

# アジア諸国に求められる経済構造改革と金融部門整備

## —革新的な中小企業に対する資金供給が不可欠—

調査部

主任研究員 清水 聡

### 要 旨

1. 金融部門の発展は途上国にとって大きな意味を持つため、その整備は経済開発支援の一つの柱となっている。金融部門は貯蓄を動員し、財・サービスの取引・決済を支え、資源の効率的な配分を遂行することにより、経済成長や貧困削減を支援する役割を担っている。貧困削減は、直接的には金融へのアクセスが拡大することにより、また、間接的には経済成長が促進されることによりもたらされる。
2. アジアでは、実体経済の目覚ましい発展に比較して金融部門の整備が遅れている。アジアの経済成長を促進する金融部門の基本的な役割は、投資を拡大し、生産性を上昇させるために、企業に対して低コストで資金を仲介することにある。こうした効率的な金融仲介の機能に加えて、生産性を向上させるためにはインフラ整備やイノベーションの強化に関連した投資を拡大することが求められ、これらをファイナンスする長期金融手段の整備が欠かせない。さらに、金融包摂の促進、金融安定の維持、域内金融統合の促進などが、金融部門整備の課題となっている。
3. アジア諸国は資本蓄積や労働力人口の増加をけん引役として高成長を実現してきたが、特に世界金融危機以降、高齢化の進行や労働生産性の伸び悩みから潜在成長率の低下が指摘されている。これに対処するには、労働供給の減少抑制、産業の高付加価値化、ビジネス環境の改善をもたらすインフラ整備の強化などを実現しなければならない。これらの経済構造改革に向かうための政策は多様であるが、金融部門の整備はその柱の一つであり、特に、①債券・株式市場の拡大や機関投資家の育成などによる長期金融手段の拡充、②生産性の高い中小企業や新規設立企業に対する信用の拡大、③インフラ・ファイナンスの強化、が優先的な課題と考えられる。
4. その中でも、中小企業金融の拡大は、生産性の向上に大きく貢献することが期待される。これに向けた対策は多岐にわたる中小企業振興政策の中核をなすものであり、信用保証制度の構築、信用情報を共有する制度（信用情報機関など）の整備、銀行に対する一定割合の中小企業向け融資の義務付け、担保の種類を拡大する法規制改革、銀行に対する補助金の支給などが含まれる。さらに、多様な金融手段の構築、すなわち、貿易金融やサプライチェーン・ファイナンスの市場整備、長期金融を深化させる資本市場の拡充、投資家ベースを飛躍的に拡大する可能性を持つモバイル金融の促進、イノベーションに対する資金供給を強化するための官民連携による対応、などがあげられる。
5. 今後、アジア諸国が「中所得国の罠」に陥らず、高所得国に転換していくことは、自国の経済成長や貧困削減の実現を意味するだけでなく、世界経済の成長軌道の維持にもつながる。アジアの金融部門を整備することは、この目的を達成するために極めて重要な課題である。日本政府は、金融部門整備や新産業育成等に関し、アジア諸国に対する協力を一段と強化すべきであろう。

## 目次

### はじめに

#### 1. 金融資本市場の機能と途上国における拡大・効率化の意義

- (1) 金融部門の発展と経済成長
- (2) 金融部門の発展と金融安定
- (3) 金融部門の発展と貧困削減

#### 2. アジアの金融資本市場に求められる機能整備

- (1) 効率的な金融仲介機能
- (2) 長期金融手段の拡充
- (3) 金融包摂の促進と金融安定の維持
- (4) 域内金融統合の促進

#### 3. アジア諸国の経済成長に生じた変化と金融サービス

- (1) 経済成長をもたらす多様な金融サービス
- (2) 第2次大戦後の高度成長の要因
- (3) 「中所得国の罠」(middle-income trap)
- (4) 潜在成長率や生産性の低下
- (5) 生産性の向上を実現するための課題と金融部門の役割
- (6) アジア諸国に求められる経済構造改革

#### 4. 中小企業金融の課題

- (1) 中小企業の現状
- (2) 中小企業金融の現状
- (3) 信用リスク対策
- (4) グローバル・バリュー・チェーンへの参加の支援
- (5) 資本市場やモバイル金融の活用
- (6) イノベーションの促進

### おわりに

### はじめに

アジアでは実体経済の発展に比較して金融部門の整備が遅れており、現在も多くの課題が残されている。97年の通貨危機に際しては、非効率な金融部門に海外から資金が急激に流入したことが危機の大きな原因の一つとなった。その後、アジアの金融部門は全面的な再編と改革により改善し、途上国の中では相対的に優れた水準となったが、依然として、先進国と肩を並べるようなレベルにはなっていない。

一方、近年、アジア諸国の経済成長が全般的に減速しており、これに対処するためにマクロ経済政策に加えて構造改革が重要であるという主張が増えている。例えば、ADB [2016] では、世界金融危機後のアジアにおける潜在成長率の低下に関する議論が行われている。こうした中、経済成長を支える金融部門の役割を強化する必要性が増していると考えられる。

そこで、本稿の前半では、アジア諸国の経済構造改革を実現するために必要となる金融部門の機能整備について包括的に考察する。後半では、そのための重要な課題の中から中小企業金融を選び、詳細に論じる。中小企業や新規設立企業に対する資金供給を拡大することは、イノベーションの強化や生産性の向上につながるとともに、金融包摂を促進し、包摂的な成長を支援する意味を持っている。

本稿の構成は以下の通りである。1. では、途上国の経済成長・金融安定・貧困削減に金融部門の発展が果たす役割について、一般的に述べる。2. では、アジアの金融部門において、効率的な金融仲介機能の整備、長期金融手段の拡充、金融包摂の促進、金融安定の維持、域内金融統合の促進、などが重要な課題であることを確認する。3. では、近年、アメリカの金融政策の転換や中国経済の減速など、アジアの経済成長を抑制する要因が増加するとともに、アジア諸国の潜在成長率や生産性上昇率の低下がみられることを指摘した上で、生産性を向上させて高所得国への転換を図るには構造改革が不可欠であり、そのためには金融部門の整備が重要な課題であること、特に、インフラ・ファイナンスや中小企業金融などの金融サービスの拡充が求められることを述べる。4. では、これらの課題の中から、中小企業金融に焦点を当てる。中小企業が直面する信用へのアクセスの制約を緩和し、グローバル・バリュー・チェーンへの参加やイノベーションの活発化を促すべきであることを説明する。

アジア諸国が「中所得国の罠」に陥ることを回避して高所得国に転換することは、世界経済の成長を維持する上でも非常に重要な課題である。これを実現するためには、アジアの金融部門整備を強化することが不可欠と考えられる。

## 1. 金融資本市場の機能と途上国における拡大・効率化の意義

### (1) 金融部門の発展と経済成長

はじめに、途上国において金融部門が果たす役割について考える（注1）。金融部門の発展と深化（financial sector development and deepening）は、途上国にとって大きな意味を持つ。金融部門は、貯蓄を動員し、財・サービスの取引・決済を支え、資源の効率的な配分を遂行することにより、経済成長や貧困削減を支援する役割を担っている。貧困削減は、直接的には金融へのアクセスが拡大することにより、また、間接的には経済成長が促進されることによりもたらされる。このため、金融部門の整備は、途上国に対する経済開発支援の一つの柱となっている。例えば、アジア開発銀行の長期戦略であるStrategy 2020においても、金融部門の整備が重要な目標の一つに掲げられている。

金融部門の発展が経済成長を促すことは自明ではなく、経済学において多くの議論が行われてきた。20世紀半ば以降の議論の中では、「金融部門は実体経済（企業）の成長を追いかけるに過ぎない」（注2）という否定的な意見もあれば、逆に、「金融市場が経済成長に貢献することは自明であり、真剣に議論するような問題ではない」（注3）という意見

もみられた。

時代が経過し、議論が積み重なるにつれ、両者の関係に肯定的な議論が大勢を占めるようになってきている。例えば、内生的成長理論では、金融部門の拡大が資本蓄積・貯蓄・技術革新などに対して正の効果をもたらすことが主張されている。また、90年代以降、多くの研究者により多様な実証分析が行われ、機能的に優れた金融市場を擁する国がより速く成長出来ること、金融部門の発展が企業や産業の成長を妨げる外部金融の制約を緩和すること、などが明らかにされた。

金融部門は、取引コストや情報コストを引き下げることにより経済成長を促進すると考えられる。金融部門が果たす機能は、第1に、規模の経済を実現することである。多くの個人から資金を集めることで巨大なプロジェクトに投資することが可能になるとともに、取引コストの低下がもたらされる。また、規模の拡大に伴ってリスク分散が可能となり、相対的にリスクの高いプロジェクトへの投資を選択することが出来るようになる。

第2に、専門性を向上させることである。金融部門においては情報生産（専門的な情報収集）が行われ、情報コストが低下するとともに、効率的な（より生産的なプロジェクトへの）資金配分が実現し、経済成長が促進される。投資結果の監視（ガバナンス）も、良質な金融仲介の拡大を促進する。また、流動性リスクの管理が適切に行われ、長期融資や

流動性の低い資産への投資が可能になることも、経済成長に資することになる。

第3に、これらの機能に加えて決済システムを提供し、財・サービスの取引を促進することである。これにより、専門化・技術革新・経済成長などが促される。生産性の向上が金融資本市場の一層の発展につながり、経済成長と金融部門の発展が相乗的に進むことになる。

ただし、金融部門の拡大が経済成長に与える限界的な効果は、拡大の持続に伴って次第に小さくなり、やがてマイナスになるとされる（注4）。すなわち、ある程度以上の拡大は経済成長に対して逆効果になるということである。その理由は不明であるが、可能性としてあげられているのは、金融部門の拡大に伴って、①景気変動（booms and busts）が頻繁になること、②人的資源が金融部門に集中して生産的部門に向かわなくなること、③資金配分の効率性の維持が難しくなること、④生産性の向上や経済成長の促進に対する貢献度が相対的に低い家計部門への信用が拡大すること、などである。

この点には十分注意する必要があるが、Estrada [2015] は、アジアの途上国は限界的な効果がプラスからマイナスとなる転換点よりもかなり前の段階にあり、これらの国において金融部門の拡大が経済成長にもたらす効果は依然としてプラスであると述べている。

なお、金融部門の発展を規模の拡大によっ

て測ることに限界があることにも留意しなければならない。政策的な観点からは、規模の拡大に加えて質の改善、すなわち資金配分の効率化を目指すべきである。また、経済発展段階に応じて目指すべき政策が異なってくることで、すなわち、低所得国では銀行部門の整備が重要な役割を果たす一方、所得水準の向上に伴って資本市場の役割が大きくなることにも注意が必要である（注5）。

## (2) 金融部門の発展と金融安定

優れた機能を持つ金融資本市場は経済成長を促進すると考えられるが、金融部門の発展が新たなリスクを伴うことも否定出来ない。金融部門の発展は様々なリスクを減少させ、マクロ経済の安定をもたらす側面がある一方、投機やバブルがボラティリティや金融危機のリスクを高める。また、銀行の活動に伴う情報の非対称性や期間転換（預金などの負債の期間よりも融資などの資産の期間の方が長くなること）などの要素は、本質的に取り付けを引き起こす危険性をはらむ。さらに、リーマンショックのようなケースでは、金融技術革新に規制監督体制が追いつかないことによって危機が発生している。

経済成長と金融安定を両立させるには、金融自由化を実施するとともに規制監督やガバナンスなどの制度的側面に配慮することが不可欠であり、金融部門の脆弱性を改善する改革を継続的に行う必要がある。万一、金融安

定が失われ、97年のアジア通貨危機のような事態が発生すれば、経済成長に深刻な影響が及ぶことになる。

## (3) 金融部門の発展と貧困削減

前述の通り、金融部門の発展が貧困削減をもたらす経路は2つある。第1に、経済成長を通じた間接的なチャンネルである。もちろん、経済成長が必ず貧困削減につながるわけではない。この議論には深入りしないが、一般的に一人当たり所得の高い国では貧困が少ないことが指摘されており、一般論としては経済成長が貧困削減をもたらすと考えられる。

第2に、金融サービスへのアクセスの拡大を通じた直接的なチャンネルである。貧困者が受けている信用へのアクセスの制約は、特に強い。金融部門の発展による貧困者の信用制約の緩和は、資源配分の改善、経済成長率の上昇、所得格差の縮小、貧困削減などにつながる可能性が高い。途上国の中小・零細企業（零細企業の多くはインフォーマル・セクターに属する）に関しても、貧困者の場合と同様のことがいえよう。

金融サービスへのアクセスの拡大は、いわゆる金融包摂（financial inclusion）の問題である。金融部門の拡大は、無条件にアクセスの拡大をもたらすわけではない。貧困者についてみると、金融発展の初期段階においては、政治的に有力な富裕層が優先的なアクセスを得やすいという問題がある。また、中小企業

に関しては、借入額が大企業に比較して小さく、担保を保有していない場合も多いなど、貸す側からみて非効率的である上に信用リスクも高いため、信用制約は大企業に比較して強くなりやすい。

こうした事情から、中小企業に対する融資の促進は、多くの国で政策課題とされている。ただし、中小企業の成長を阻害する要因は多様であり、融資を促進するだけでは不十分である。したがって、中小企業に対する支援は、技術や市場に関する情報提供サービス、職業訓練、技術支援、大企業との関係構築の支援など、多岐にわたることになる。中小企業金融に関しては、第4節で詳しく述べる。

- (注1) 以下は、Zhuang et al. [2009] に依拠している。  
 (注2) Robinson, J. [1952] "The Generalization of the General Theory." In *The Rate of Interest and Other Essays*. London: MacMillan.  
 (注3) Miller, M. [1988] "Financial Markets and Economic Growth." *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (5):8-15.  
 (注4) 以下は、Sahay et al. [2015] を参考とした。  
 (注5) 所得水準と求められる金融部門整備の関係については、Chopra [2015]、11ページを参照。

## 2. アジアの金融資本市場に求められる機能整備

### (1) 効率的な金融仲介機能

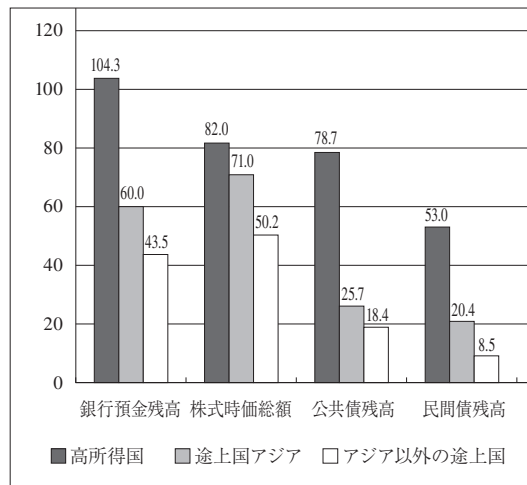
次に、アジア諸国の金融部門の整備について述べる。「はじめに」で述べた通り、アジアでは実体経済の目覚ましい発展に比較して金融部門の整備が遅れている。金融部門の規

