

ASEAN における中小企業金融の現状と今後の展望

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. 2015 年 12 月 31 日に ASEAN 経済共同体 (AEC) が創設された。ASEAN では、中小企業は企業数で圧倒的なシェアを占め、雇用や GDP への貢献という点でも大きな存在感を持っている。中小企業の活力向上は、ASEAN 諸国が中長期的に高成長を維持する上で重要な要素の一つである。しかし、現状では中小企業には十分な金融サービスが提供されておらず、それが成長を妨げる大きな要因の一つとなっている。
2. 中小企業の金融サービスへのアクセスを妨げる要因は、資金提供側と資金需要側の双方にある。資金提供側の事情として費用対効果が低い点、銀行に対する自己資本規制、中小企業向け融資に対する経験・ノウハウの不足、資金需要側の事情として金融リテラシーの欠如が挙げられる。ASEAN 各国では、信用情報機関や信用保証スキームをはじめとして様々な金融インフラ・制度整備が進められてきたが、依然として大きな資金需給ギャップが存在している。
3. 近年、欧米諸国を中心に、中小企業の金融アクセス改善に向けて、FinTech を活用する動きがある。FinTech は、既存の金融機関が提供していない革新的なソリューション、または既存の金融機関が提供している金融商品・サービスをより効率的に中小企業に提供することができる。その中でも、ピア・ツー・ピア (P2P) レンディングと投資型クラウドファンディングが注目され、シンガポール、マレーシア、タイを中心に制度整備が進められている。
4. FinTech は、中小企業金融におけるゲーム・チェンジャーとなる可能性を秘めている。しかし、ASEAN では FinTech 企業を取り巻くエコシステムが確立されておらず、短期間に急速なペースで普及するというよりは、既存の金融取引を補完する形で徐々に広がっていくと考えられる。FinTech 活用の動きが広がれば、より大規模な資金調達を行うために、新規上場や社債発行の機会を模索する中小企業が増加し、投資家の参加も促進されることで、ひいては資本市場の発展につながる可能性がある。ASEAN における中小企業金融を巡る今後の動向が注目されよう。

I ASEAN 経済共同体の創設により重要性が高まる中小企業金融

2015年12月31日にASEAN経済共同体（ASEAN Economic Community、AEC）が創設された。AEC創設により、域内経済の統合だけでなくグローバル経済との統合が進展することで、多国籍企業や域内の大企業による投資が活性化すると見込まれている。そうした潮流の中で、中小企業はバリューチェーンの統合を通じてビジネス拡大の機会がもたらされる一方で、競争環境の激化により、競争力の強化に向けた生産性の向上が求められる。AEC創設に向けて2007年に採用されたAECブループリント（ASEAN Economic Community Blueprint）では、4本柱¹の一つとして公平な経済発展が掲げられ、目標の一つとして中小企業の振興が挙げられていたが、2015年11月に発表された2025年までのAECブループリント（ASEAN Economic Community Blueprint 2025）においても、引き続き中小企業²の振興が目標として掲げられている。

ASEANにおいては、中小企業は企業数で圧倒的なシェアを占めているだけでなく、雇用やGDPへの貢献という点でも大きな存在感を持っている。中小企業の活力向上は、今後ASEAN諸国が中長期的に高い経済成長を維持するための重要な要素の一つである。しかし、多くの中小企業には十分な金融サービスが提供されておらず、それが成長を妨げる大きな要因の一つとして指摘されており、中小企業の金融サービスへのアクセス向上が不可欠となっている。2016年から2025年を対象期間とする中小企業の振興に関するASEAN戦略的アクションプラン（ASEAN Strategic Action Plan for SME Development 2016-2025）では、五つの戦略的目標が掲げられており、そのうちの一つとして金融アクセスの向上が打ち出されている（図表1）。当該目標に対して期待される成果として、①金融アクセスに関する制度的枠組みの整備・強化、②金融包摂及び金融リテラシー向上の推進、並びに中小企業が金融システムに参加するための能力強化、が挙げられている³。

