

2017年8月8日 全8頁

ミャンマーのファイナンス機能活性化に向けて

企業の情報開示や透明性向上が鍵

DMS（ヤンゴン駐在）
佐藤 清一郎

[要約]

- ミャンマーでは、直接金融・間接金融ともに、その機能は、極めて限られたものとなっている。金融システム自体の脆弱性に起因するところも大きい。経済主体である企業が十分な情報開示を行っていないことも大きく影響している。
- 企業の情報開示を促進すべく、企業の社会的責任の観点から、ミャンマー企業の状況を調査している団体がある。団体名は、Myanmar Centre for Responsible Business（略して MCRB）である。この団体は、英国に本部を置く Institute of Human Rights and Business と Danish Institute for Human Rights の協力により、2013 年にミャンマーで設立された。
- 調査内容は、法令を遵守しているか、汚職や賄賂の授受に関わっていないか、税金を払っているか、人権を尊重しているか、環境を重視しているか、情報開示は十分かなどの点をチェックして、それを大きく、（1）腐敗対策、（2）組織の透明性、（3）人権・健康・安全・環境の 3 つの項目に分けて、点数化している。2016 年の調査報告によれば、得点が上位にある企業は、FIRST MYANMAR INVESTMENT、SERGE PUN & ASSOCIATES、MAX MYANMAR GROUP などである。
- 調査結果から見えてくるのは、ミャンマーで、比較的安心して付き合いそうな企業は、まだ少ないということである。特に、腐敗対策の項目の得点が低い企業が多いため、この点の改善が望まれる。調査報告では、腐敗撲滅に向けたビジネスの基本に関するマニュアル書を熟読して実践するように、企業に提案している。
- 経済主体である企業が責任ある行動をとり、かつ、適切な情報提供を行えば、信頼度が高まり、銀行や証券取引所を活用できる機会は確実に増えてくる。企業行動の変化を確認する意味で、MCRB の調査結果には、今後も注目していきたい。

はじめに

ミャンマーでは、直接金融、間接金融ともに、その機能は限られたものとなっている。金融システム自体に脆弱さが残っていることも影響していると思われるが、経済主体である企業の情報開示が不十分なことが大きく影響している。

ミャンマーでは、情報を開示している企業は多くないため、きちんと責任ある企業活動を行っているのか、また、利益をあげているのか、それとも、そうではないのかなど、状況を把握することは、それほど容易ではない。基本的な企業の財務情報（貸借対照表、損益計算書など）に関しても公開している企業は多くはない。こうした状況にあるため、銀行とすれば、企業に貸出できる状況ではないし、投資家としても企業を投資対象として考えることはできない。

ミャンマーは、引き続き、成長のチャンスが大いにあると思われる。ビジネス拡大を目指して資金調達を考えている企業は、直接・間接のファイナンス機能が限定的であることで、成長のチャンスを逃していると言えなくもない。潜在的な成長力を顕在化させるためにも、企業は、きちんと情報を開示して、会社の経営方針や資産状況、損益状況などがわかるようにするべきである。