模（対GDP比率）は、途上国の中では相対的に大きいですが、高所得国に比較すればかなり小さい（図表1）。

それにもかかわらずアジア諸国が高成長を実現してきたことを考えると、「経済成長を実現するために効率的な金融部門は必ずしも必要ではない」と主張することも可能かもしれない。しかし、金融部門が多様なメリットを有することは前述の通りであり、むしろ「金融部門の整備が進んでいればさらに高い成長を達成出来たはずである」と考えるべきであろう。また、今後、アジアが高成長を維持するために、金融部門の整備は不可欠である。

そこで、2. の以下の部分では、アジア諸国の経済成長に貢献する金融部門の機能整備のあり方について考える（注6）。

図表1 世界の金融構造(2011年末、対GDP比率)  
(%)



(資料) ADB [2015a], p.49

まず重要なのは、効率的な金融仲介機能である。アジアでは、過去数十年間にわたり、高水準の投資に基づく資本蓄積が経済成長のけん引役となってきた。投資は、インフラへの投資などにみられるように、多様な形で生産性の向上にもつながる。

したがって、アジアの経済成長を促進する金融部門の基本的な役割は、投資を拡大し、生産性を上昇させるために、企業や産業に資金を仲介することにある。効率的な金融部門は、豊富な資金を低コストで供給出来る。効率性を端的に示すのは、預金金利と貸出金利の спреッド（利ざや）である。 спреッドが小さいほど信用は拡大し、また、低金利で供給されることになる。特に、CLM諸国（カンボジア・ラオス・ミャンマー）、中央アジア諸国、太平洋地域諸国などの相対的な低所得国において、効率性改善の余地が大きい。

さらに、資金配分を効率化すること（生産的な分野に優先的に資金を供給すること）も、非常に重要な課題である。中国など一部の国では、国有銀行または民間銀行が国有企業に多くの資金を供給している。国有企業は一般的にみれば収益志向に乏しく、非効率的である場合が多い。したがって、本来は効率的な民間企業に供給されるはずの資金が国有企業に供給されれば、経済全体の生産性が低下することになる。逆に、こうした状況を改善すれば、生産性の上昇がもたらされることになろう。製造業部門における資本と労働の再配

分により、全要素生産性（TFP）が中国では30～50%、インドでは40～60%改善するとした研究もある（注7）。

効率的な金融仲介を拡大するには、銀行部門を一層整備することが求められる。アジアでは、中所得国において資本市場の急速な発展がみられるものの、総じて銀行中心の金融システムであることに大きな変化はない。そもそも、資本市場が銀行の機能をすべて代替することは出来ないため、銀行が優れた機能を持つことは不可欠である。特に、低所得国においては資本市場が未発達であり、銀行部門を整備することは極めて重要である。

アジア諸国や南米諸国を対象とした分析では、銀行資産（または銀行融資）の対GDP比率が高いほど投資の対GDP比率が高く、経済成長率も高いという結果が出ている（注8）。この関係は南米よりもアジアにおいてより強くなっており、アジアにおいて銀行部門整備の必要性が高いことが示されている。

## (2) 長期金融手段の拡充

次に、アジアでは生産性向上のためにインフラ整備やイノベーションの強化に関連した投資を拡大することが求められており、これらをファイナンスする長期金融手段の整備が欠かせない。

従来、アジア諸国は資本蓄積を主なけん引役として高成長を実現してきたが、今後も高成長を維持するためには、生産性の伸びを高

めることが重要性を増してきている。そのため求められる政策は多様であり、インフラ整備、人材育成、貿易自由化、競争・起業・イノベーションを促進する経済制度などが含まれる。

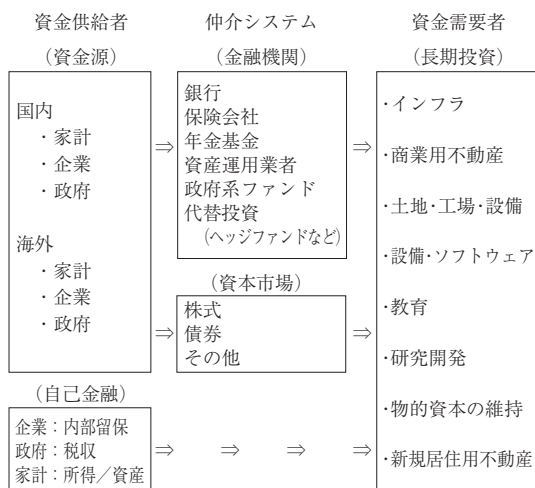
加えて、金融部門の整備が重要となる。生産性を高めるためには、インフラ・工場・商業ビル・病院・住宅などの有形資産への投資に加えて、イノベーションの促進や競争力の向上につながる教育・研究開発などへの投資を行わなければならない。これらの投資を賄う長期金融手段を拡充するために、長期投資を行う投資家の育成や債券・株式などの長期金融商品の整備が必要となる（図表2）。

Group of Thirty（国際的な問題を議論するハイレベルのフォーラム）の分析によれば、

途上国の銀行融資の平均期間は2.8年にとどまる一方、投資適格社債の平均発行期間は6.0年となっている（図表3）。アジアでも長期金融手段を拡充するために債券市場の整備や機関投資家の育成が試みられているが、社債の発行体はインフラ関連企業や金融機関などに概ね限定され、銀行中心の金融構造に基本的な変化は生じていない。また、株式市場や証券化取引も十分に発展しているとはいえない。資本市場がなかなか発達しない一因として、機関投資家が国債や預金などの低リスク商品に運用資金の多くを振り向けていることがある。

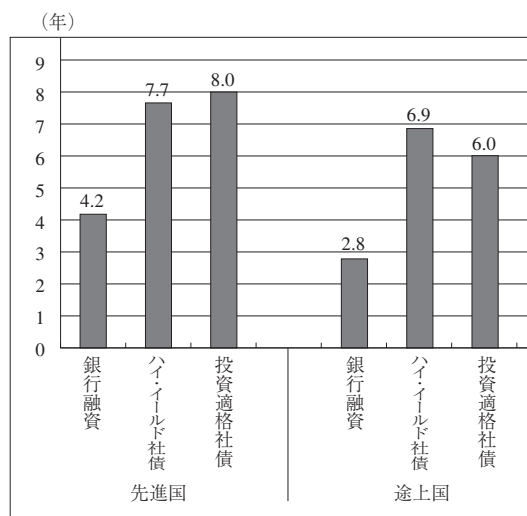
長期金融の枠組み強化のための対策としては、以下があげられる。①機関投資家に対して長期運用を妨げるような運用規制が課され

図表2 長期投資に対する資金供給の枠組み



(資料) ADB [2015a], p.63

図表3 金融商品の平均期間



(資料) Group of Thirty [2013] "Long-term Finance and Economic Growth," p.31



ている場合には、これを改めること。②流動性のある社債市場の整備・拡大に努め、資本コストを低下させること。③強制貯蓄制度の導入などにより、機関投資家の拡大に努力すること。④海外投資家の資金をリスクに十分配慮しつつ活用すること。

とりわけ、債券市場の発展に向けた一層の努力が肝要である。アジアの債券市場整備は97年の通貨危機の主因とされたダブル・ミスマッチ（通貨と期間のミスマッチ）を軽減するために開始されたものであり、市場の拡大は金融安定の確保に役立ってきた。

また、2000年以降の国内債券市場の発展はアジアに限られたものではなく、グローバルな金融構造にみられた大きな変化であった。南米では、債券発行に占める外貨建て債の割合が2001年の50%強から2011年には約25%に低下した。アジアでも、2000年の10%から2013年には4%となった（注9）。

現在も、国内債券市場の発展がダブル・ミスマッチの軽減に貢献していることに変わりはない。今後は、これに加えて経済成長を促進するために債券市場を活用することがますます重要となろう。

なお、アジア諸国の経済・金融の発展度は多様であり、経済成長を促進するための金融部門整備においても国ごとに異なる処方箋が必要となる。相対的な低所得国においては債券・株式市場が発達していないため、銀行部門の効率化（預貸金利スプレッドの縮小や資

金配分の効率化）、金融包摂の促進、銀行規制監督の強化などを内容とする銀行改革に重点を置くことになる。一方、中所得以上の国では、債券・株式市場の拡大や流動性の改善、機関投資家の育成などを図ることが求められる。

### (3) 金融包摂の促進と金融安定の維持

金融包摂の促進や金融安定の維持については1. で触れたが、これらはアジアにおいても不可欠である。

前述の通り、金融包摂を促進するためには、金融部門の拡大に加えて様々な工夫が必要とされる。アジアの途上国の場合、他の地域の途上国に比較して金融部門は相対的に発展しているものの、家計や企業の金融包摂の状況は他の地域並みとなっている（図表4）。金融包摂の改善は、アジアにとって大きな課題である。

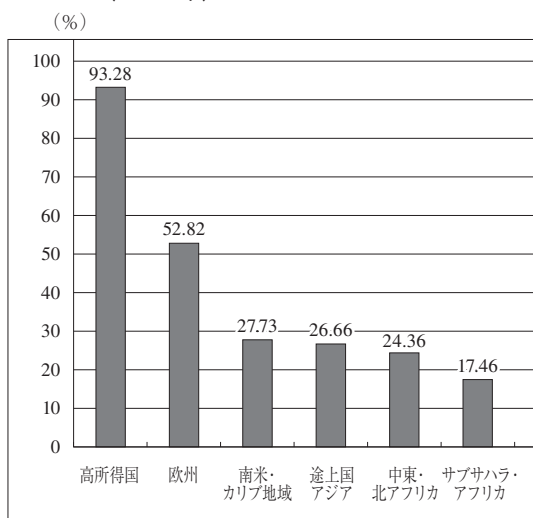
次に、金融安定の維持についてみる。途上国は経済成長を促進するために金融部門を整備する一方で金融安定にも配慮しなければならず、金融当局は多くの課題を抱えている。銀行部門に関しても、健全性を維持しつつ資金需要に応えなければならない。

現在、アジアの銀行はバーゼル3導入の途上にある（注10）。バーゼル3は自己資本比率、ストレステスト、市場流動性などに関する規制の基準であり、2019年3月までに導入することが求められている。その導入は銀行のバ

ランスシートを強化し、ショックに対する脆弱性を改善するとともに、規制基準の調和にも資することが期待される。

一方、より厳格な規制基準は金融仲介のコストを高め、銀行信用を縮小させる懸念がある。これにより、中所得以上の国においては、

図表4 公式の金融機関に口座を持つ成人の割合 (2011年)



(資料) ADB [2015a], p.71

銀行信用に代わって債券発行が増加する可能性がある。また、中小企業に対する資金供給が減少する懸念もある。

低所得国では、影響がさらに深刻化することも考えられる。流動性規制の強化によって銀行の中長期融資が減少した場合、機関投資家による長期投資がこれを代替する必要があるが、低所得国では銀行以外の金融システムは未成熟である。こうした状況では、機関投資家の育成に努力するとともに、銀行部門に対し、融資の縮小ではなく自己資本の増強に向かわせる政策が求められよう。

97年の通貨危機以降、金融安定を回復・維持するために多岐にわたる対策が講じられた結果、その後、アジアにおいて同レベルの金融危機は発生していない(注11)。今後も、この状況を維持する必要がある。

さらに、リーマンショック以降、アジアに対する海外からの資本流入が加速し、各国で対外的・金融的脆弱性が増している(図表5)。

図表5 各部門に対する信用残高の推移 (対GDP比率)

(%)

	インドネシア			マレーシア			シンガポール			タイ		
	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業
2007年	32.8	11.6	14.7	39.0	52.3	58.2	86.3	38.9	58.3	22.6	44.6	46.1
2008年	30.9	11.8	15.6	38.6	49.5	58.5	93.8	42.0	69.1	22.0	45.1	47.3
2009年	26.8	12.2	13.6	49.4	58.8	64.7	104.2	45.7	66.2	26.8	50.5	45.1
2010年	24.5	13.6	13.4	49.6	59.6	60.4	99.6	47.0	58.5	27.8	52.5	42.9
2011年	23.1	15.2	14.9	50.0	60.6	61.3	102.2	51.8	61.7	27.3	58.7	47.5
2012年	22.9	16.4	18.2	51.7	63.7	60.4	106.3	57.0	67.0	28.5	62.8	46.5
2013年	24.9	17.1	21.8	53.0	68.1	62.4	103.2	59.5	77.1	29.7	66.4	50.6
2014年	24.7	17.1	22.7	52.7	68.9	64.1	99.3	60.6	82.3	30.1	69.4	51.2
2015年	26.9	16.8	22.9	54.5	71.0	67.7	104.7	60.3	82.4	32.6	71.6	51.9

(注) フィリピンは当該統計を提供していない。銀行資産の対GDP比率から類推すれば、インドネシアのレベルに比較的近いと考えられる。

(資料) BIS, *Credit to the non-financial sector*

アジア諸国には、外的ショックに対する抵抗力を高める政策を継続していくことが求められる。具体的には、①資本フローの変動に対してマクロ経済政策（金融政策、財政政策、為替政策）を適切に運営すること、②金融的脆弱性を改善するため、マクロプルーデンシャル政策や資本取引規制を活用して国内外からの信用の過度な拡大を抑制すること、③国内金融部門の整備に注力すること、④緊急時の流動性供給体制の構築などの域内金融協力を強化すること、があげられる。

マクロプルーデンシャル政策は、個別の銀行が内包するリスクよりも金融システム全体のシステムミック・リスクに注目し、実体経済への影響の回避を目指して行うものである。主な内容としては、融資を抑制するための規制、流動性を適切に確保するための規制、自己資本や引当金に関する規制、などが含まれる。アジアでは他地域に先んじてこれらの政策が導入されており、ある程度有効に機能してきたことが実証されている（注12）。

#### (4) 域内金融統合の促進

ここまでみたように、アジアにおける金融部門整備の目的は、経済成長、貧困削減、金融安定などの実現にある。そのためには、上記の諸点に加えて、域内経済・金融の統合促進が有効である。2015年末にASEAN経済共同体（AEC）が創設され、それに伴ってASEAN金融統合が進められている。

域内金融統合の目的は、域外からの資本フローに対する依存度を低下させるとともに、域内における金融サービスの強化を通じて域内内需の促進を支援することにある。すなわち、域内金融統合の進展は金融安定や経済成長に結びつくと考えられる。

域内内需の促進が可能となるのは、域内金融統合の進捗によって以下のような形で金融システムの機能が強化され、実体経済に対する金融サービスの供給力が増すためである。第1に、対外開放によって競争が促進され、域内の金融資本市場や金融機関が強化される。その結果、個人や企業の金融制約が緩和する。また、金融ノウハウの移転により、新たな金融商品の開発、コーポレート・ガバナンスの改善、情報開示の向上、市場価格のボラティリティの低下などが期待される。第2に、域内の個人や企業が新たな金融サービスを受けられるようになる。第3に、域内の資金配分の効率性が改善する。第4に、市場統合が進めば規模の経済を得ることが出来、新たな投資を招き入れるとともに資金調達コストを引き下げることが可能となる。市場流動性も大いに改善する。