図表1 中小企業の振興に関するASEAN戦略的アクションプラン

戦略的目標	期待される成果
生産性、テクノロジー、イノベーションの推進	生産性の向上
	産業クラスターの推進
	競争優位の主な源泉としてのイノベーションの推進
金融アクセスの向上	金融アクセスに関する制度的枠組みの整備・強化
	金融包摂及び金融リテラシーの推進、並びに中小企業が金融システムに参加するための能力強化
市場アクセスと国際化の推進	市場アクセス及びグローバル・サプライチェーンへの統合に係る支援スキームの更なる発展
	輸出能力の向上
政策及び規制環境の改善	政策及び規制に関する政府間及び政府内での協力の推進
	中小企業の影響力向上及び意思決定プロセスへの関与促進
	許認可の取得及び企業登録に係るプロセスの一元化
起業家精神及び人的資本開発の促進	起業家精神に関する教育及び学習プログラムの確立
	中小企業の人的資本（特に女性及び若者）の育成推進

（出所）ASEAN Strategic Action Plan for SME Development 2016-2025 より野村資本市場研究所作成

¹ 4本柱には他に、単一の市場・生産拠点、競争力のある経済地域、グローバル経済との統合が含まれる。

² 厳密には零細・中小企業であるが、本稿では零細企業と中小企業を一括りにして中小企業と表記する。また、ベンチャーも中小企業の一部とする。

³ 中小企業の振興はAECだけでなく、アジア太平洋経済協力（Asia-Pacific Economic Cooperation、APEC）の枠組み等においても議論されている。

以上を踏まえ、本稿では ASEAN の中で相対的に経済規模が大きく、AEC の発展に対する影響力が強いと考えられるインドネシア、タイ、マレーシア、シンガポール、フィリピン、ベトナムの 6 か国（以下、ASEAN 主要 6 か国とする）を対象として、中小企業金融の現状や課題について整理するとともに、今後の展望を考察する。

II ASEAN 主要 6 か国における中小企業のプレゼンス

中小企業の定義は世界各国で異なっており、ASEAN においても定義が統一されていない。ASEAN 主要 6 か国では、中小企業に該当するかどうかの判断指標として、従業員数、売上高、資産規模が用いられており、さらに細分化された数値基準により、零細企業、小企業、中企業に分類される。例えば、インドネシアでは売上高と純資産が指標となっており、具体的には売上高が 3 億ルピア（約 260 万円）以下または純資産が 5,000 万ルピア以下の場合に零細企業、売上高が 3 億ルピア超 25 億ルピア以下または純資産が 5,000 万ルピア超 5 億ルピア以下の場合に小企業、売上高が 25 億ルピア超 500 億ルピア以下または純資産が 5 億ルピア超 100 億ルピア以下の場合に中企業として分類される（図表 2）。また、タイ、マレーシア、ベトナムでは、セクター毎に異なる数値基準が設定されている。例えば、タイにおける従業員数の基準を見ると、製造業・サービス業では 50 名以下、卸売業では 25 名以下、小売業では 15 名以下の場合に小企業として分類される。

ASEAN 主要 6 か国における中小企業の企業数は合計で約 6,300 万社であり⁴、最も少ないシンガポールが約 19 万社、最も多いインドネシアが約 5,800 万社と国によって大きな差が見られる（図表 3）。中小企業の企業数が全体に占める割合は 6 か国全てにおいて 97%超となっている。セクター内訳を見ると、国毎にばらつきが見られるものの、総じて商業とサービス業が高い割合を占めている。