以下では、まず、ミャンマーのファイナンス機能状況を確認して、その後、企業行動に関する調査結果について記述する。

1. ミャンマーはファイナンス機能が不十分

ミャンマーのファイナンス機能は、うまく働いているとは言い難い。このことを、銀行融資残高（対 GDP 比）、上場企業数、時価総額のデータを使って見てみよう。

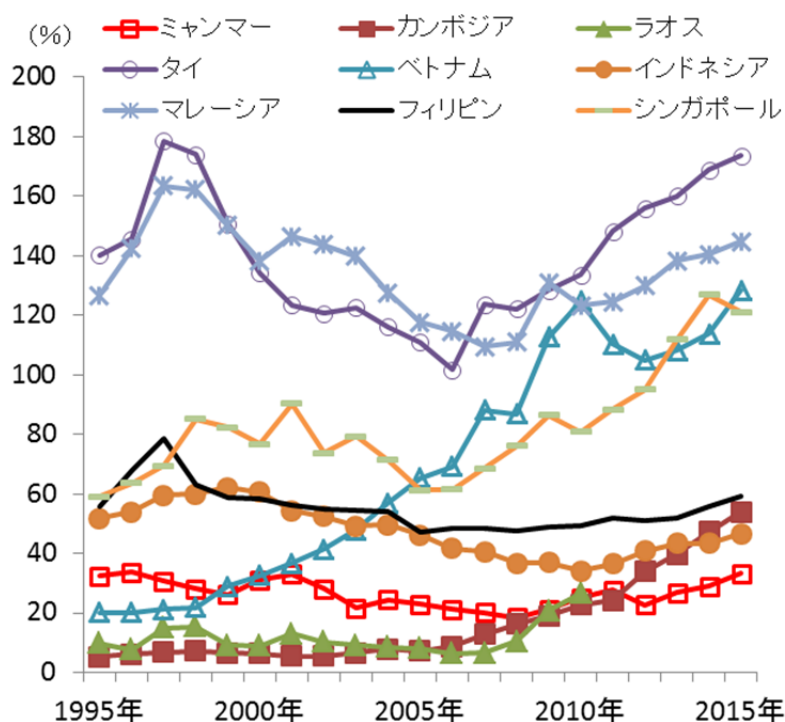
まず、間接金融の状況を調べるために銀行等の貸出残高（対 GDP 比）をアセアンの国々で比較してみよう。銀行等による金融仲介がうまく機能していれば、この数値は大きくなるはずである。

図表 1 からわかることは、アセアンの国々の銀行による金融仲介機能は、うまくいっている国とそうではない国で二極化しているということである。数値が大きなグループとしては、シンガポール、マレーシア、タイ、ベトナム、数値が小さなグループは、フィリピン、インドネシア、カンボジア、ミャンマー、ラオスとなっている。数値が大きなグループは、2000 年代半ば以降、数値が概ね高まる方向にある。一方で、数値の小さなグループでは、大きな変化は見られず、低迷している印象である。ミャンマーは、ラオスと同じ程度の数値の大きさと、一番小さい部類である。

ミャンマーで、銀行等の貸出残高が伸びないのは、（１）銀行等の仕組みが未発達、（２）コンピュータシステム対応を含めた銀行の審査能力欠如、（３）企業に資金借入需要が少ない、（４）企業の情報提供が不十分などの理由が考えられる。それぞれが影響していると思われるが、やはり、（３）の企業活動を把握できる情報が企業側から提供されていないことが最も大きく影響

しているのではないだろうか。と言うのも、(1) 主要な銀行には外国からコンサルタントが入って銀行システム改善や職員の能力向上を行っていること、(2) 高成長が続いているので、運転資金や設備投資資金のために資金調達するニーズは存在するからである。

図表 1 銀行等の貸出残高（対 GDP 比）



出所：世界銀行より DMS 作成

次に直接金融の状況を見るために、上場企業数や時価総額を比較すると、2016年12月末現在、上場企業数が多い順番で、マレーシア証券取引所 (903 社)、シンガポール証券取引所 (757 社)、タイ証券取引所 (656 社)、インドネシア証券取引所 (537 社)、ホーチミン証券取引所 (320 社) などとなっている。ヤンゴン証券取引所、カンボジア証券取引所は、ともに 4 社で一番少ない部類である。時価総額に関しては、大きい順番で、シンガポール証券取引所 (6,404.3 億ドル)、タイ証券取引所 (4,329.6 億ドル)、インドネシア証券取引所 (4,257.7 億ドル)、マレーシア証券取引所 (3,597.9 億ドル) などとなっている。こうした数値の一方で、ヤンゴン証券取引所は 4.3 億ドル、カンボジア証券取引所は 2.0 億ドルと極めて小さな数値となっている。タイとヤンゴンの証券取引所を比較すると、タイの証券取引所は、上場企業数ではヤンゴン証券取引所の 100 倍以上多く、時価総額では約 1,000 倍大きいという結果であり、ミャンマーにとって、タイは比較対象にならないレベルである。