ただし、域内諸国間の金融発展度の格差が大きい状況では、相対的な弱者が競争による悪影響を一方的に受けることになるため、以上のシナリオはうまく機能しない。したがって、相対的な後発国の金融部門整備や、金融関連の法規制・市場インフラの調和・相互承

認に向けた努力など、多角的な取り組みを同時進行させることにより、各国金融部門の水準を引き上げつつ、緩やかに資本取引の自由化を行って域内金融統合を進めることが望ましい。

- (注6) 以下の説明は、ADB [2015a] を参考としている。
- (注7) Hsieh, C. and P. Klenow [2009] "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India," *The Quarterly Journal of Economics* 124(4).
- (注8) ADB [2015]、60ページ。
- (注9) ただし、フィリピンやインドネシアでは外貨建て比率が依然高い。
- (注10) バーゼル1は1988年に合意され、2004年にバーゼル2に更新されている。
- (注11) 以下、詳しくは清水 [2016a] を参照。
- (注12) ADB [2015a]、85ページ。

### 3. アジア諸国の経済成長に生じた変化と金融サービス

#### (1) 経済成長をもたらす多様な金融サービス

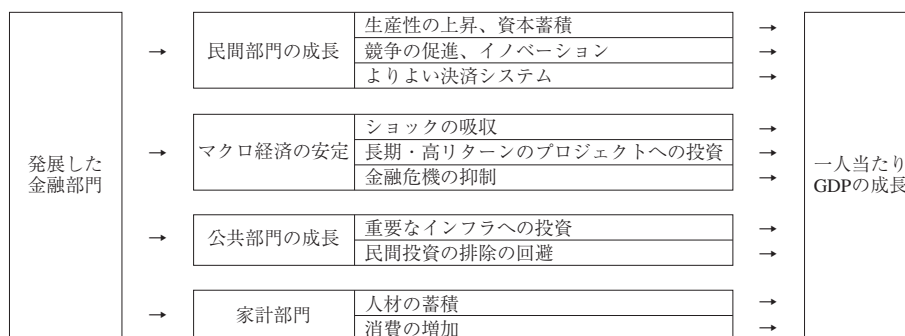
2. ではアジアの金融資本市場の機能に焦

点を当てたが、以下ではアジアにおける経済成長・発展のあり方とそのため求められる金融サービスについて述べる。

金融部門の発展と経済成長の関係は、図表6のように整理される(注13)。ここでは、経済成長がもたらされる経路を、民間部門(企業部門)、公共部門、家計部門に分けている。これによれば、民間部門の活動に加え、公共部門によるインフラ投資、家計部門による人材蓄積や消費の増加などが一人当たりGDPの増加をもたらす。

金融部門が発展すれば、政府は大規模で流動性のある債券市場で資金を調達してインフラ投資を行い、民間部門の投資環境を整備することが可能となる。また、家計部門は、リスクと収益のバランスのとれた(相対的に高収益低リスクの)貯蓄や借入れを行うことが出来る。そのことが、消費の拡大や教育関連支出の増加につながる。後者は雇用の増加

図表6 金融部門の発展と一人当たりGDPの成長



(資料) Zhuang et al. [2009], p.5

図表7 経済成長のために必要とされる金融サービス

<b>1. 社会全体に対するサービス</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフラ・ファイナンス…企業の投資環境整備、生活の高度化、都市化、防災、環境問題など、多様な問題への対応</li> <li>・多様な決済システムの提供</li> </ul>
<b>2. 企業部門に対するサービス</b>
<p>(目的別)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・設備投資、イノベーションなどに対する金融</li> <li>・貿易金融</li> <li>・産業構造変化（または産業政策）の支援</li> </ul> <p>(相手別)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・大企業金融</li> <li>・中小・新規設立企業への金融</li> <li>・マイクロ・ファイナンス</li> </ul>
<b>3. 家計部門に対するサービス</b>
<p>(目的別)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・教育投資に対する金融</li> <li>・高齢化対応…年金、生命保険、投資信託などの貯蓄手段の整備</li> <li>・個人の銀行取引の拡大（金融包摂）…消費者保護、金融教育なども関連</li> </ul> <p>(相手別)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・富裕層に対するサービス…プライベート・バンキング</li> <li>・中間層に対するサービス…リテール金融（→証券化取引）、貯蓄商品</li> </ul>

(資料) 日本総合研究所作成

や生産性の向上に結びつき、経済成長を促進する。

この枠組みを前提とし、アジア経済の現状も踏まえて考えれば、経済成長や貧困削減のために必要とされる金融サービスは図表7のようにまとめられよう。金融サービスは、企業部門の活動に対するサービス、家計部門の消費者ならびに労働者としての活動に対するサービス、その他のサービスに分けられる。企業・家計部門に対するサービスは、それぞれ目的別、相手別に考えることが出来る。

アジア経済の現状に関して特徴的なことは、第1に、後述の通り、生産性の向上が強く求められるようになってきていることである。そのため、産業構造の変化やイノベーションを促進する金融、インフラ・ファイナンスなどの役割が重要となっている。

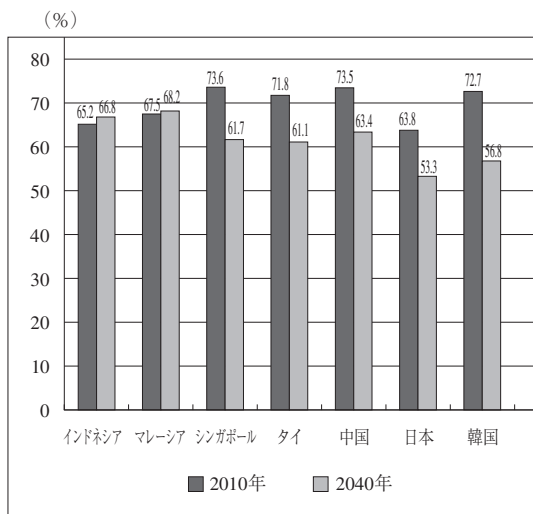
第2に、生産性の向上が求められる理由の一つでもあるが、一部の国で高齢化が急速に進んでいることである。日本を含むアジア諸国は、70年代以降、人口ボーナスの恩恵を受けて持続的な経済成長を実現してきた。人口ボーナスとは、人口構成・出生率・死亡率の変動に伴い、生産年齢（15～64歳）の人口比率が上昇することを意味する。

出生率の低下を主因として、ASEAN+ 6 諸国の生産年齢人口比率は2015年以降低下している（低下に向かう時点は、日本：2000年、中国：2015年、その他アジア：2020年、インド：2045年）。また、生産年齢人口は、2035年以降、減少に向かう見通しである。

これに関連し、アジアの高齢者比率は2010年に7%となり、2035年には14%に達する見込みである。7%（高齢化社会）になってから14%（高齢社会）に達するまでの期間は、短くなる傾向にある。

高齢化の問題は、日本・中国・韓国・シンガポール・タイなどで特に深刻となっている（図表8）。その対策は金融面でも求められており、年金・生命保険・投資信託などの貯蓄手段を整備することが特に重要と考えられる。

図表8 生産年齢人口比率の変化



(資料) IMF [2015]

2. からここまで述べてきたことに関連し、IMFのラガルド専務理事は、アジアの金融部門が安定を維持しつつ次の段階の経済発展を支援していくための課題として、Innovation、Integration、Infrastructure、Inclusion、の4つのIをあげている(注14)。ここでのイノベーションは金融サービスの高度化の意味で用いられており、具体例として消費者への多様な融資や保険・年金商品の提供、新設企業に対するリスク資本の供給などをあげた上で、そのために債券・株式市場の整備や機関投資家の拡大が求められるとしている。また、インクルージョンに関しては、特に女性が金融サービスにアクセス出来ることの意義を強調している。さらに、4つのIと並列ではないが、第5のIとしてイスラム金融があげられ

ている。

なお、本稿では詳しく述べないが、多様な金融サービスを提供出来る効率的な金融部門を構築するために、金融資本市場に対する信認の基礎となる法規制や市場インフラの整備が前提となることはいうまでもない。

## (2) 第2次大戦後の高度成長の要因

次に、アジア経済の構造変化と金融部門の関係についてさらに考える。アジア諸国は第2次大戦後に相次いで高度成長を実現し、これは「東アジアの奇跡」と呼ばれた。その要因としては、まず、冷戦下でのアメリカによる政治的支援や、それを反映したアメリカ向け輸出の増加があげられる。

一方、アジア側の要因としてあげられるのは、第1に、輸出の促進を核とする成長戦略や健全なマクロ経済政策が実施されたことである。効果的な政治のリーダーシップやガバナンス体制の下、経済が安定するとともに財政赤字が抑制され、消費者物価上昇率は他地域の途上国に比べれば低水準で推移した。また、対外競争力を維持するため、自国通貨の対ドルレート安定化政策(「事実上のドル・ペッグ政策」)がとられた。97年の通貨危機以降も、対ドルレート重視政策は基本的に変更されていない。これらの政策により、各国において輸出が経済成長の原動力となってきた。輸出の主な担い手は、多くの場合、直接投資により進出した外資系企業である。

第2に、貯蓄率が高く、多くの資本・労働・金融資源を投入出来たことである。インフラ投資やその他の建設投資を中心に、各国で高い投資率（30～40%以上）が維持された。また、人口が多いことや人口構成が若いことが低コストでの労働力供給を可能とし、工業化を支援した。

これらのことから、東アジアの経済成長は資本蓄積や労働力人口の増加をけん引役とする「要素投入型」であったとされる。これに間違いはないが、その一方で、教育水準の向上、人材育成、新技術の導入などによる労働生産性の向上が成長を促したことに留意すべきであろう。

### (3) 「中所得国の罠」(middle-income trap)

「中所得国の罠」は、2007年に世界銀行によって提起された問題である。これは、中所得国が一人当たりGDPを増加させて高所得国に転換することが非常に難しいことを意味している（注15）。中南米・中東地域で高所得国となった国は少ない。また、60年に中所得国であった101カ国のうち、2008年時点で高所得国になっていたのは13カ国のみであった。

「中所得国の罠」は、賃金の低い貧困国と先端技術を有する先進国の間で板挟みとなった状態と考えられる。高所得国となるには、規模の経済を実現するとともに、専門的リーダーシップをとれるような分野への特化を進

める必要がある。

末廣[2014]によれば、「中所得国の罠」とは、「安価な労働と低コストの資本の追加的な投入によって成長を実現する路線の行き詰まり」、すなわち要素投入型成長の限界を示すものである。その引き金となるのは、生産性の上昇を上回る賃金の上昇と、投資効率（資本の1単位の追加投入が生み出す生産量の増加分）の傾向的低下である。

このことから、労働力の質の向上（熟練・技術知識の増加）や技術革新によって労働生産性が伸びない限り、その国の成長率は鈍化する。近年、アジアにおいて「中所得国の罠」の問題が注目されるようになったのは、賃金上昇が加速しているためである（注16）。中国のみならず、タイやベトナムなどのASEAN諸国でもこの問題が顕著になっている。

一方、90～2005年のアジアの労働生産性の上昇率は年平均3.87%であり、南米は1.35%、アメリカは1.80%、日本は1.41%であった。しかし、問題は、第1に、90～95年と2000～2010年で比較した場合、大半のアジア諸国で労働生産性の伸びが低下したことである。第2に、労働生産性の絶対水準を2010年時点で比較すると、マレーシアはアメリカの38%、タイは16%、中国は13%、インドは9%に過ぎないことである。

さらに、リーマンショック以降、世界的に経済成長が減速しており、アジア諸国も例外

ではないことから、労働生産性を引き上げて潜在成長率を高めることが不可欠であるという議論が高まっている。

#### (4) 潜在成長率や生産性の低下

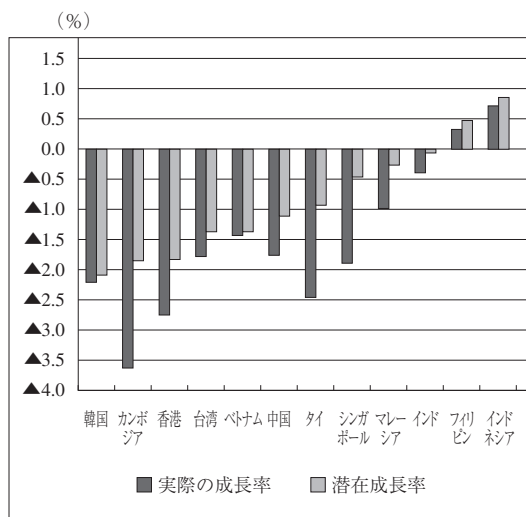
ADB [2016] は、アジア諸国の潜在成長率の低下について論じている。潜在成長率とは、中期的に達成しうる成長率を意味する。実際の成長率は、短期的に乖離することはあっても、長期的には潜在成長率に近づく。したがって、アジア諸国の長期にわたる高成長は、潜在成長率の高さによるものであったと考えられる。

実際、80～90年代のアジア諸国の潜在成長率は高かったが、リーマンショック以降は概ね低下傾向にあり、2000年と2014年で比較すると、多くの国で2014年の方が低い（注17）。年平均成長率を2000～2007年と2008～2014年で比較した場合、後者の方が高いのはフィリピンとインドネシアのみとなっている（図表9）。

潜在成長率は、労働力の伸び率と（潜在的な）労働生産性の伸び率から構成される。したがって、これらに影響を与える要因が潜在成長率の水準を決定することになる。

ADB [2016] は、潜在成長率の低下を議論する動機として3点をあげている。第1に、今後、分析対象となったアジア諸国のほとんどで生産年齢人口の伸びが低下し、潜在成長率がさらに低下すると考えられることである。

図表9 成長率・潜在成長率の変化（2000～2007年の平均と2008～2014年の平均の比較）



（資料）ADB [2016], p.52

第2に、先進国との技術水準のギャップが縮小していることである。経済発展の結果、既存の技術を取り入れることで成長出来るいわゆる「後発の利益」を享受出来る余地が縮小し、別の方法で潜在成長率を引き上げることが求められている。

第3に、中国において賃金の上昇、高齢化の進行、投資から消費への成長のけん引役の交代などがみられ、潜在成長率が低下していることである。これが中国と経済的に密接な関係にある周辺諸国に波及することが懸念される。

潜在成長率を引き上げるには、労働力を増やすか、労働生産性の伸びを引き上げるかのどちらかが必要である。そのために実施すべ



き政策は、①高齢化の進展に伴う労働供給の減少を抑制する政策（女性や高齢者の雇用、移民の受け入れなど）、②マクロ経済の安定化により潜在成長率の引き上げを図る政策（需要側の政策）、③産業構造の変化に関する阻害要因を軽減して労働生産性の引き上げを図る政策（供給側の政策）、に分けられる。