また、前述の通り、中小企業は雇用や GDP への貢献という点でも大きな存在感を持っている。中小企業の雇用が全体に占める割合は、最も低いベトナムで 47%、最も高いインドネシアでは 97%である（図表 4）。中小企業の GDP が全体に占める割合については、最も低いマレーシアで 33%、最も高いインドネシアでは 60%となっている。国際金融公社によると、途上国全体における中小企業の雇用及び GDP の割合は各々 45%、33%であり⁵、途上国全体との比較からも、ASEAN 主要 6 か国における中小企業のプレゼンスが高いことが窺える。

⁴ 国際金融公社と McKinsey & Company によると、途上国全体における中小企業の企業数は、インフォーマルセクター（公式に統計や記録に含まれない経済部門）を含めて 3.65~4.45 億社と推定されている。

⁵ International Finance Corporation, “Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World,” October 2010.

図表 2 中小企業の定義

		零細企業	小企業	中企業
インドネシア	売上高	3億ルピア以下	3億ルピア超25億ルピア以下	25億ルピア超500億ルピア以下
	純資産 (土地・建物除く)	5,000万ルピア以下	5,000万ルピア超5億ルピア以下	5億ルピア超100億ルピア以下
タイ	従業員数	-	製造業・サービス業: 50名以下 卸売業: 25名以下 小売業: 15名以下	製造業・サービス業: 51~200名 卸売業: 26~50名 小売業: 16~30名
	固定資産 (土地除く)	-	製造業・サービス業・卸売業: 5,000万 パーツ以下 小売業: 3,000万パーツ以下	製造業・サービス業: 5,000万パーツ超 2億パーツ以下 卸売業: 5,000万パーツ超1億パーツ以下 小売業: 3,000万パーツ超6,000万パーツ 以下
マレーシア	従業員数	4名以下	製造業: 5~74名 サービス業・その他: 5~29名	製造業: 75~200名 サービス業・その他: 30~75名
	売上高	30万リンギット未満	製造業: 30~1,500万リンギット未満 サービス業・その他: 30~300万 リンギット未満	製造業: 1,500~5,000万リンギット サービス業・その他: 300~2,000万 リンギット
シンガポール	従業員数	200名以下		
	売上高	1億シンガポールドル以下		
フィリピン	従業員数	9名以下	10~99名	100~199名
	総資産 (土地除く)	300万ペソ以下	300万ペソ超1,500万ペソ以下	1,500万ペソ超1億ペソ以下
ベトナム	従業員数	10名以下	農林水産業・工業・建設業: 11~200名 商業・サービス業: 11~50名	農林水産業・工業・建設業: 201~300名 商業・サービス業: 51~100名
	総資本	-	農林水産業・工業・建設業: 200億ドン 以下 商業・サービス業: 100億ドン以下	農林水産業・工業・建設業: 200億ドン超 1,000億ドン以下 商業・サービス業: 100億ドン超500億ドン 以下

(注) 1. 2015年末の為替レートは、1ルピア=0.00872円、1パーツ=3.337円、1リンギット=28.021円、
1シンガポールドル=84.78円、1ペソ=2.566円、1ドン=0.00535円。