このように、直接金融に関しても、間接金融と同様に、もしくは、それ以上に、ミャンマーやカンボジアは、タイ、マレーシア、ベトナムなど先行する国々に大きな差をつけられている。資本市場からの資金調達に関しては、資金提供者が、銀行からの融資と比べて広がるために、

企業には、より厳しい情報開示や透明性が求められることとなるが、ミャンマーの企業は、そうした対応ができていない場合が多いため、上場に際してのハードルは、かなり高くなってしまいう。直接金融を可能とするような仕組みは、ある程度存在しているにもかかわらず、それを、うまく活用できていないのが実情である。

図表 2 上場企業数、時価総額（2016 年 12 月末）

国名	取引所名	上場企業数	時価総額(億ドル)
シンガポール	シンガポール証券取引所	757	6,404.3
タイ	タイ証券取引所	656	4,329.6
インドネシア	インドネシア証券取引所	537	4,257.7
マレーシア	マレーシア証券取引所	903	3,597.9
フィリピン	フィリピン証券取引所	265	2,397.4
ベトナム	ホーチミン証券取引所	320	664.0
ラオス	ラオス証券取引所	5	12.7
ミャンマー	ヤンゴン証券取引所	4	4.3
カンボジア	カンボジア証券取引所	4	2.0

出所：各証券取引所ウェブサイト、WFE などより DMS 作成

図表 3 カンボジア、ラオス、ミャンマーの証券取引所の上場企業数と業種（2017 年 7 月末）

	カンボジア カンボジア証券取引所	ラオス ラオス証券取引所	ミャンマー ヤンゴン証券取引所
上場企業数	5	5	4
業種	船舶 工業団地開発 港湾管理 縫製業 水資源開発	商業銀行 発電 コンベンション施設等の運営 石油製品輸入販売 建材・装飾品輸入販売	不動産開発 工業団地開発 商業銀行 商業銀行

出所：各証券取引所ウェブサイトより DMS 作成

経済活動の活発化、そして持続的成長を確保していくには、企業による直接・間接のファイナンスが重要な役割を果たす。それが限定的であるミャンマーの現状は、ミャンマー経済にとってはマイナスと言わざるを得ない。早急に、責任ある企業活動確立、そして、適切な情報開示などの慣行を浸透させていくことが求められる。

2. 企業の透明性調査

ミャンマーにおける企業行動を懸念して、責任ある企業が育つように、企業の社会的責任の観点から、ミャンマー企業の状況を調査している団体がある。団体名は、Myanmar Centre for Responsible Business (略して MCRB) である。この団体は、英国に本部を置く Institute of Human Rights and Business と Danish Institute for Human Rights の協力により、2013 年にミャンマーで設立された。その趣旨に賛同し、英国、デンマーク、ノルウェー、スイス、オランダ、アイルランドの政府援助機関から資金提供を受けている。団体の代表は、長年ミャンマーに居住し、ミャンマー人と結婚したイギリス人の女性（元駐ミャンマー英国大使）で、現地の事情には詳しい人物である。

2014 年、この団体を中心に、ミャンマー企業の透明性に関するプロジェクトが立ち上がり、毎年、企業の透明性などに関する調査報告を出している。企業の調査においては、企業活動や企業のウェブサイトなどを情報源として、法令を遵守しているか、汚職や賄賂の授受に関わっていないか、税金を払っているか、人権を尊重しているか、環境を重視しているか、情報開示は十分かなどの点をチェックして点数化している。報告書では、項目を、(1) 腐敗対策、(2) 組織の透明性、(3) 人権・健康・安全・環境の大きく 3 つに分けて、点数としてまとめている。点数が高いほど、その項目の取り組みが優れていることを意味して、全体の合計は 10 点が最高得点となる。調査結果は、各企業の透明性向上に向けた更なる取り組みへのインセンティブとなると思われ、ミャンマーの企業の質的向上、ひいては、ファイナンス機能活性化に貢献していくものと期待される。