労働供給は人口動態によって決定される部分が大きいため、この中では供給側の政策に最も期待がかけられる。その内容としては、例えば図表10に示された企業活動の阻害要因を軽減し、資本や労働の配分を効率化することが考えられる。「中所得国の罠」に陥ることを回避し、高所得国に転換するためには、継続的な労働生産性の向上を実現することが不可欠である。

図表10 さまざまな制度的障害を深刻とみなす企業の割合

	(%)	
	世界	アジア
電力供給	38.7	35.3
財の輸送	17.1	13.8
税関・貿易規制	11.4	13.3
インフォーマルな競争者	24.4	17.4
土地へのアクセス	17.0	19.2
盗難等の犯罪	16.5	9.6
税率	31.5	24.2
徴税管理	20.8	15.3
ビジネス・ライセンスや許可	14.6	11.1
政治的不安定	30.2	26.6
汚職	36.5	25.6
訴訟	12.2	10.8
信用へのアクセス	24.9	19.8
労働者に対する規制	12.8	8.1
労働者の教育不足	19.9	16.7

(注) 回答企業数は21,539社、うちアジアは10,593社。

(資料) ADB [2016], p.68

(原典) World Bank Enterprise Survey

OECD [2016]においても、近年、アジア諸国の全要素生産性や労働生産性が90年代半ばに比較して低下したことが述べられている(注18)。また、人口増加率が90年の1.7%から2013年には0.9%に低下したことや、若年人口が減少したことも指摘されている。

さらに、アジア経済の課題として、アメリカの金融政策の転換や中国経済の減速に対処すること、生産性の上昇を達成することに加えて、域内経済統合の進展による利益を着実に実現させることがあげられている(注19)。

## (5) 生産性の向上を実現するための課題と金融部門の役割

### ① 求められる対策

以上の議論から、今後、アジアにおいて労働生産性や潜在成長率を上昇させるための課題をまとめれば、以下のようになるだろう。ただし、各国の置かれた状況は異なるため、求められる対策も少しずつ異なることになる。

第1に、高齢化の進行に伴う労働供給の減少を抑制することである。労働市場の柔軟性を高め、女性・高齢者・非正規労働者などの雇用を拡大することが主な対策となる。特に途上国の場合、女性や高齢者の雇用増加は、成長をより包摂的なものとする意味を含んでいる。

第2に、産業の高付加価値化を実現し、経済成長に不可欠な競争力を向上させることである。その一つの方法は、相対的に生産性が

---

高い産業のウェイトを高める一方、生産性の低い産業を縮小する産業構造改革である。これには、多くの場合、農村部から都市部への労働力の移動が伴う。労働者全体に占める農民の割合は、中国・韓国・台湾などでは大幅に低下したが、インドやパキスタンなど、緩やかな低下にとどまっている国も多い(注20)。

もう一つの方法は、既存の産業における生産性の向上や、生産性の高い新規産業の創出である。そのためには、人材育成(教育・訓練)、イノベーションの強化による技術集約的産業やIT産業の拡大、新たな資本蓄積、それらを可能にするための柔軟な法規制など、多くの要素が必要であり、それらを支援する政策が求められる。特に、新規産業創出の主な担い手は中小企業であることから、その振興策が不可欠である(注21)。

第3に、産業の高付加価値化を支援するためにビジネス環境を整備することである。特に重要なのは、インフラ整備である。産業構造の変化は都市化や生活の高度化の進展を伴うため、都市インフラの整備が課題となる。また、企業活動をより円滑・活発に行うためには、電力供給や物流などのインフラ整備が不可欠である。

第4に、貧困削減や環境問題などへの取り組みを強化することである。経済成長をより包摂的なものとすることは、所得格差の縮小はもとより、労働生産性の向上や経済成長率

の上昇にも資すると考えられる。環境問題の改善も、効率性や生産性の向上に資する側面を有する。

第5に、域内経済統合を推進することである。これにより、域内の資本や労働力をより効率的に利用することが可能となり、生産性の向上や経済成長率の上昇に結びつく。ただし、前述の通り、競争の激化に伴う悪影響への配慮が求められる。

## ②金融部門の役割

経済発展の初期段階では、高成長を実現することは比較的容易である場合が多い。この段階では、高収益の投資機会が豊富に存在するため、洗練された金融部門による効率的な資金配分は必ずしも必要とされない。アジアでは、若年人口が多く、貯蓄率が高かったことから、金融部門が未整備でも生産的な投資に資金を供給することはある程度可能であったと考えられる。

しかし、前述の通り、高成長を維持することは次第に困難となっており、生産性を向上させるために経済構造改革を実施する重要性が高まっている。こうした状況では、金融部門の機能を向上させる必要性も高まっているといえよう(注22)。

生産性を向上させるための諸政策を実施するにあたっては、金融部門が多様な機能を発揮することが求められる(図表11)。

第1に、高齢化対策に関しては、年金・保

図表11 アジアの生産性向上のための対策とそれに必要となる金融機能

1. 高齢化対策	⇔	・年金・保険・投資信託などの貯蓄商品整備
2. 産業の高付加価値化	⇔	・資金の効率的配分機能
	⇔	・設備投資やイノベーションに対する資金供与
	⇔	・中小企業・新規設立企業に対する融資
	⇔	・教育（人材育成）に対する融資
3. ビジネス環境の整備	⇔	・インフラ整備のファイナンス
4. 貧困削減	⇔	・金融包摂
5. 域内経済の統合	⇔	・域内金融統合
6. その他	⇔	・長期金融の提供（債券市場等）

（資料）日本総合研究所作成

険・投資信託などの貯蓄商品を提供する機関投資家の育成が重要となる（注23）。高齢化が進行すると、労働力人口の減少や、社会保障支出の増加による財政悪化が生じるほか、高齢者の貯蓄率が相対的に低いために経済全体の貯蓄率が低下し、投資にも抑制的に影響する可能性がある。また、高齢者の資産運用には低リスク志向があることから、高齢者の多様な運用ニーズに合致した、安定した収益が得られる金融商品の提供が求められる。年金・保険などの制度や商品を整備することで、社会保障制度が充実するとともに、強制貯蓄制度の拡大により貯蓄率が上昇する可能性もあろう。

第2に、産業の高付加価値化に関しては、①適切な産業構造変化を促すために、資金配分を効率化し、生産的な投資に向かわせる必要がある。これは、本稿で論じてきた金融部門の基本的な機能である。②生産性を向上さ

せる新規の設備投資や研究開発等に対する資金供給が求められる。そのためには、図表11で「6. その他」に示した債券市場の整備などによる長期金融手段の提供が重要となる。特に、研究開発は成果が表れるまでに時間がかかる場合も多く、長期金融の提供は不可欠である。③イノベーションを担う中小企業や新規設立企業に対する融資を拡大する必要がある。加えて、教育や人材育成に対しても資金供給を拡大しなければならない。

第3に、ビジネス環境の整備に関しては、インフラ・ファイナンスの拡大が求められる。これには国内外の官民資金を総動員することが必要であり、アジア諸国の官民連携（PPP）の枠組み強化、国内金融部門（特に債券市場）の整備、十分なりリスク管理を伴った上での海外からの投資資金の導入などが課題となる。また、公的部門の資金供給能力も強化しなければならない。そのため、道路税などの目的

税の実施、地方自治体によるレベニュー・ボンドの発行、日本の郵便貯金制度の導入、といった様々な議論が行われている。

第4に、金融包摂や域内金融統合の促進が求められることは、すでに述べた通りである。域内金融統合に関しては、高齢化が先行して進む日本・中国・韓国などの豊富な資金を、依然として人口ボーナスを享受する段階にあり、インフラ整備などの資金需要が旺盛なインドネシアやフィリピンなどに供給することが望ましい、という主張がなされている(注24)。各国ごとに異なる資金需給ニーズを、域内金融統合によって満たすことが出来るという指摘である。

ここで、これまでの記述内容のポイントを整理すると、まず、第2節においてアジアの経済発展のために必要とされる金融部門整備のあり方について述べ、効率的な金融仲介機能の拡大、長期金融手段の整備、金融包摂の促進、金融安定の維持、域内金融統合の促進などが課題となることを指摘した。次に、第3節第1項で、同じくアジアの経済発展のために必要とされる金融サービスの全体像を、図表6および図表7によって説明した。さらに、アジア諸国が生産性の向上や潜在成長率の上昇を実現する方法について検討し、図表11にまとめた。これは、第2節における金融部門の機能の分析と第3節第1項における金融サービスの分析から絞り込んで整理した形になっており、現在のアジアにおいて最

も重要と思われる金融機能と金融サービスを示したものといえる。

これに基づき、生産性の向上に対する貢献を重視してアジア諸国における国内金融部門整備の優先事項をさらに絞り込むと、①債券・株式市場の拡大や機関投資家の育成などによる長期金融手段の拡充、②生産性の高い中小企業や新規設立企業をターゲットとした信用の拡大、③インフラ・ファイナンスの強化、があげられよう。本稿では、この中から中小企業金融を選択し、4.において詳しく述べる(注25)。

## (6) アジア諸国に求められる経済構造改革

3.の最後に、アジアにおける「産業の高付加価値化」をどのように進めるべきかについて、記述を加えておく(注26)。

20世紀後半、日本やNIEs諸国は経済の大規模な構造変化を実現し、高所得国への転換に成功した。これに対し、その後高成長過程に入ったインドネシア・タイ・マレーシア・中国などは、一定の構造変化を果たしたものの、現在も中所得国にとどまっている。

ADB [2013]によれば、アジアを全体的にみると、産業構造の変化よりも各産業における生産性の上昇の方が、労働生産性の向上により大きく貢献している。GDPにおける農業・鉱工業・サービス業の構成比率をみると、75～2010年にかけて農業が22.8%から10.9%に低下し、その部分は鉱工業とサービス業に

振り分けられた（図表12-1、図表12-2）。一方、産業ごとの労働者数の比率をみると、農業は同期間に大幅に低下したものの、依然、42.8%を占める。また、農業から移動した労働者の多くは、サービス業に向かっている。

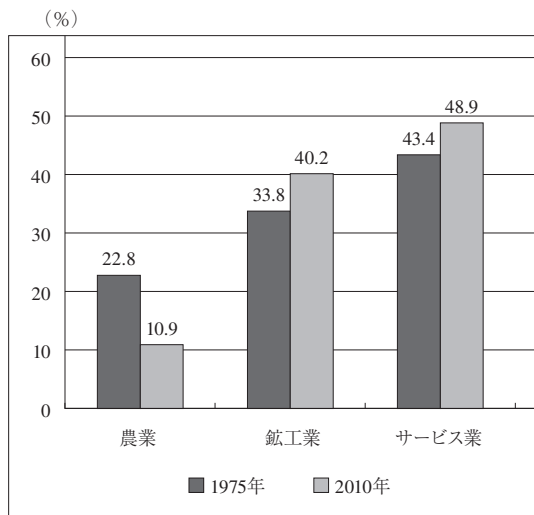
GDPの構成比率と労働者数の比率を比較すれば、農業の生産性が相対的に低いことは明らかである。また、多くのアジア諸国において、GDPと労働者数の両面で鉱工業化が達成されてきたとはいええない。農業から移動した労働者は、主に生産性の低いサービス業に向かっている。途上国では、サービス業と一口にいってもその生産性は多様であり、生産性が極めて低いサービス業も多数存在している。

現代において、日本やNIEs諸国が20世紀

後半に経験した産業構造の変化を再現することは不可能であるが、各国は今後、各産業における生産性の向上に加え、望ましい構造変化を追求すべきである。農業に関しては、新技術の導入、インフラ整備、農産物の多様化などにより、大幅な近代化を図らなければならない。特に、農業労働者の比率が高い国（中国・タイ・インド・バングラデシュ・パキスタンなど）では、農業の生産性を上昇させるとともに、農業労働者を鉱工業やサービス業に移動させることが求められる。

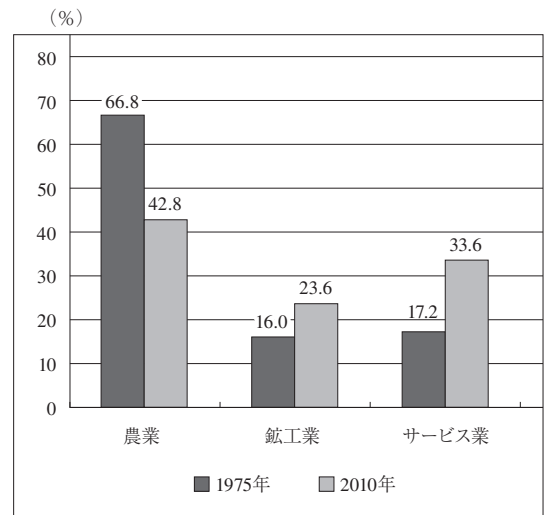
受け皿となるサービス業においては、既存業種の生産性向上を図るとともに、生産性の高い業種（ビジネス・サービス、法務、ICT関連、物流、金融など）を新たに創出・拡大する努力が求められる。

図表12-1 アジア諸国（日本を除く）において各産業がGDPに占める比率



(資料) ADB [2013], p.81

図表12-2 アジア諸国（日本を除く）において各産業が労働者数に占める比率



(資料) ADB [2013], p.81

さらに、高所得国への転換を目指すには、製造業の発展（特に製造業の雇用を一定以上に拡大すること）を実現することが不可欠である（注27）。これに、インフラ整備、金融部門の発展、教育水準の向上、ハイテク製造業の拡大などが伴うことにより、高所得国になる可能性が高まる。現代においては、インターネットをはじめとする新技術をいかに取り込むかが、製造業を発展させる上で重要なポイントとなる。

各国の産業構造は様々であり、それぞれに異なる処方箋が必要となる（注28）。まず、中国では、著しく拡大した製造業の高度化が求められる。対内直接投資の受け入れに伴う技術の波及への依存を脱し、自国民の能力をさらに向上させ、自力で技術革新を推進しなければならない。

次に、インドやフィリピンでは、農業労働者が主に生産性の低いサービス業に移動し、鉱工業の雇用が伸び悩んでいる。インドは、モディ政権が推進している製造業重視の成長戦略を強化すべきである。公的な目的での土地利用拡大の障害となっている土地収用法の改革や、製造業の発展に不可欠とされるインフラ整備も、大きな課題である。さらに、多くの土地の所有者が不明であるという問題を解決しなければならない。一方、フィリピンでは、製造業の振興を継続すると同時に、これを支援する物流・運輸・金融などの生産性の高いサービス業の強化に努めることが求め

られる。

マレーシアやタイでは、中国と同様に製造業が着実に発展してきた。今後はこれを一段と高度化し、国際競争力を高めることが求められる。タイに関しては、製造業を担う人材を育成するために質の高い教育を拡大することが不可欠となっている。

