融資は企業の成長やイノベーションに大きな貢献をしていると考えられる。しかし、資金需要がありながら正規金融に申請しないことは、正規金融と中小企業の間には遠慮感という大きな壁があるのではないだろうか。この壁をなくすために、次のような政策的インプリケーションを提言したい。まず、金融機関は貸出事業を積極的に行うとともに、中小企業への情報伝達、宣伝活動を強化する必要がある。また、調査では、銀行員の態度が企業の正規金融不申請に最も大きな支障として挙げられたため、銀行員の官僚的な態度を見直す必要がある。次に、中小企業は資金需要があれば、遠慮なく金融機関のドアをたたくべきである。昔の担保主義による影響が次第になくなり、投資活動を行うだけで、資金を希望通り調達できなくても一部調達できる確率が高くなっているからである。また地方政府は、ビジネス環境を改善することで、間接的に金融へのアクセスを容易にすることが可能となるため、引き続き具体的な政策に取り組む必要がある。

本研究は先行研究と比べ、使用データと分析手法が異なるため、実証結果には様々な新しい観点をもたらしている。よって、今までのベトナムにおける中小企業金融に貢献があると考えられる。しかし、零細企業の割合の大きい民間企業のみを対象とし、かつクロスセッションのデータだけで、ベトナム中小企業金融を把握することができることは言い難い。そこで今後、同様な研究テーマでパネルデータ分析を行い、経済変化の影響などを考慮して再度検証することが必要である。

参考文献

- [1] Barth, Lin and Yost (2011) Small and Medium Enterprise Financing in Transition Economies. *Atlantic Economic Journal*. 39 (1), 19-38
- [2] Beck, T. (2007). Financing constraints of SMEs in developing countries: Evidence, determinants and solutions. The World Bank. Washington DC. Retrieved from http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Financing_Constraints_of_SMEs.pdf

- [3] Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Vojislav Maksimovic (2004). Bank Competition and Access to Finance: International Evidence, *Journal of Money, Credit, and Banking*. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2004.0039>
- [4] Berger, A and G Udell (2006), A More Complete Conceptual Framework for SME Finance, *Journal of Banking & Finance*. 30(11), 2945-2966.
- [5] Besnik A. Krasniqi (2010), Are small firms really credit constrained? Empirical evidence from Kosova. *International Entrepreneurship and Management Journal* 6 (4), 459-479
- [6] Cole, Rebel A., (1998), The Importance of Relationships to the Availability of Credit, *Journal of Banking and Finance*, 22, 959-977.
- [7] Douglas W. Diamond (1984), *The review of Economics Studies*, 51 (3), 393-414
- [8] Franco Modigliani and Merton Howard Miller (1958), The cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), 261-297.
- [9] Franco Modigliani and Merton Howard Miller (1963), Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- [10] Harris, M., and Raviv, A., (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46, 297-355.
- [11] Hidenobu Okuda & Lai Thi Phuong Nhung (2010). The Determinants of the Fundraising Structure of Listed Companies in Vietnam: The Effects of Government Ownership. Hitotsubashi University Research Project of Policies for East Asia. Discussion Paper No.017
- [12] Le. (2012). What determines the access to credit by SMEs? A case study in Viet Nam. *Journal of Management Research*. 4 (4) <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v4i4.1838>
- [13] Leland and Pyle (1976) Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The journal of Finance*, 32 (2), 371-387
- [14] Malesky, Edmund and Markus Taussig. (2008). Where is Credit Due? Companies, Banks, and Locally Differentiated Investment Growth in Vietnam. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 25(2), 535-578

- [15] Myers, Stewart C., Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187–221. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- [16] Nhung Nguyen, Nhung Luu (2013). Determinants of Financing Pattern and Access to Formal -Informal Credit: The Case of Small and Medium Sized Enterprises in Viet Nam, *Journal of Management Research*. 5 (2) <http://dx.doi.org/10.5296/jmr.v5i2.3266>
- [17] Petersen, M.A and Rajan, R. G. (1994), The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49, 3–37.
- [18] Rand, J., Tarp, F., Tran, C.,& Nguyen, T. (2009). SME access to credit. *Vietnam Economic Management Review*, 3(1), 49-55. Retrieved from http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29467/1/MPRA_paper_29467.pdf
- [19] Rand, John & Nina Torm (2012). The Benefits of Formalization: Evidence from Vietnamese Manufacturing SMEs. *World Development* . 40 (5), 983–998
- [20] Rand, John. (2007). Credit constraints and determinants of the cost of capital in Vietnamese manufacturing. *Small Business Economics*, 29 (1), 1-13.
- [21] Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss (1981). Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, 71 (3), 393–410.
- [22] Thanh, Vo, Cuong, T. T., Dung, B.,& Chieu, T. D. U. C. (2011). Small and medium enterprises access to finance in Viet Nam. Jakarta: Economic Research Institute for ASEAN and East Asia (ERIA)
- [23] Uchida, H. (2011). What do banks evaluate when they screen borrowers? Soft information, hard information and collateral. *J Finance Serv Res.*,40, 29-48.
- [24] Uchida, H., Udell, G.F.,& Watanable, W. (2008). Bank size and lending relationships in Japan. *Japanese and International economies*, 22, 242-267.
- [25] Y. Kon, D.J. Storey (2003). A Theory of Discouraged Borrowers, *Small Business Economics*, 21 (1), 37-49. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1024447603600>

《日本語》

- [26] Kim Svetlana (2013) 「ウズベキスタンにおける銀行の貸出行動・企業の横断面データと分析した実証研究」(修士論文)