3. FMI、SPA、MAX MYANMAR GROUP などが高得点

ここでは、2016 年の調査結果を参考にしながら、どのような企業の得点が高いのか、どの分野の得点が高いのかなどに関してみて見る。

まず、総合得点の高い順番で見ると、1 位は、FIRST MYANMAR INVESTMENT (以下 FMI) が、9.32 点と唯一 9 点台となっている。3 項目とも高得点であるが、特に、組織の透明性が 3.33 点とかなり高いのが特徴である。この会社は、FMI Centre、FMI City、Pun Hlaing Golf Estate、Thanlyin Star City 等の不動産開発を手がけており、ヤンゴン証券取引所にも上場している。2 位は、SERGE PUN & ASSOCIATES (以下 SPA) で 8.91 点である。項目では、1 位の FMI と比べて、組織の透明性の部分が、やや劣っているだけである。SPA は、FMI を関連会社として保有しており、二つの会社は、同じグループに属する。SPA は、1991 年に設立されたミャンマーの財閥で、ビジネス分野としては、金融、不動産、病院、自動車販売、小売、農業等を手がけている。シンガポールに上場している YOMA STRATEGIC HOLDINGS も関連会社である。ミャンマーでは珍しく、ビジネスにおける軍の影響力が小さい財閥であるため、軍事政権時代は苦労もあったようであるが、NLD 政権になり、その辺の環境は変わった。以前より、国際基準を見据えた企業活動を行っており、それが、高得点につながっていると思われる。

SPA に続いて得点が高いのは MAX MYANMAR GROUP であり、総合得点は、8.49 点である。項目別を見ると、組織の透明性は、やや低いものの、腐敗対策と人権・健康・安全・環境は高い得点となっている。特に、腐敗対策の得点 3.08 点は、調査対象会社の中では最高得点となっており、MAX MYANMAR GROUP の腐敗対策への意気込みが感じられる。代表である、ゾーゾー氏は、腐敗対策には極めて神経を使っており、不透明な部分が多く残ると思われている宝石採掘の分野から撤退している。

4 位の SMART TECHNICAL SERVICES と 5 位の MPRL E&P GROUP は、石油・ガスの掘削会社である。SMART TECHNICAL SERVICES は、世界掘削協会のメンバーとなっていることもあり、国際基準での企業活動を目指していることで、上位にランクしているものと思われる。MPRL E&P GROUP は、組織の透明性に関しては点数が低いものの、企業ウェブサイト上で、CSR に関する項目を設けて、透明性、健康・安全、環境、地域への貢献などに関して事例を紹介していることが評価されて、腐敗対策、人権・健康・安全・環境の項目で高い得点となったと思われる。

6 位の AYA BANK は、MAX MYANMAR GROUP の銀行である。MAX MYANMAR GROUP よりも、3 項目とも劣る結果となっている。これは、AYA BANK が設立（2010 年）されてから時間があまり経過していないことも影響していると思われ、今後、時間の経過とともに得点は上昇してくると予想される。

7 位は、ミャンマー財閥の一つである KBZ GROUP である。KBZ GROUP は、シャン州に起源を持ち、代表のアウン コ ウイン氏である。1990 年代に、サファイアやルビー等の宝石ビジネスで大きな富を得た後、業務多様化へと踏み切り、建設、衣料、保険、セメント、ガソリンスタンド、航空等に参入している。グループの一番の強みは、銀行、保険等の金融分野で、ミャンマー最大の商業銀行である KBZ 銀行を持っている。この銀行は、企業の納税額ランキングで、毎年、圧倒的なトップとなっている。8 位は、ミャンマー国内にスーパーマーケットを展開する CITY MART HOLDING COMPANY である。CITY MART HOLDING COMPANY は、企業活動に際してステークホルダーへの責任ある態度をウェブサイトにて明確に記述しており、良い印象を与える。9 位は、エネルギー関係の総合企業である PARAMI ENERGY GROUP である。PARAMI ENERGY GROUP は、2004 年に設立されている。創始者のケン テウン氏は、企業の社会的責任を重要視しており、同社のウェブサイトでも、その重要性が述べられている。また、ミャンマーでは有名人であり、様々なセミナーが開催される際にスピーカーとして登壇する機会も多い。