カンボジアやネパールなどの低所得国においては、投資環境の改善に努め、労働者の賃金が増えた近隣諸国から労働集約型の製造業（繊維・衣料・比較・家具・玩具など）を移転させ、それらをグローバル・バリュー・チェーンにリンクさせることが、経済成長を加速させるために有効と考えられる。

なお、OECD [2016] では、各国の構造改革の主な課題として図表13に示した諸点があげられている。これをみると、ASEAN諸国を中心に、中小企業振興の優先度が高くなっている。このことから、中小企業金融がアジアの金融部門整備の最優先課題の一つであるといえよう。

(注13) Zhuang et al. [2009] による。

(注14) Lagarde [2015] を参照。

(注15) 中所得国は、世界銀行によれば一人当たりGNIが996～12,196ドル、OECDによれば同935～11,455ドルである国を指す。

(注16) 末廣 [2014]、131ページ。

(注17) ADB [2016]、50ページ。

(注18) OECD [2016]、109ページ。

(注19) OECD [2016]、128ページ。

(注20) ADB [2016]、59ページ。

(注21) 日本政府は、これらの点に関してASEAN諸国への支援を強化している。経済産業省は、ASEANの新産業育成を支援するための人材育成に注力する意向を表明した（2016年9月9日付日本経済新聞「ASEANで新産業支援 経産相表明 ロボなど技術者育成」）。ま

図表13 各国の構造改革の課題

インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ
・港湾インフラ整備 ・健康保険制度 ・農業改革による食糧自給率の向上	・中小企業の生産性向上 ・教育(特に農村部での退学防止) ・都市部の環境改善	・中小企業振興等による雇用創出 ・港湾・道路等のインフラ整備 ・災害リスク対策	・中小企業・新規設立企業支援 ・観光業の強化
ベトナム	ブルネイ	シンガポール	カンボジア
・インフラ整備に向けた法規制等 ・国有企業の再編 ・中小企業の生産性の向上等	・対内直接投資の促進 ・サービス産業の振興 ・生産的な目的への財政支出	・高齢化対策 ・インフラ整備(エネルギー効率改善)	・高等教育・職業訓練の強化 ・観光業の強化
ラオス	ミャンマー	中国	インド
・非資源産業への直接投資の促進 ・中小企業振興(金融、職業訓練等) ・観光業の強化	・農業の近代化(農業金融等) ・教育・職業訓練制度の強化 ・中小企業金融の改善	・環境問題への取り組み ・技術革新を促進する人材育成 ・農村部の開発	・金融教育の強化 ・中等教育制度の改善

(資料) OECD [2016], pp.118-127

た、日タイ両政府は、両国で活動するベンチャー企業の事業拡大や新産業創出を支援するため、官民連携を促進する組織(JTIS)を設立した(2016年9月10日付日本経済新聞「ベンチャー・新産業支援 日タイ、官民連携促す組織」)。

(注22) アジアの経済発展史と金融システムの関係に関し、理解することは必ずしも容易ではないが、この点で三重野[2015]は重要な参考文献の一つである。

(注23) 以下の記述は、Ding et al. [2014] (5ページ)に基づく。

(注24) Ding et al. [2014]による。

(注25) なお、インフラ・ファイナンスの課題に関しては、清水[2015]、清水[2016b]を参照。

(注26) 以下は、主にADB [2013]による。

(注27) ADB [2013]、71ページ(“Manufacturing matters.”)参照。

(注28) ADB [2013]、73ページ(“Different economies merit different priorities”)参照。

成長をもたらす。中小企業は、各国の経済において極めて重要な存在であるといえよう。そのため、各国は中小企業振興政策を重視している。その内容は多様であり、市場アクセスの改善、生産性の向上、健全な競争環境の維持、インフォーマルな企業の登録制度の創設、能力構築、優先的な業務規制環境の整備、技術革新の支援などが含まれる。

中小企業金融の促進はこのような政策の一環であり、その内容としては、公的信用保証制度の構築、信用情報を共有する制度(信用情報機関など)の整備、銀行に対する一定割合の中小企業向け融資の義務付け、担保の種類を拡大する法規制改革、銀行に対する補助金の支給などが含まれる。

中小企業は、各国において主に従業員数・総資産・売上高・自己資本などによって定義

## 4. 中小企業金融の課題

### (1) 中小企業の現状

中小企業 (small and medium-sized enterprises) の発展は、雇用の創出を通じて包摂的な経済

されている（注29）。また、多くの国では、包摂的成長の観点から零細企業（micro enterprises）が別途定義されている。

アジアにおいて、中小・零細企業は平均すると企業数の約96%、従業員数の約62%、名目GDPの約42%を占める（図表14）。名目GDPに対する貢献度は、インドネシアにおいて近年緩やかに上昇しているものの、他の国ではほぼ横ばいとなっている。このような現状をふまえると、中小・零細企業の生産性を向上させ、経済成長に対する貢献度を高めることが期待される。前述の通り、アジアにおいて全般的な生産性の低下がみられ、各国が中所得国の罠に陥ることが懸念されていることから、生産性を向上させてこのような懸念を払拭するために中小企業が果たす役割は大

きい。

特に、貿易取引を担う企業には中小企業が多い。アジアの域内経済統合の進展に伴って貿易の拡大が期待される中、貿易に携わる中小企業の役割が重要性を増すものと考えられる。中小企業には、国際競争力を向上させ、グローバル・バリュー・チェーンの中で重要な存在となることが期待される。

## (2) 中小企業金融の現状

### ① 銀行融資

銀行や債券・株式市場などを低コストで利用出来ることが、力強い民間部門が育つためには不可欠である。企業は、多様な活動において適時適切にチャンスを生かし、成長を遂げるために、常に信用にアクセス出来なければならない。

銀行側からみると、大企業に比較して融資を行う際のコストが高く信用リスクが大きい中小企業向けの融資は不足しがちとなる。国際金融公社（IFC）とマッキンゼーが行った推計によれば、中小企業に関する資金の需給ギャップは、2010年に途上国全体で2兆ドルを超えている（インフォーマルな中小企業や零細企業を含む）（注30）。公式の中小企業に限れば7,000～8,500億ドルで、これは中小企業向け融資残高の21～26%に相当する。また、IFCのEnterprise Finance Gap Databaseによれば、2014年末現在の中小・零細企業の信用ギャップは、東アジアが7,060億ドル、南ア

図表14 ASEAN各国における中小企業のプレゼンス

(%)

	企業数が全体に占める比率	雇用者数が全体に占める比率	GDPに対する貢献度	中小企業向け融資が銀行融資に占める比率
インドネシア	99.9	97.0	60.3	19.7
マレーシア	97.3	57.5	33.1	16.3
フィリピン	99.6	64.9	35.7	10.3
タイ	97.2	81.0	37.4	34.5
カンボジア	99.8	71.8	—	18.0
ラオス	99.8	82.9	—	—
ミャンマー	87.4	—	—	—
ベトナム	97.7	46.8	—	—

（資料）ADB [2015b]



ジアが2,060億ドルとなっている（注31）。

アジアにおいて、中小企業向け融資残高が銀行融資残高に占める割合は18.7%であり、また、対GDP比率は11.6%にとどまっている（注32）。中国・韓国・マレーシア・タイなど、相対的な高所得国は中小企業が銀行融資を比較的受けやすい環境にあり、低所得国（インド・インドネシア・フィリピンなど）との間ではかなりの差がある。アジア全体では中小企業向け融資が銀行融資に占める割合は緩やかに上昇しているが、低所得国に限ると、低水準にとどまっている国が多い。

このように、信用へのアクセスの制約は低所得国において相対的に強い。また、中小企業の不良債権比率も低所得国において高い傾向がみられ、約2%から約18%まで国によって幅がある。したがって、信用制約が特に強い低所得国を中心に、政策的な支援が不可欠であるといえよう。

企業の資金調達状況について詳しくみると、アジアの企業は他の地域の企業に比較して銀行信用を受けている割合が総じて低く、アジアの中では企業規模が小さいほどその割合が低い（図表15）。したがって、アジアの中小企業は銀行信用を得ている割合が最も低いことになる。これらの企業は設備投資を行う頻度が低く、また、運転資金に関してはその85%を内部留保から拠出している。この状況をみれば、信用制約が企業行動に影響を及ぼしている可能性がある。

図表15 銀行が提供する金融サービスにアクセスできている企業の割合

(%)

	アジア			アジア以外		
	小企業	中企業	大企業	小企業	中企業	大企業
取引(貯蓄・当座)口座保有	79.4	94.9	97.4	83.5	93.3	95.7
当座貸越	12.2	29.5	37.9	40.7	64.0	72.8
銀行融資	15.4	34.5	49.7	31.8	51.5	71.0

（資料）ADB [2014a], p.31

アジアの中小企業は、銀行融資を申し込む割合も低い。資金を必要としていないことも理由の一つであろうが、必要としているにもかかわらず融資を申し込まない企業は、その理由として、担保の提供を要求されること、申し込み手続きが複雑であること、銀行が提案する融資規模や期間が企業側のニーズに合致しないこと、貸出金利が高いこと、などをあげている。

次に、中小企業向け融資の促進策についてみる。まず、中小企業は融資の担保として最も一般的な不動産をあまり保有していないため、融資を促進するには担保の範囲を拡大することが一つの方法となる。カンボジア・ラオス・フィリピン・中国・マレーシアなどで法規制の変更が行われ、機械設備、在庫品、売掛債権、知的所有権などを担保とすることが可能となっている。ただし、これを実際に機能させるには、動産の登録制度など、多様な制度インフラを整備することが前提となる。

また、融資の一定割合を中小企業に振り向

けることを銀行に義務付ける規制も、一部の国で採用されている。インドネシアでは、2018年までに中小企業向け融資を融資全体の20%以上とするよう、銀行に義務付けている。フィリピンでは、中小企業基本法（Magna Carta）において、融資の10%を中小企業向け（8%は零細・小企業向け、2%は中堅企業向け）とするように定めている。さらに、特定の業種の企業を対象とした政策金融や、当局が金利補助などの形で銀行に対して補助金の支給を行う方法も広く行われている。

ただし、中小企業向け融資の義務付けは、融資金額のノルマ達成のために銀行が審査を甘くし、信用リスクの高い企業に対して融資を行う結果につながりかねず、銀行の健全性を悪化させる懸念がある。また、銀行に対する補助金の支給は、当局の資金負担となる上に、信用市場をゆがめる可能性もある。中小企業支援政策を実施するに当たっては、これらの副作用を考慮した上で行う必要がある。

なお、銀行規制に関しては、バーゼル3の導入が2019年3月までに行われることになっている。バーゼル3においては、自己資本比率規制に加え、流動性やレバレッジ比率の管理に関しても規制が強化されることになっており、それらが企業に対する長期融資の抑制原因となることが懸念される。このような影響は、中小企業向け融資にも当然及ぶことを認識しておく必要がある。

## ②ノンバンクとの取引

中小企業が取引を行うノンバンク金融機関としては、マイクロファイナンス機関（MFIs）、ファイナンス・カンパニー、ファクタリング会社、リース会社、質屋、信用協同組合、ベンチャー・キャピタルなどがあげられる。中小企業にとってはいずれも重要な存在であるが、アジアのノンバンクは全般的に小規模であり、また、多くの場合、中小企業との取引に特化しているわけではない。

アジアにおいて、ノンバンクによる融資は平均で銀行融資の11.5%にとどまっており、中小企業向け融資の大半は銀行が担っているといえる。ただし、ノンバンクが重要な役割を果たしている国もある。例えば、カンボジアでは中小企業が銀行と取引することは難しく、中小企業や個人は主にMFIsから借り入れを行っている。また、インドネシアでも、MFIsやリース・ファクタリング取引を主に取り扱うファイナンス・カンパニーなどが中小企業の資金需要に答えている。

アジアのノンバンクに関しては、包括的な規制や政策の枠組みが整っておらず、その整備が課題となっている。

## (3) 信用リスク対策

### ①信用保証制度

中小企業金融の促進策は多岐にわたるが、大別すれば、信用リスクへの対処などの中小企業自体に関する政策と、銀行や資本市場な

どの金融手段を整備する政策に分けられる。

このうち、信用リスク対策としては、リスクの補完を行う信用保証制度と、リスクの透明化を図る信用情報機関などの制度の構築があげられる。まず、公的な信用保証制度に関してみると、ADB [2015b] が対象とする20カ国のうち、16カ国に存在している(図表16、図表17)。インドネシアでは国内の特定地域を担当する信用保証機関が作られている一方、マレーシア・フィリピン・タイでは中央に信用保証機関が存在する。バングラデシュ・カンボジア・ラオス・ミャンマーには、公的な信用保証機関は存在しない。

信用保証はビジネスとして十分な利益を上げ続けることが難しいため、アジアにおいて民間部門が主導する保証機関はあまりみられない。したがって、公的な信用保証が中小企業金融を促進する上で重要な手段となっている(注33)。

日本では、信用保証残高が名目GDPの7.4%に達し(日本の信用保証機関は(株)日本政策金融公庫と(一社)全国信用保証協会連合会である)、中小企業の36.7%が保証を受けている。これに対し、ASEAN諸国では信用保証残高は名目GDPの1%以下であり、また、信用保証を受けている企業の割合も、日本と韓国を除けば平均3.7%となっている(注34)。この数字からみれば、ASEAN諸国の信用保証機関には拡大の余地が大きいといえよう。ただし、日本や韓国の信用保証機関は概して収益率が低く、保証規模の拡大とともに収益の維持が難しくなるものと考えられる。また、信用保証の対象が中小企業であれば、大企業を対象とする場合に比較して収益性が低下する場合も多く、中小企業向けの信用保証機関の運営は容易ではない。

加えて、信用保証がもたらす負の影響にも留意する必要がある。第1に、自己資本比率

図表16 各国の中小企業金融関連政策の有無

	銀行へのリファイナンス制度	公的信用保証制度	銀行への中小企業融資の義務付け	金利補助	公的信用情報機関	担保取引法	公的機関による融資
インドネシア		○	○	○	○		
マレーシア	○	○		○	○	○	○
フィリピン		○	○	○	○	○	○
タイ		○			○	○	○
カンボジア						○	
ラオス						○	
ミャンマー							○
ベトナム		○		○	○		○
中国	○	○		○	○	○	
インド	○	○		○	○		○
韓国	○	○	○				○