2. ハイフンは、数値基準が定められていないことを意味する。

(出所) Asia SME Finance Monitor 2014、シンガポール規格生産性革新庁より野村資本市場研究所作成

図表 3 中小企業の企業数及びセクター内訳

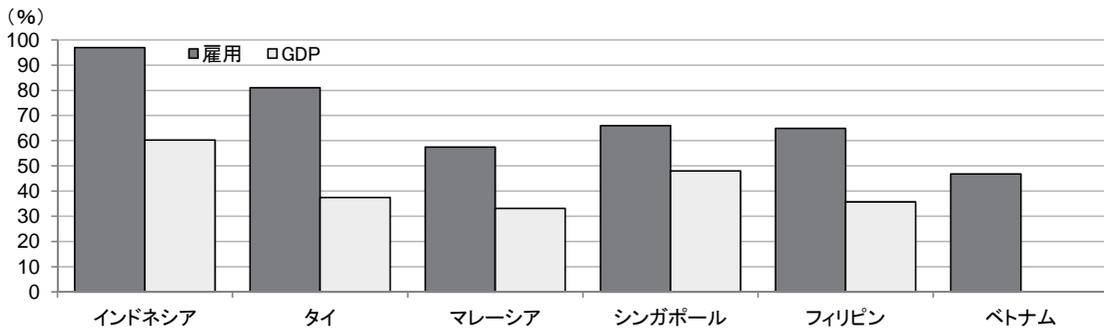
	中小企業の 企業数(社)	中小企業の企業数が 全体に占める割合(%)	中小企業のセクター内訳(%)
インドネシア	57,895,721	99.9	農林水産業48.8、卸売業・小売業等28.8、サービス業6.9、運輸業6.9、 製造業6.4、その他2.1
タイ	2,763,997	97.2	商業43.5、サービス業39.1、製造業17.4
マレーシア	645,136	97.3	サービス業90.3、製造業5.7、建設業2.9、農業1.0、鉱業0.05
シンガポール	187,700	99	-
フィリピン	940,886	99.6	商業・修理業46.4、サービス業39.4、製造業12.5、農林水産業0.9、 その他0.8
ベトナム	333,835	97.7	商業39.8、サービス業20.5、製造業15.7、建設業13.8、農林水産業1.1、 その他9.0

(注) 1. インドネシアは中小企業の企業数及び全体に占める割合が2013年末、セクター内訳が2011年末の数
値。タイは2013年末、マレーシアは2010年末、シンガポールは2014年末、フィリピンとベトナム
は2012年末の数値。

2. マレーシアにおける中小企業のセクター内訳は合計が100%になるように調整。

(出所) Asia SME Finance Monitor 2014、シンガポール統計局より野村資本市場研究所作成

図表 4 中小企業の雇用及び GDP が全体に占める割合



(注) インドネシア、タイ、マレーシアは 2013 年 (末)、シンガポールは 2014 年 (末)、フィリピンは雇用が 2012 年末、GDP が 2006 年の数値。ベトナムの雇用は 2012 年末の数値で、GDP については開示されていない。

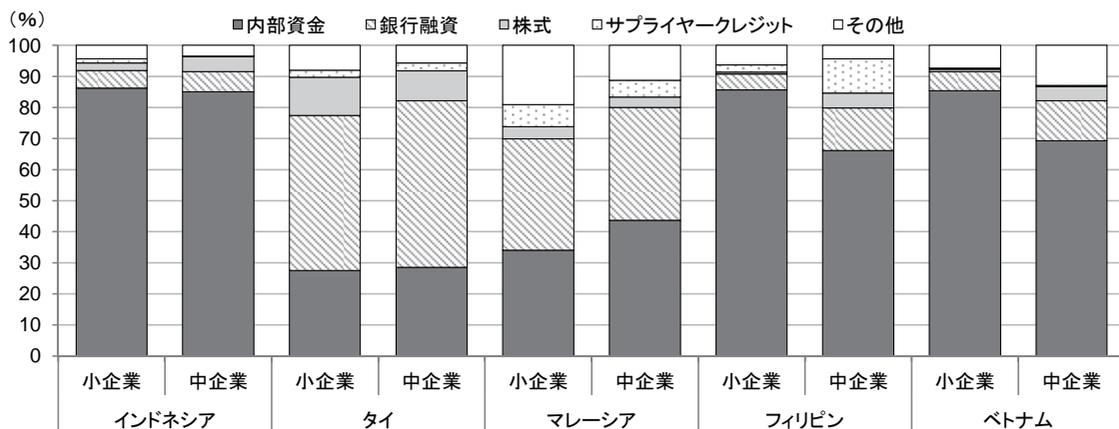
(出所) Asia SME Finance Monitor 2014、シンガポール統計局より野村資本市場研究所作成