財閥の観点で見ると、得点が高い順番で、FMI（1 位）、SPA（2 位）、MAX MYANMAR GROUP（3 位）、KBZ GROUP（7 位）、DAGON GROUP（10 位）、SHWE TAUNG GROUP（11 位）、ASIA WORLD（12 位）、HTOO GROUP（14 位）などとなっている。ここで注目されるのは、納税額で上位にいる UNION OF MYANMAR ECONOMIC HOLDINGS が、50 位となっていることである。この関係企業には、キリンホールディングスが資本参加しているので、今後については、順位が上がってくると予想される。

図表 4 企業の透明性などに関する指標（上位 20 社、2016 年）

	企業名	腐敗対策	組織の透明性	人権・健康・安全・環境	合計
1	FIRST MYANMAR INVESTMENT	2.82	3.33	3.17	9.32
2	SERGE PUN & ASSOCIATES	2.82	2.92	3.17	8.91
3	MAX MYANMAR GROUP	3.08	2.41	3.00	8.49
4	SMART TECHNICAL SERVICES	2.95	2.78	1.83	7.56
5	MPRL E&P GROUP	2.44	1.67	2.83	6.94
6	AYA BANK	2.56	2.33	2.00	6.89
7	KBZ GROUP	2.56	2.64	1.67	6.87
8	CITY MART HOLDING COMPANY	2.56	1.85	2.00	6.41
9	PARAMI ENERGY GROUP	2.31	2.04	1.67	6.02
10	DAGON GROUP	2.18	1.48	0.83	4.49
11	SHWE TAUNG GROUP	2.50	1.11	0.83	3.99
12	ASIA WORLD	2.44	0.37	0.67	3.48
13	GREAT HOR KHAM PUBLIC COMPANY	1.92	1.39	0.00	3.31
14	HTOO GROUP	0.90	1.30	0.67	2.87
15	ZAWGYI PREMIER	0.51	2.00	0.00	2.51
16	UNITED PAINTS GROUP	0.77	1.00	0.17	1.94
17	MAPCO	0.13	1.53	0.00	1.66
18	MYANMAR THILAWA SEZ HOLDINGS	0.64	1.00	0.00	1.64
19	YOUNG INVESTMENT GROUP	0.00	1.11	0.17	1.28
20	UMG GROUP	0.00	1.11	0.00	1.11
20	SEIN WUT HMON	0.00	1.11	0.00	1.11

出所：MCRB より DMS 作成

まとめ

MCRB の調査結果によれば、ミャンマーで、比較的安心して付き合いそうな企業は存在するが、その数はまだ少ない印象である。得点が低い企業の項目を見ると、特に、腐敗対策の得点が小さいかゼロというのが多くなっている。この点を特に懸念して、MCRB は、調査レポートの企業への提言の中で、腐敗を撲滅するビジネスの基本に関するマニュアル書を熟読して実践するように提案している。また、政府に対しては、適切な法律の改正、ミャンマー投資委員会（Myanmar

Investment Commission：略して MIC) で認可された企業は決算年度終了後 6 ヶ月以内に営業報告書を投資企業管理局 (Directorate of Investment and Company Administration: 略して DICA) のウェブサイトに掲載すること等を求めている。企業への投資を考えている投資家向けには、信頼できるデータを提供すること、第三者による監査を受けることを企業に求めていくように提案を行っている。

企業、政府、投資家向けのこうした一連の提案が着実に実施に移されていけば、責任ある企業が育ってくると同時に、企業分析のための情報もかなり増えるであろう。そうなれば、銀行としても、貸出対象企業が増加、また、資本市場からの資金調達できる企業の数も増えることになり、直接・間接に金融仲介が活発でない現在の状況は改善されていくであろう。これは、ミャンマーにとっては、ファイナンス面での極めて大きな変化であり、更なる成長へのプラス要因である。こうした状況変化がどの程度のスピードで進展していくかを知る上で、MCRB が公表する企業の透明性指標や提言については、今後も注目していく価値はあるであろう。