(資料) ADB [2015b], p.21

図表17 各国の公的信用保証制度

インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>中央の保証機関としてAskrindo, Jamkrindo, PKPIがある一方、2010年以降、地域の保証機関が4社設立された。</li> <li>Askrindoは71年に国有保険会社として設立され、当初は中小企業に関する保証のみを行ったが、2度の倒産を経て、95年以降、リスク分散のため、業務を信用保証やノンバンク融資の保証などに多角化している。</li> <li>Jamkrindoは70年に国有信用保証機関として設立された。PKPIは95年に民間主導の保証機関として設立された。</li> <li>2007年に政府の信用保証制度であるPeople's Business Credit (KUR) が作られた。上記の保証機関が、22の銀行が行う中小・零細企業に対する新規顧客融資を対象に、70%の部分保証を行うもの。</li> </ul>
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>中央銀行と金融機関によって設立されたCredit Guarantee Corporationが、政府資金によるさまざまな中小企業向けのスキームを運営している。事例としては、2010年に設立されたGreen Technology Financing Scheme、2013年に設立されたIntellectual Property Financing Schemeなどがある。後者は、知的財産権を担保として融資を行うスキームである。</li> <li>信用保証よりも、譲許的融資を供与するスキームの方が圧倒的に多く用いられている。</li> </ul>
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> <li>政府が中小・零細企業向けに行う信用保証プログラムが2つある。一つは、91年に中小企業支援政策機関として設立されたSmall Business Corporationが行うもの。中小企業融資に70%の部分保証を行う。</li> <li>もう一つは、80%の部分保証を供与する信用保証ファンド (Credit Surety Fund Program) である。中央銀行のイニシアティブの下、主に信用組合と地方政府が出資している。</li> </ul>
タイ	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務省が95%を出資するTCG (Thai Credit Guarantee Corporation) が92年に設立され、当初は100%保証を行ったが、2004～2009年は50%部分保証、その後は時限措置であるポートフォリオ保証制度 (PGS: Portfolio Guarantee Scheme) により運営されている。</li> <li>PGSは、2009年に世界金融危機に対する経済刺激策の一環として中小企業向けに設定された。100%保証であるが、年間の支払額は保証対象額の15.5%までに限定されている。このスキームは、2011年の洪水の際にも利用された。</li> </ul>
ベトナム	<ul style="list-style-type: none"> <li>中小企業向けに限定されないものの、2つの信用保証のチャネルを有する。</li> <li>ベトナム開発銀行が運営する信用保証ファンドは、最大85%の部分保証を与えるものである。2014年末現在、1,500件を超える保証 (合計11兆ドン) が企業 (ほとんどは中小企業) に対して供与されている。</li> <li>財務省の監督の下で地方公共団体が運営する地方信用保証ファンドは、2014年末現在、全国で21件に及んでいる。一部の地方公共団体は、中小企業に対する信用保証ファンドを設立している。</li> </ul>
中国	各州に所在する政府系信用保証機関から、信用保証が発行される。また、民間企業による保証も一般的である。
インド	2000年に、中小・零細企業に対して75%の部分保証を行うCredit Guarantee Fund Scheme を設立している。
韓国	中小企業向けの信用保証機関として、Korea Credit Guarantee Fund (KODIT) ならびにKorea Technology Finance Corporation (KOTEC) がある。

(資料) ADB [2015b] による。中国に関しては、ブライスウォーターハウスクーパース [2015]、87ページによる。

規制の強化によって銀行の融資姿勢が保守化していることもあり、保証付き融資が増加すればそれ以外の中小企業向け融資が一段と縮小する可能性がある。第2に、融資の最終的な回収が保証されていることから借り手の適切な選択 (スクリーニング) がなされず、例えば成長性の欠如した中小企業に保証が付与される懸念がある (いわゆる「逆選択」の問題)。第3に、保証が付いているために貸し手が借り手のモニタリングを怠り、借り手の経営改善努力が不十分となるモラルハザード

の問題がある。第4に、保証の拡大によって政府の財政負担が膨らむことになる。中小企業が成長すれば、本来、保証から「卒業」していくはずであるが、逆選択やモラルハザードが生じればその可能性が低下し、財政負担はさらに拡大する。

信用保証制度の課題としては、①上記の悪影響を軽減するために可能な部分で民間部門の参加を促すこと、②信用保証のスキームを多様化し、対象となる中小企業を拡大すること、③信用リスクデータベース (後述) や信

用保証機関に対する規制監督枠組みなどのインフラを整備すること、④信用保証機関の能力構築を行うとともに、中小企業が信用保証に関するリテラシーを高めること、などがあげられる。

## ②信用情報機関と信用リスクデータベース

次に、公的な信用情報機関に関してみると、ADB [2015b] が対象とする20カ国のうち、8カ国に存在している（図表18）。これは、信用リスクの把握が難しい中小企業に対する金融を促進するために重要なインフラである。

図表18 ASEAN諸国の信用情報機関

インドネシア	中央銀行がBIK (Biro Informasi Kredit) を設立。加盟金融機関が相互に情報を提供し、企業に対する審査の迅速化と健全な企業に対する融資の拡大を目的とする。銀行・消費者金融機関・リース会社など140機関近くが加盟している。
マレーシア	2008年にCredit Guarantee Corporation (中央銀行と商業銀行が出資して設立)、Dun and Bradstreet Malaysia、マレーシア銀行協会の合併によりSME Credit Bureau が設立され、2010年にはCredit Bureau Malaysia に改称された。同機関は中小企業の信用情報と格付けを提供しており、銀行42行が加盟している。
フィリピン	信用情報システム法 (2008年10月制定) に基づき、Credit Information Corporation が設立されているが、未成熟な段階とみられる。
タイ	政府系金融機関や地場銀行により、National Credit Bureau Thailand が設立されている。事業情報や銀行取引データを収集しているが、財務データは収集していない。
ベトナム	中央銀行の傘下に Credit Information Center が設立され、企業40万社以上、個人2,000万人以上の情報が含まれている。ただし、各銀行の報告に基づいて信用情報を蓄積しており、統一基準による債務者評価を行っていない。

(資料) 伊藤・篠宮 [2013]、プライスウォーターハウスクーパース [2015] (44ページ)、関税・外国為替等審議会 アジア諸国との金融協力等に関する専門部会 [2014] (19ページ)

信用情報機関が収集する情報は、大きく、①事業に関する情報（ビジネスの内容や経営者に関する情報）、②銀行との取引実績に関する情報（デフォルト情報を含む）、③財務状況に関する情報（財務諸表など）、に分けられる（注35）。そもそも、銀行取引（特に融資）がない中小企業においては②が欠如しているか不十分であるため、こうした企業の信用リスクの判断材料としては限界があるといわざるを得ない。また、信用情報機関が提供する情報に対する信頼度は十分に高いとはいえず、銀行が実際に融資を行う際には補完的な判断材料にとどまることが一般的である。このように、信用情報機関の構築・活用には課題が多い。

企業の信用リスク情報を共有する枠組みとしては、信用情報機関のほかに信用リスクデータベースがある（注36）。後者は、個別企業の情報ではなく、一定の属性を持つ「平均的な企業」に関する倒産確率等の客観的な信用リスク情報を提供するものである。データベースの構築に参加する金融機関等から借り手の信用リスクに関する匿名情報を収集し、それらに基づいて作られる。したがって、個別企業に関する信用照会機能は有していない。

日本では、2000年に民間銀行21行により日本リスクデータバンク (RDB) が設立された。会員である金融機関は、データベースを利用して計測された信用リスクを融資審査に用い

ている。一方、経済産業省・中小企業庁のイニシアティブにより、中小企業信用リスク情報データベース（CRD）の構築が進められ、2001年3月にデータベースの運営組織であるCRD運営協議会が設立された。その後、全国地方銀行協会や信金中央金庫も信用リスクデータベースを構築している。CRDは、信用リスクに関する情報を提供するだけでなく、中小企業の経営やリスク管理を支援するツールとしても利用されており、活用の幅は広いといえる。

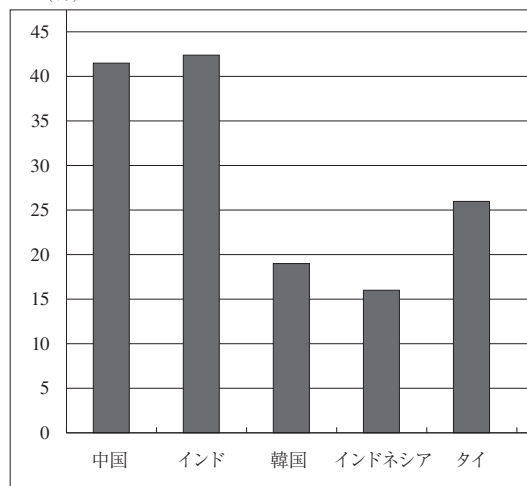
日本のCRDをASEAN諸国に導入する検討が進められている。データベースの構築に用いられる財務情報の正確性に疑問がある中では、信用情報機関の場合と同様、提供される情報の信頼性に問題がないとはいえないものの、個別企業の情報ではないこともあり、中小企業の銀行融資へのアクセスを改善するために活用出来る余地はより大きいと考えられる。今後、中小企業金融に関する政策手段の一つとして、導入が進むことが期待される。

#### (4) グローバル・バリュー・チェーンへの参加の支援

##### ① 中小企業の国際化と金融手段の重要性 (注37)

アジア諸国の輸出において、中小企業は一定の割合を占めている（図表19）。域内経済統合が進展し、域内貿易が拡大する中、アジアの中小企業は海外の生産ネットワークに組

図表19 輸出額において中小企業が占める割合（%）



(資料) ADB and ADBI [2015], p. 67

み込まれる機会が増加し、海外市場に目を向けるようになってきている。域内直接投資の増加も、中小企業の労働生産性の向上や雇用の増加につながっている。

アジアの中小企業は、グローバル・バリュー・チェーン（GVC）に参加する機会が増えている。バリュー・チェーンとは、生産過程で生産物やサービスの付加価値を高めていく活動のことであり、GVCはそれが2カ国以上の国において行われることを意味する。UNCTADによれば、世界貿易の80%がGVCを通じて行われており、このような貿易に占める途上国の割合は90年の20%から近年では40%以上となっている。

中小企業は、原材料・部品のサプライヤーや販売業者など、様々な立場でGVCに参加

する。その結果、これらの企業は、新技術の獲得、それによる製品の品質改善、競争力の向上、ビジネスの拡大や雇用の創出など、多様なメリットを得ることが期待される。

しかし、そのためには多くの課題を克服する必要がある。企業側の問題としては、製品の品質や仕様が国際基準を満たさないこと、経営資源や資金の制約があること、などがあげられる。一方、外部の問題としては、労働市場の硬直性、非関税障壁、支援制度の枠組みの脆弱性など、多様なものがある。

こうした課題の一つに、金融へのアクセスがある（図表20）。中小企業が国際化を進め、GVCに参加するためには、柔軟な企業戦略をとることが求められる。その前提として、多様な金融手段へのアクセスを確保し、どのような戦略の下でも資金が不足しない体制を構築しておかなければならない。

アジア開発銀行は、2014年9月から2015年2月にかけて、中小企業のGVCへの参加を促す目的で、フィリピン・スリランカ・カザフスタン・パプアニューギニアの企業を対象とする調査を実施した。その結果によると、GVCに参加している中小企業の半分以上が銀行融資にアクセス出来ているものの、十分とはいえない。日常的なビジネス活動には自己資本や内部留保で対応しており、親戚や知人からの借り入れなどのインフォーマル金融の活用も一般的に行われている。

これらの企業は外部金融へのアクセスの改

図表20 中小企業の国際化が成功するための条件

製品管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>・製品やサービスの質</li> <li>・基準のコンプライアンスや製品の認証</li> <li>・低コスト生産</li> <li>・効率的な物流</li> <li>・企業の専門化</li> <li>・柔軟性</li> <li>・製品やサービスの革新</li> </ul>
企業マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>・コーポレート・ガバナンス</li> <li>・熟練した労働者</li> <li>・従業員の訓練</li> <li>・企業の所在地（ビジネスの比較優位）</li> </ul>
企業所有者・経営者の能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>・教育と経験</li> <li>・ビジネスに対する熱意</li> <li>・海外の商慣行に対する知識</li> <li>・リスクへの心構え</li> </ul>
ネットワーク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・他の企業との関係</li> <li>・他の企業との技術協力</li> <li>・取引関係の強化</li> <li>・国内外顧客との関係</li> </ul>
外部資源による支援	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融へのアクセス</li> <li>・保険へのアクセス</li> <li>・ビジネス支援サービスへのアクセス</li> </ul>
外部環境	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内経済環境</li> <li>・貿易相手国の政治の安定性</li> <li>・為替レートの安定性</li> <li>・公正な競争</li> <li>・貿易相手国の規制</li> <li>・関税</li> <li>・ビジネス上の言語の障壁</li> </ul>

（資料）ADB and ADBI [2015], pp.82-83

善を強く希望しており、インフォーマルな借り入れを縮小する一方で公式の金融機関から長期（5年以上）の資金調達を行いたいと考えている。その方法に関しては、銀行融資のみならず、ベンチャー・キャピタルやエクイティ・ファイナンスの利用などに多様化させたいとしている。

ただし、実際には、財務以外の優先課題が多いこと、金融商品に関する知識が不足していることなどから、金融手段の多様化を積極的に進めることは容易ではない。また、すで

にみた通り、①担保や保証の必要性、②高い貸出金利、③複雑な手続き、④厳しい融資基準、などの問題もある。今後、中小企業の国際化は一段と加速すると考えられ、政策による支援の強化が不可欠である。

調査対象となった中小企業では、金融へのアクセスを確保するために政府に求める政策として、公的信用保証制度、銀行融資における金利補助、中小企業金融専門機関の設立、優先業種への税制優遇措置などへの要望が強い。すなわち、民間部門による金融ではなく、より直接的な公的支援を求める傾向が明らかとなっている。

## ②貿易金融（トレード・ファイナンス）とサプライチェーン・ファイナンス

中小企業の国際化に関して必要とされる金融手段として、貿易金融やサプライチェーン・ファイナンスがあげられる。

貿易金融は、貿易取引に不可欠なものである。これは主に融資や保証の形で輸出者に供与される短期の金融であり、信用状（letters of credit）取引が代表的である。世界金融危機の際には世界的にドルが枯渇し、主にドル建てで供与される貿易金融は大幅に縮小した。ほとんどのアジアの銀行は健全性を維持していたものの、貿易の支援においては大きな影響を受けた。世界的に貿易額が減少した大きな原因として貿易金融の縮小が指摘され、その重要性が再認識されたといえる。

貿易金融縮小の影響を大きく受けたのは信用力の低い途上国であり、中小企業である。特に、アジア地域の企業は貿易金融取引を拒絶される確率が相対的に高くなっている（図表21）。

アジア諸国による貿易額が世界貿易に占める比重は大きく、これを支援することは世界経済の観点からも重要性が高い。アジア開発銀行は貿易金融プログラム（TFP）を運営しており、2009年から2014年にかけて205億ドル（10,300件）の支援を行った。また、貿易金融に関する詳細な情報収集を行い、貿易金融に伴う信用リスクは総じて非常に低いことを明らかにした。この結果は、BIS規制にも影響を与えている。

世界金融危機の経験からも明らかなように、貿易金融は国際金融情勢に影響される。貿易金融の阻害要因としては、カントリー・リスクの高さ、銀行部門の脆弱性、透明性の欠如などが指摘されている。これらの問題を