III 金融サービスへのアクセス向上を必要とする中小企業

1. 中小企業の金融サービスへのアクセス状況

中小企業は、設備投資、運転資本の確保、キャッシュフロー管理をはじめとして、様々な目的で資金調達を必要としている。中小企業の主な資金調達手段として、内部資金、銀行融資、株式発行・売却、サプライヤークレジット⁶等が挙げられる。世界銀行グループの調査によると、ASEAN の中小企業による投資用資金の調達においては、総じて内部資金への依存度が高い。タイとマレーシアでは銀行融資の割合が相対的に高く内部資金の割合は 3~4 割程度であるが、インドネシア、フィリピン、ベトナムにおいては内部資金が 6~8 割超を占め主要な資金調達源となっている (図表 5)。小企業と中企業の資金調達を

図表 5 中小企業の投資用資金の調達源



(注) 1. インドネシア、フィリピン、ベトナムは 2009 年、マレーシアは 2007 年、タイは 2006 年の数値。
 2. 小企業は従業員 5~19 名の企業、中企業は従業員 20~99 名の企業を指す。
 3. その他には、ノンバンク融資、知人からの借入、債券等が含まれる。

(出所) World Bank Group Enterprise Surveys より野村資本市場研究所作成

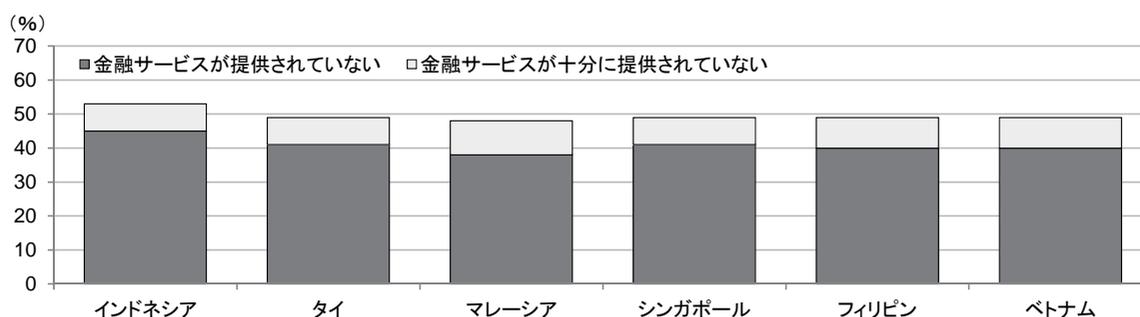
⁶ 商品供給先への買掛債務の支払い期限を延長する財務手法。サプライヤーフイナンスとも称される。

比較すると、インドネシア、フィリピン、ベトナムでは小企業の方が内部資金の割合が高いのに対し、タイ、マレーシアでは中企業の方が内部資金の割合が高くなっており、国毎にばらつきが見られる。

中小企業が資金調達において内部資金に大きく依存している理由として、多くの中小企業が金融サービスへのアクセスに困難を感じている点が指摘されている。国際金融公社のデータベースによると、金融サービスが提供されていない、または十分に提供されていない中小企業の割合は ASEAN 主要 6 か国において約 5 割となっている（図表 6）。潜在的な資金需要額と実際の与信額の差を表すクレジット・ギャップは、タイが 659 億米ドルで最も大きく、6 か国合計では 1,730 億米ドルとなっている（図表 7）。一社当たり平均クレジット・ギャップを見ると、シンガポールが 9.8 万米ドルで最も大きい。

また、融資全体に占める中小企業向け融資の割合（残高ベース）は、インドネシアが 19.7%、タイが 34.5%、マレーシアが 16.3%、フィリピンが 10.3%、ベトナムが 27.9%に留まっており⁷、企業数、雇用、GDP で見た中小企業のシェアと比較すると低水準にある。この点からも、多くの中小企業に十分な金融サービスが提供されていないことが窺える。