図表21 貿易金融の申請額・拒否額の地域別比率

		（％）	
		貿易金融を申請した金額の割合	申請が拒否された金額の割合
アジア	先進国アジア	25	26
	途上国アジア	10	18
	中国・インド	22	35
欧州		22	13
ロシア		8	3
南北アメリカ		8	1
アフリカ		5	3

（資料）ADB and ADBI [2015], p.105



抱える国にはADBがTFPを提供するが、こうした国のより具体的な特徴として、財務諸表の未整備、中央銀行の監督機能の弱さ、不良債権比率の高さ、赤字国有企業への銀行融資の集中、などがあげられている。したがって、貿易金融へのアクセスを改善するには、国内金融改革の推進も重要であるといえる。

次に、サプライチェーン・ファイナンスは、長い歴史を持つ貿易金融に比較すれば最近の金融手法であり、リーマンショック後、世界的に金融機能不全が生じた中で、中小企業金融を支援するために拡大が図られたものである。これは、国内外に構築されたサプライチェーンにおいて、中小企業であるサプライヤーが相対的に信用力のあるバイヤーに対して売掛債権を保有している場合に、サプライヤーに対し、売掛債権を担保とする融資やファクタリング（売掛債権の買い取り・回収）を行うものである。

この場合、サプライヤー向けの融資は、売掛債権を担保にしていることから理論的にはバイヤーのリスクで行われることになる。そのため、借り手は、自らの信用リスクで資金調達を行う場合に比較して低コストで借り入れが出来るはずである。

ただし、実際には、銀行は売掛債権の価値に基づいた理論的評価によらず、借り手である中小企業の信用リスクに基づいて融資を行うことが多い。この点から、サプライチェーン・ファイナンスは金融手段として十分に確

立しておらず、未成熟な段階にあると考えられる。また、実際にこれを行うに当たっては、法的枠組みを整備することが必要となる。さらに、銀行は売掛債権の回収状況をモニタリングしなければならない、一方、借入企業は取引開始にあたって多様な書類の提出を求められるなど、双方で事務管理コストが高まることになる。

現状、サプライチェーン・ファイナンスは主に東北アジア諸国（中国・香港・台湾など）で伸びている。上記の多様な課題があるため、東南アジア等での普及には時間がかかることが予想されるものの、将来的には中小企業金融を拡大する一つの手段となることが期待される。アジア開発銀行は、TFPに続き、Supply Chain Finance Programの構築を推進している。

## (5) 資本市場やモバイル金融の活用

### ① 資金調達手段多様化の必要性

ここまでの記述は基本的に銀行融資による中小企業金融を前提としたものであるが、実際の金融手段としては多様なものが考えられる。

低所得国では、中小企業金融は主にマイクロファイナンスやファイナンス・カンパニーの融資によって行われる。この段階では、自己資本やインフォーマル金融への依存も一般的にみられる。その後、所得水準の上昇とともに銀行融資や資本市場からの資金調達が増

加する。

金融手段の変化に応じて、政策も変化する。初期の段階では、マイクロファイナンスや市場ベースよりも中小企業にとって有利な公的融資に重点が置かれ、その後、バンカビリティを高める政策（公的信用保証制度の導入や担保の拡大のための法規制改革など）に移行する。

中小企業が銀行融資を受けることはそもそも容易ではなく、加えてバーゼル3の導入により融資が抑制される可能性も考慮すると、リースやファクタリング、資本市場からの資金調達、ベンチャー・キャピタルの利用などを促進し、金融手段の多様化を加速することが望ましいと考えられる。

特に、今後は成長志向の強い革新的な中小企業の増加が見込まれ、それらの企業に対して長期の成長資本（growth capital）を供給することが、生産性の上昇や経済成長の加速を促す観点からも重要となろう。こうした中、資本市場からの資金調達手段（エクイティ・ファイナンス、社債、メザニン・ファイナンスなど）を拡充することが重要性を増すとみられる。

なお、一口に中小企業といってもその規模や性格は多様であり、資金調達手段の多様化を考える際にもその点を考慮に入れる必要がある。零細企業と中堅に近い企業では、それぞれに適した金融手段は当然異なる。また、最近設立されたばかりの企業とすでに事業が

軌道に乗っている企業を比較しても、必要とする資金の性質は大きく異なることになる。

さらに、バンカビリティを高める努力に関しては、中小企業の信用リスクに対処することに加えて、銀行側にも、事前審査、融資実行、事後のモニタリング、信用リスク管理、貸し倒れ時の不良債権処理・企業再生など、多様な局面での能力が要求される。したがって、銀行側の能力の向上、中小企業金融の拡大を念頭に置いた金融部門の整備など、貸し出す側の課題にも対応することが求められる。

## ②中小企業向け資本市場の現状

アジアでは、7カ国に中小企業を対象とした資本市場が存在する（図表22）。まず、韓国では、2013年にKorea ExchangeがKONEX（Korea New Exchange）を設立し、スタートアップや中小企業の株式発行を可能とした（2014年末に71銘柄が上場）。また、店頭市場として、Free BoardならびにK-OTC（Korea Over-The-Counter）が設立されている。一方、中小企業が発行体となる債券に関しては、主に2012年に創設されたQIB（Qualified Institutional Buyers）システムの中で発行・流通が行われている。

次に、中国では、深圳取引所にSME BoardおよびChiNext（スタートアップ用）が設立されている。店頭市場としては、2013年に

図表22 アジア各国の中小企業向け株式市場

(100万ドル)

	名称	取引所	店頭	設立年	取引企業数	市場時価総額
中国	SME Board	深圳取引所		2004	732	834,417
	ChiNext	深圳取引所		2009	406	357,101
韓国	KOSDAQ	韓国取引所		1987	1,061	130,163
	KONEX	韓国取引所		2013	71	1,296
	Free Board		KOFIA	2000	117	11,563
インド	SME Platform	ボンベイ取引所		2012	82	1,432
	Emerge	ナショナル取引所		2012	6	68
マレーシア	ACE	マレーシア取引所		2009	107	2,765
フィリピン	SME Board	フィリピン取引所		2001	4	773
タイ	mai	タイ取引所		1998	109	11,907
ベトナム	UPCoM	ハノイ取引所		2009	169	1,749

(資料) ADB [2015b], p.18

NEEQ (National Equities Exchange and Quotations) が中国証券監督委員会 (CSRC) によって立ち上げられた。一方、中小企業債券市場は、私募債を除き低調である。

インドでは、2012年、中小企業の株式を取引するため、ボンベイ証券取引所にSME Platformが、また、ナショナル証券取引所にはEmergeが創設された。2013年10月には、これらのSME exchangesの一部としてITP (Institutional Trading Platform) が作られ、中小企業が私募債などを発行する場となっている。

マレーシアでは、中小企業の株式発行市場として、マレーシア取引所 (Bursa Malaysia) にACE市場が存在する。証券委員会は、クラウドファンディング (後述) の規制枠組みを検討中である。

フィリピンでは、証券取引所にSME Boardが存在するが、2014年末現在、上場は4銘柄にとどまる。このため、SMEX (SME Exchange) を設立して、証券取引所の上場基準を満たさない成長途上の中小企業の株式を取引することが検討されている。

タイでは、mai (Market for Alternative Investment) が急速に拡大し、2014年12月までに18社がメインボードに昇格した。また、証券取引委員会とThai Credit Guarantee Corporationにより、保証付きの中小企業債券の発行拡大が検討されている。

ベトナムでは、2009年以来、ハノイ証券取引所に未上場公開会社のUPCoM市場があり、中小企業を含む企業の資金調達が行われている。

アジア開発銀行とOECDは、中小企業向け

資本市場の構築に関連し、中国・インド・韓国・マレーシアの証券当局と中小企業を対象に調査を行った（注38）。その結果、中小企業の資金調達ニーズは、前述のフィリピン等4カ国の中小企業に対する調査結果と類似したものであった。すなわち、中小企業向けの資本市場が新規に構築されるのであれば望ましいとする企業が大半を占め、その理由としては、資金調達が容易になる、調達方法の選択肢が増える、資本市場への参加により企業のプレゼンスが高まる、などがあげられた。一方、問題点としては、株式発行に要する複雑な手続きや上場手数料等の発行コストの高さが懸念されている。したがって、これらの懸念に配慮した市場整備が求められる。

また、市場拡大のためには、発行企業・投資家双方の市場参加意欲を高めなければならない。そのためには、投資家の育成、発行企業・投資家双方のリテラシーの改善、中小企業の情報開示を支援するコンサルタントや会計士の増加、などの包括的な政策が不可欠である。

中小企業向け資本市場の構築に当たってのポイントとしては、①発行コストを引き下げるとともに特定の特性を持つ企業（例えば社会貢献型企業）の発行に焦点を当てること、②ベンチャー・キャピタルの育成などによりリスク資本を提供する投資家ベースを拡大すること、③潜在的な発行体・投資家の市場リテラシーを高めること、④適切な法規制によ

り投資家保護を強化すること、⑤担当省庁間の協調により包括的な政策支援の枠組みを作り上げること、などがあげられる。

### ③モバイル金融の活用（注39）

モバイル技術の活用は、金融包摂を推進するための重要な手段である。アジアで個人の銀行取引が低水準にとどまっている原因として、銀行が近くでない、口座開設手数料がかかる、などがあげられるが、モバイル端末を通じた銀行取引（情報照会・口座振替・送金・決済など）は、これらの問題を解決する有力な方法である。多くの国際機関や2国間援助機関が、モバイル金融を通じた途上国の金融包摂の促進を支援している。

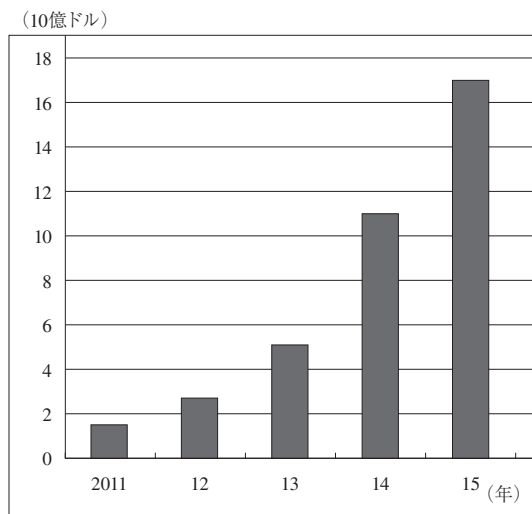
アジア太平洋地域のモバイル契約者数は2013年の17億人から2020年には24億人に増加するとみられており、モバイル金融の利用には大きな可能性がある。途上国のモバイル金融サービスの数は2007年のわずか11から2014年10月には251に増加しており、その約30%を東アジア・南アジア・太平洋地域が占めている。モバイル技術の活用により、金融サービスをより速く・便利に・低コストで提供することが可能になる。

モバイル技術を用いた中小企業向け融資は、まだそれほど活発ではない。その事例としては、2010年に中国のアリババが会員に対するオンライン融資を開始しており、顧客には中小企業も含まれている。また、オンライ

ンのベンチャー・キャピタルの例としては、インドの富裕層や機関投資家が有望企業に投資するIntelcap Impact Investment Networkがあげられる。投資額は100万ドル程度であり、資金を調達する企業や投資家を広範囲に求めるためにモバイル技術が活用されている。ただし、投資に至るプロセスの多くは従来と同じ面談などの方法で行われており、すべての業務がモバイル技術でカバーされているわけではない。

このような方法の一つが、クラウドファンディングである。クラウドファンディングは金額的には欧米が主体であるが、アジアでも急速に拡大している(図表23)。企業・投資家・当局の関心の高まりを受け、2014年8月には

図表23 クラウドファンディングによる世界の資金調達額



(注) 2015年は予測。  
(資料) ADB [2015b], P.36

シンガポールでCrowdfunding Asia 2014 Summitが開催された。

クラウドファンディングはアジアでは比較的新しい動きであるが、域内にはすでに活発なポータルが数多く存在している。例えば、シンガポールには、国内の有望な中小企業に融資を行うMoolahSenseというポータルがあり、100,000～300,000シンガポールドルの融資を無担保で提供している。その他にも、シンガポール・香港・中国などを中心に多くのプラットフォームが存在する(注40)。

クラウドファンディングの普及に向けた課題としては、①取引の基礎となる法規制が未整備であること、②コンピューター経由であるために投資の安全性に懸念があること、③各国ベースでは市場規模が小さいこと、④一部の国では所得水準が低く投資資金が集まらない懸念があること、⑤パソコンやインターネットの普及率が低い国があること、などがあげられる。これらの課題の克服にはある程度時間がかかるとみられるものの、中小企業(特にスタートアップ)の資金調達手段として、クラウドファンディングの可能性は高く評価されている。特に、中小企業と投資家を結びつけるマッチング機能は、従来の中小企業金融のあり方に大きな影響を及ぼす可能性がある。クラウドファンディングが新たな金融手法としていかに信認を確立し、拡大していくかが注目される。

## (6) イノベーションの促進

アジア諸国が生産性を向上させ、中所得国の罫に陥ることなく経済成長を続けるには、従来のような技術の模倣（イミテーション）ではなく、創出（イノベーション）を強化することが不可欠である（注41）。

アジア開発銀行は、知識に立脚した経済（knowledge-based economies）を構築するための4つの柱として、①新たな知識を創出・普及させる効果的なイノベーションのシステム、②教育とスキル、③情報通信インフラ、④経済制度、をあげている。これら4点を評価した「知識経済インデックス」をみると、先進国の8.25に対しアジア諸国は4.4となっている。また、イノベーションのシステムだけをみても、先進国の8.5に対しアジア諸国は4.5である。近年、中国・インド・インドネシアなどでイノベーションを促進する取り組みが強化されたが、アジア全体では大きな課題になっているといえる。

このような状況下、イノベーションの主な担い手である中小企業を対象とした促進策が求められる。Intarakumnerd et al. [2016]では、これを技術の供給側に関する政策（研究開発に対する補助金や科学者・エンジニア等の訓練など）、需要側に関する政策（公共部門の資材調達などを利用した、新技術に対する需要の創出・拡大）、システミックな政策（イノベーションにかかわるアクターを結びつけ

るなどの体制作り）に分け、それぞれのあり方を検討している。

イノベーションに関しては、これをいかにファイナンスするかが重要なポイントとなる。研究開発、必要な技術の習得、新商品の商業化・マーケティングなど、イノベーションのあらゆる局面において資金調達の問題がかかわってくる。また、金融へのアクセスの有無は、起業意欲の決定要因ともなっている。

しかし、民間部門がイノベーションに関する資金供給を行うことは、一般的な中小企業向け融資よりも難しい。イノベーションの成果は不確実であり、特許の資産価値を評価することも容易ではない。革新的な中小企業の場合、融資の担保となる資産、ビジネスの実績、信頼性の高い財務情報、といった信用リスクの軽減につながる要素が不足している。

特に、研究開発の初期段階では成功の可能性が不透明であり、ベンチャー・キャピタルなどの専門的な投資家から資金を得ることも難しい。大企業であれば豊富な自己資金で研究開発費用を賄うことが出来るが、中小企業ではそれは困難であり、多くの場合、初期段階のキャッシュフローはマイナスとなる。これは、情報の非対称性ならびにイノベーションが有する外部性（社会的便益が私的便益を上回る）に関する「市場の失敗」が生じているため、必要な資金供給がなされない状況といえる。

この状況では、政府による政策の実施が重

要な役割を果たす。その前提として、①債権者の権利保護に不可欠な破産法を整備すること、②知的財産権に関する法規制などの企業に対する支援制度を構築すること、③競争的で健全な金融資本市場を整備し、金融機関等の審査・資金供給能力を向上させること、などを行わなければならない。その上で、以下の政策を実施することになる。

第1に、補助金・融資・出資など、様々な形で政府による直接的な資金支援である。これは、前述したイノベーションの多様なプロセスに対して行われる。これらの支援は、研究開発資金が増額されることや支援を受けるために競争が行われることなどによってイノベーションを促進するとともに、民間部門による金融を促すシグナリング効果も有する。ただし、支援する対象の選択 (picking winners) が政策の効果を左右することになる。

第2に、民間部門による金融を促進するための、信用保証などによる支援である。その目的は、有望であるが信用制約を強く受けている企業に対する資金供給を促進することにある。前述した通り、信用保証に関しては、保証が付くことによって銀行が事前審査や事後のモニタリングを怠り、逆選択やモラルハザードの問題が生じて政策目的が果たされなくなることがないようにしなければならない。また、信用保証を受けなくても資金を調達出来るようになった企業は、確実に「卒業」

させなければならない。なお、政府系の専門金融機関を通じて資金を供給する方法も選択肢となるが、この場合も審査が甘くなる可能性があり、規律の維持が欠かせない。

第3に、エクイティ・ファイナンスを支援するためのファンド・オブ・ファンズ (民間のファンドに投資するファンド) の設立や、官民による共同投資である。これらの手法はイノベーションのファイナンスに有効とみなされ、近年、拡大しつつある。ただし、公的資金の供給が過大となってクラウディング・アウトを引き起こしたり、中期的にリスク資本市場の拡大を阻害したりすることは回避しなければならない。なお、民間部門によるエクイティ・ファイナンスの供給経路としては、ベンチャー・キャピタルやクラウドファンディングが含まれることになる。

第4に、イノベーションを促進する多様な活動に関する税制優遇措置である。これには、研究開発費用に関する税額控除や、特定のビジネスに投資する個人に税制優遇を与えるビジネス・エンジェル支援などが含まれる。また、特許などの知的財産から得られる収入を優遇する方法もある。ただし、研究開発全般を対象とした税制優遇の場合、焦点が定まらにくくなる懸念がある。

イノベーションのファイナンスにおいては市場の失敗が政策介入の根拠となるが、政策が常に有効に機能するとは限らない。とはいえ、イノベーションの強化に成功している国

では、例外なくこれを担う企業等が政府の支援を受けている。民間部門のみによって研究開発の初期段階にある企業に対するファイナンスを十分に行うことは難しいと考えられ、公的部門との連携は不可欠である。公的部門には、実施する政策の有効性を継続的に（事前・事後に）検証する姿勢が求められよう。

いうまでもないことであるが、すべての革新的な企業や起業家が成功するわけではない。また、既存の大企業の中から革新的な技術が生まれることも多い。重要なのは、有望なイノベーションを発見することである。政策担当者は、イノベーションに対する深い理解を持ち、その生成・発展過程や企業の様々なニーズに応じた的確な政策を立案・実施することにより、競争力を有する中小企業を育成することが求められる。さらに、法規制や官僚機構などの制度的要因も重要である。特に、イノベーションの促進に関する政策実施のプロセスに、政治的な判断が入り込むことは回避しなければならない。

(注29) 以下の記述は、ADB [2015b] による。

(注30) ADB [2014a]、154ページ。

(注31) ADB [2015b]、32ページ。

(注32) 以下の記述に関しては、ADB [2015b] (12ページ) 参照。

(注33) 以下の記述は、ADB [2014a]、pp.80-92の内容に基づく。

(注34) 保証額の対GDP比は、韓国では6.2%、台湾では4.0%となっている。また、韓国で保証を受けている中小企業の割合は35.8%と日本並みである。

(注35) 以下は、プライスウォーターハウスクーパース [2015]、44ページの記述による。

(注36) 以下は、前原 [2013] を参照した。

(注37) 以下は、ADB and ADBI [2015] (第3章、第4章) を参考とした。

(注38) 以下の結果については、ADB [2014a] (179ページ) 参照。

(注39) ADB [2015b]、29～43ページを参考とした。

(注40) これらの事例に関しては、ADB [2015b] (38～39ページ) 参照。

(注41) 以下の記述は、Chopra [2015] (20ページ以降) を参考とした。

## おわりに

最後に、本稿で述べたことをまとめる。第2次大戦後、アジア諸国は資本蓄積や労働力人口の増加を主なけん引役として高度成長を遂げてきた。しかし、近年、限界資本効率の低下、賃金の上昇、高齢化の進展などに伴って要素投入型成長の限界が明らかとなり、「中所得国の罠」に陥る危険性に注目が集まっている。

特に、世界金融危機以降、先進国経済が減速する中でアジア諸国の潜在成長率や生産性が低下してきたため、生産性の向上や経済成長の持続により高所得国への転換を図る経済構造改革の実施が不可欠であることが強く主張されるようになった。このような改革の具体的な課題としては、労働力供給の維持、産業構造の変化や各産業の生産性の向上などによる産業の高付加価値化、諸政策の実施を支援するビジネス環境整備、貧困削減や環境問題への取り組み、域内経済統合の促進、などがあげられる。

これらを実現するために行うべき政策は多様であり、また、各国ごとに異なる所得水準や経済構造に応じた調整も必要となる。その



中でも、金融資本市場の整備は、あらゆる状況において必要となる基本的な課題といえる。

アジアの金融部門は97年の通貨危機を経て大幅な改善・向上を遂げたものの、先進国の金融部門と比較すれば低水準にあると評価されている。今後の金融部門整備の課題としては、効率的な金融仲介の拡大、長期金融手段の整備、金融包摂の促進、金融安定の維持、域内金融統合の促進、などが重要と考えられる。

さらに、現状では生産性の向上や経済成長の加速が喫緊の課題となっていることを考慮し、金融部門整備の優先項目を絞り込めば、①債券・株式市場の拡大や機関投資家の育成などによる長期金融手段の拡充、②生産性の高い中小企業や新規設立企業をターゲットとした信用の拡大、③インフラ・ファイナンスの強化、となる。本稿では、この中から中小企業金融を選び、その現状と課題について詳しく述べた。

各国における生産性の向上や経済成長の促進に、中小企業は中心的な役割を果たすことが期待される。しかし、中小企業は大企業に比較して信用へのアクセスに関する制約を強く受けており、積極的かつ柔軟に活動していく上で大きな障害となっている。したがって、中小企業向けの多様な金融手段を整備し、制約を緩和しなければならない。

そのためには、銀行部門を中心に金融資本

市場の水準を向上させ、信用リスクの審査、融資実行後のモニタリング、リスク管理などの能力を高めることが前提となる。その上で、第1に、中小企業のバンカビリティの改善を目的に、信用リスクの補完・補強（公的信用保証制度の整備や担保となる資産の多様化など）や透明性の向上（信用リスクに関する情報を共有する制度枠組みの構築）を図ることが求められる。また、本稿では詳しく述べなかったが、中小企業を育成してその能力をフルに発揮させるには信用制約を緩和するだけでは不十分であり、市場アクセスの拡大、経営管理能力の改善、技術革新の支援など、多様な振興策を実施する必要がある。

第2に、中小企業向けの多様な金融手段を整備しなければならない。整備のポイントとしては、中小企業のグローバル・バリュー・チェーンへの参加を促進する貿易金融やサプライチェーン・ファイナンスの強化、長期金融を深化させるための中小企業向け資本市場の拡充、投資家ベースを飛躍的に拡大する可能性があるモバイル金融の推進、イノベーションに関連する資金供給を強化するための官民連携による対応、などがあげられる。

今後、アジア諸国が「中所得国の罠」に陥ることを回避し、高所得国に転換することは、自国が経済成長や貧困削減を実現することを意味するだけでなく、世界経済が成長軌道を維持していくうえでも重要な課題である。アジアの金融部門を整備することは、この目的

を達成するために不可欠であるといえよう。したがって、日本政府としては、金融部門の整備や新産業の育成などに関し、アジア諸国に対する協力を一段と強化する必要がある。

金融部門の整備に関しては、97年の通貨危機以降、ASEAN+ 3 財務大臣会合においてアジア諸国に対する金融協力が実施されてきた。そこでは、長期金融手段の拡充や域内金融統合の促進などを目的とするアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)、域内の金融安定を目指すチェンマイ・イニシアティブ (CMIM) など、多様な活動が行われている。

また、2013年度からは日ASEAN 2 国間金融協力が開始され、インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイを中心に、各国ごとに異なるニーズに応じた協力が進められている。そこでは、多様な課題が取り上げられる中で、中小企業信用リスクデータベースの構築など、中小企業金融の促進に対して重点的な取り組みが行われている。

今後、アジアの経済発展を加速させるための金融部門整備という観点を重視し、これらの取り組みを一段と効果的なものにしていく努力が求められよう。

#### 参考文献

1. 伊藤友見・篠宮正義 [2013] 「マレーシア・タイにおける中小企業金融支援調査 (後篇)」 (日経研月報、7月)
2. 岩壺健太郎 [2014] 「邦銀による資金決済・貿易金融の新潮流—キャッシュ・マネジメントとサプライチェーン・ファイナンス—」 (アジア太平洋研究所、1月8日)
3. 大野健一 [2016] 「中所得の罫とアジア」 (日本経済新聞『やさしい経済学』、8月1日～8月10日)

4. 関税・外国為替等審議会 アジア諸国との金融協力等に関する専門部会 [2014] 「報告書」 (6月)
5. 北野陽平 [2016] 「ASEANにおける中小企業金融の現状と今後の展望」 (野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter)
6. 清水聡 [2011] 「なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか」 (日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.11 No.43)
7. 清水聡 [2014] 「経済共同体の設立とASEAN諸国の金融資本市場」 (日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.55)
8. 清水聡 [2015] 「アジアにおけるインフラ・ファイナンス—現状と課題—」 (日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.15 No.59)
9. 清水聡 [2016a] 「国際金融情勢がASEAN諸国の金融安定に与える影響—求められる資本流出への備え—」 (日本総研『JRIレビュー』Vol.3 No.33)
10. 清水聡 [2016b] 「アジアのインフラ整備における官民連携 (PPP) 拡大の課題」 (日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.16 No.61)
11. 末廣昭 [2014] 『新興アジア経済論—キャッチアップを超えて—』 (岩波書店)
12. 中曾宏 [2015] 「アジア経済の過去・現在・未来」 (日本証券アナリスト協会主催国際セミナーにおける講演、4月24日)
13. 濱田美紀 [2016] 「アクセスだけが問題か? インドネシアの中小企業金融」 (成城学園創立100周年記念シンポジウム講演資料、6月11日)
14. プライスウォーターハウスクーパース [2015] 「平成27年度中小企業・小規模事業者の海外展開に係る金融環境等に関する調査事業 最終報告書」 (中小企業庁)
15. 前原康宏 [2013] 「中小企業金融における信用リスクデータベースの役割」 (RIETI Discussion Paper Series 13-J-067、9月)
16. 三重野文晴 [2015] 『金融システム改革と東南アジア—長期趨勢と企業金融の実証分析—』 (勁草書房)
17. 山上秀文 [2016] 「アジアのリテール・中小企業金融と証券化—タイ・アユタヤ銀行などのケーススタディー—」 (成城学園創立100周年記念シンポジウム講演資料、6月11日)
18. ADB [2011] “Financial Sector Operational Plan,” May.
19. ADB [2013] “Asia’s Economic Transformation: Where to, How, and How Fast?” *Key Indicators for Asia and the Pacific 2013*.
20. ADB [2014a] “ADB-OECD Study on Enhancing Financial Accessibility for SMEs.”
21. ADB [2014b] *Asia SME Finance Monitor 2013*.
22. ADB [2015a] “Financing Asia’s future growth,” *Asian Development Outlook 2015*.
23. ADB [2015b] *Asia SME Finance Monitor 2014*.
24. ADB [2016] “Asia’s potential growth,” *Asian Development Outlook 2016*.
25. ADB and ADBI [2015] “Integrating SMEs into Global Value Chains: Challenges and Policy Actions in Asia.”

26. Asian Productivity Organization [2015] "Innovation and SME Financing in Selected Asian Economies."
27. Chopra, Ajai [2015] "Financing Productivity-and Innovation-Led Growth in Developing Asia : International Lessons and Policy Issues," Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP15-6, Mar.
28. Ding, Ding, W. Raphael Lam and Shanaka J. Peiris [2014] "Future of Asia's Finance : How Can It Meet Challenges of Demographic Change and Infrastructure Needs?" IMF Working Paper No.126, Jul.
29. Estrada Gemma B., Marcus Noland, Donghyun Park, and Arief Ramayandi [2015] "Financing Asia' s Growth," ADB Economics Working Paper Series No. 438, Jul.
30. IMF [2015] "Singapore 2015 Article IV Consultation—Staff Report," IMF Country Report No.15/199, Jul.
31. Intarakumnerd, Patarapong and Akira Goto [2016] "Technology and Innovation Policies for Small and Medium-Sized Enterprises in East Asia," ADBI Working Paper Series No.578, Jul.
32. Lagarde, Christine [2015] "The Future of Asian Finance : Ensuring Stability and Continued Prosperity," speech in Jakarta, Indonesia, Sep.2.
33. OECD [2016] *Economic Outlook for Southeast Asia, China and India 2016, Enhancing Regional Ties.*
34. Rao, Vivek [2015] "Developing the Financial Sector and Expanding Market Instruments to Support a Post – 2015 Development Agenda in Asia and the Pacific," ADB Sustainable Development Working Paper Series No. 36, Mar.
35. Sahay, Ratna, Martin Čihák, Papa N' Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka, and Seyed Reza Yousefi [2015] "Rethinking Financial Deepening : Stability and Growth in Emerging Markets," IMF Staff Discussion Note SDN/15/08, May.
36. Zhuang, Juzhong, Herath Gunatilake, Yoko Niimi, Muhammad Ehsan Khan, Yi Jiang, Rana Hasan, Niny Khor, Anneli S. Lagman-Martin, Pamela Bracey, and Biao Huang [2009] "Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction : A Literature Review," ADB Economics Working Paper Series No.173, Oct.