図表 6 金融サービスへのアクセス改善が必要な中小企業の割合



(注) 従業員 250 名以下の企業が対象。

(出所) IFC Enterprise Finance Gap Database より野村資本市場研究所作成

図表 7 中小企業のクレジット・ギャップ

	クレジット・ギャップ (億米ドル)	一社当たり平均クレジット・ギャップ (米ドル)
インドネシア	275	1,264
タイ	659	11,813
マレーシア	194	15,375
シンガポール	238	97,603
フィリピン	117	6,136
ベトナム	247	5,446
ASEAN主要6か国	1,730	4,899

(注) 一社当たり平均クレジット・ギャップは、クレジット・ギャップを金融サービスが提供されていない、または十分に提供されていない中小企業の企業数で除して算出。

(出所) IFC Enterprise Finance Gap Database より野村資本市場研究所作成

⁷ インドネシアとマレーシアは 2014 年末、タイは 2013 年末、フィリピンは 2014 年 9 月末、ベトナムは 2012 年末の数値。

2. 中小企業の金融サービスへのアクセスを妨げる要因

多くの中小企業に十分な金融サービスが提供されていない要因は、資金提供側と資金需要側の双方にある。資金提供側の事情として、第一に費用対効果が低い点が挙げられる。一般的に、中小企業は収益性が低く、キャッシュフローが不安定であり、財務諸表が適切に整備されていないことがある。また、第三者機関による信用情報が乏しいケースも多い。そのため、銀行融資の場合、借入人の審査に手間がかかる一方で、総じて一件当たりの融資額が小さいことから、銀行にとって中小企業向け融資に積極的に取り組むインセンティブが少ない。その結果、銀行は中小企業への融資の際、リスクに見合う形で多くの担保を要求または高い融資金利を適用するが、融資条件が厳しいが故に、中小企業は資金調達を断念せざるを得ない場合がある。

第二に、銀行に対する自己資本規制である。バーゼルⅢの下では中小企業向け融資は大企業向け融資よりも高いリスク・ウェイトが適用される。そのため、バーゼルⅢを導入している、または導入を予定している銀行は、中小企業向け融資に対して慎重な姿勢を取る傾向があると指摘されている。

第三に、銀行の中小企業向け融資に対する経験・ノウハウの不足である。ASEANの銀行セクターは、政府・政府系ファンドや財閥系企業が主要株主となっている銀行が中心であり、かつ上位行への集約が進んだ結果、各国において主要銀行数行が高い市場シェアを占めている。それらの銀行は、伝統的に政策的な融資や財閥系企業向け融資を重視してきたことから、一部の銀行を除くと中小企業金融やコミュニティ・バンキングにおいて必ずしも十分な経験・ノウハウを有していない。但し、中には中小企業向け融資を戦略的に重視している主要銀行もあり、今後そうした銀行が政府の後押しを受けて、中小企業向け融資を積極化していく可能性がある。

他方で、資金需要側の事情としては、金融リテラシーの欠如が挙げられる。中小企業は人的資本の制約から、財務専門の担当者を配置する余裕がないことがある。そうした企業は、どのような資金調達手段が存在し、どの方法が最も効率的であるかを十分に認識していない場合がある。仮に中小企業がそれらの点を認識している場合でも、資金調達の実行力に欠けることがある。

IV 中小企業の金融アクセス改善に向けた金融インフラ・制度整備

1. 中小企業金融に係る金融インフラ・制度整備の状況

中小企業金融に係る金融インフラ・制度整備について、東アジア・アセアン経済研究センター（Economic Research Institute for ASEAN and East Asia、ERIA）⁸が経済協力開発機構（Organisation for Economic Co-operation and Development、OECD）の協力を得て2014年3

⁸ 東アジア経済統合の推進を目的として、政策研究・政策提言を行う国際的機関であり、2008年に設立された。

図表 8 中小企業の金融アクセスに係る金融インフラ・制度整備のスコア

		インドネシア	タイ	マレーシア	シンガポール	フィリピン	ベトナム
法規制の 枠組み	地籍	5.5	4.5	5.0	6.0	3.5	3.0
	担保・貸倒引当金	3.5	3.5	3.0	5.0	3.5	3.5
	債権者の権利	5.5	4.0	5.0	6.0	3.0	3.5
金融市場 の整備	信用保証スキーム	4.0	4.5	5.0	5.0	4.0	3.5
	信用情報機関	2.0	6.0	6.0	6.0	1.5	4.5
	マイクロファイナンス・ファシリティ	5.0	4.0	4.0	5.0	4.0	3.5
	リース	5.0	5.0	3.5	6.0	4.0	3.5
	ファクタリング	4.0	4.0	4.0	6.0	4.0	2.5
	投資家の存在	4.0	3.5	6.0	6.0	4.0	3.5
	株式市場へのアクセス	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.0
総合スコア		4.3	4.3	4.6	5.6	3.6	3.4

(注) 各国の総合スコアは、法規制の枠組みの平均スコアと金融市場の整備の平均スコアを単純平均した値であり、各項目の平均値とは一致しない。

(出所) ASEAN SME Policy Index 2014 より野村資本市場研究所作成

月に発表した ASEAN SME Policy Index 2014⁹によると、法規制の枠組みと金融市場の整備が評価軸として挙げられている。法規制の枠組みは、地籍（土地使用权を含む）、担保・貸倒引当金、債権者の権利から構成されている。金融市場の整備には、信用保証スキーム、信用情報機関、マイクロファイナンス・ファシリティ、リース、ファクタリング¹⁰、投資家の存在、株式市場へのアクセスが含まれている。ASEAN SME Policy Index は、各国における金融インフラ・制度整備の状況が指数化されており、スコアは最低が 1 で最高が 6 である。各国の総合スコアを見ると、インドネシアが 4.3、タイが 4.3、マレーシアが 4.6、シンガポールが 5.6、フィリピンが 3.6、ベトナムが 3.4 となっている（図表 8）。

2. 中小企業金融に係る金融インフラ・制度整備に向けた各国の取組み

中小企業金融に係る金融インフラ・制度整備の中でも、特に注目されるのが信用情報機関と信用保証スキームである。仮に中小企業が高い信用力を有していても、信用情報が整備されていないならば、銀行から融資を受けることができない可能性がある。また、信用力が低い中小企業が資金調達を行うためには、政府・政府機関等による信用保証が重要な役割を果たす。以下では、ASEAN 主要 6 各国における信用情報機関と信用保証の整備状況を説明するとともに、金融インフラ・制度整備に関するその他の主な取組みを紹介する。

⁹ SME Policy Index は OECD により開発された中小企業向け政策の評価ツールであり、類似したアプローチを活用した ASEAN SME Policy Index が ERIA により導入された。同 Index は、金融アクセスの他、制度的枠組み、支援サービスへのアクセス、国際市場への展開、起業家教育の促進を含む計 8 項目から構成される。

¹⁰ ファクタリングは、売掛債権の早期現金化を意味する。

• インドネシア

中央銀行であるインドネシア銀行（Bank Indonesia、BI）が、金融セクターにおける企業及び個人の信用情報を管理している。また、1993年に金融サービス庁（Otoritas Jasa Keuangan、OJK）及びBIの主導により設立された独立系信用格付機関であるPEFINDOも、企業の信用情報を提供している。現在OJKとBIは、企業及び個人に関する包括的な信用情報データベースの構築に向けて協働しており、2016年中に稼働させることを目標としている¹¹。信用保証については、中央信用保証機関と地域信用保証機関があり、二層的な構造となっている。これらの公的信用保証機関は、銀行・ノンバンクを通じて中小企業向けに様々な保証スキームを提供している。代表的な信用保証スキームの一つとして、2007年に開始されたPeople's Business Creditが挙げられ、当該スキームの下では対象額の70~80%が公的信用保証機関により、残り20~30%が参加銀行により保証される。

BIは2012年、融資全体に占める中小企業向け融資の割合（残高ベース）を20%以上にすることを銀行に義務付ける規則を導入した¹²。当該規則は段階的に適用され、銀行は中小企業向け融資の割合を2016年までに10%以上、2017年までに15%以上、2018年までに20%以上にする必要がある。資本市場の活用については、中小企業に特化した株式市場は創設されていないが、中小企業の新規上場を促進するために、上場要件を緩和する規則が2012年12月に導入された。具体的には、中小企業は新規上場の際に要約目論見書の発行が免除され、目論見書での開示が求められる財務諸表が3事業年度分から2事業年度分に軽減された。

• タイ

2005年に設立された国家信用情報機関（National Credit Bureau）¹³が、企業及び個人の信用情報を管理し、銀行・ノンバンク等の会員向けに情報を提供している。信用保証については、1991年に設立された財務省傘下のタイ信用保証公社（Thai Credit Guarantee Corporation）により供与されている。中小企業の成長段階や規模に応じて、保証期間、保証上限額、保証範囲、保証料率が異なる複数の信用保証スキームが提供されている。

国家の中小企業政策の策定・調整を行う中小企業振興庁（Office of Small and Medium Enterprises Promotion）は、5年毎に中小企業振興マスタープラン（SMEs Promotion Master Plan）を公表している。2012年から2016年を対象期間とする第3次マスタープランでは、戦略的アクションプランの一つとして金融アクセスの向上が掲げられている。具体的な目標として、中小企業の金融面での能力開発、中小企業向け金融商品・サービスの拡充、信用保証制度の改善、集中型信用情報データベースの活用の推進等が挙げられている。また、タイ証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）は、中小企業による資本市場

¹¹ “OJK, BI to build comprehensive debtor database,” *The Jakarta Post*, 3 December, 2015.

¹² 直接融資だけでなく、転貸による間接融資も認められる。銀行は当該規則を満たさない場合、中小企業の能力開発プログラム向けに資金を拠出することが求められる。

¹³ 中央信用情報サービス（Central Credit Information Services）とタイ信用情報機関（Thai Credit Bureau）が2005年に合併する形で設立された。

の活用に向けて、①申請費用等の免除を通じた社債発行の促進、②研修の実施や上場費用の免除を通じた新規上場の促進、③適格投資家によるリスクがより高い金融商品への投資の促進、を目的としたプログラムを提供している。

• マレーシア

2008年に設立されたマレーシア信用情報機関（Credit Bureau of Malaysia）が、国内の中小企業及び個人に関する包括的な信用情報を提供している。信用保証については、1972年に中央銀行と金融機関との共同により設立されたマレーシア信用保証公社（Credit Guarantee Corporation Malaysia）により供与されている。一般的な信用保証に加え、グリーン・テクノロジー等の特定分野を支援するスキームも提供されている。

中小企業の振興に関する政府の最高意思決定機関である国家中小企業開発会議（National SME Development Council）¹⁴は、2012年から2020年を対象期間とする中小企業マスタープラン（SME Masterplan）において、重点6分野¹⁵の一つとして金融アクセスの向上を掲げている。中小企業の振興促進を目的として設立されたマレーシア中小企業振興公社（SME Corporation Malaysia）は2009年以降、国内全ての中小企業を対象として、金融面を含めた様々な支援を提供している。マレーシア証券委員会（Securities Commission Malaysia、SC）は、2011年から2020年を対象期間とする資本市場マスタープラン2（Capital Market Masterplan 2）において、資本市場の発展に向けた施策の一つとして、中小企業の成長促進を掲げており、中小企業に対する健全な新規公開市場の提供をアクションプランとして打ち出している。

• シンガポール

2002年に設立された政府認定の民間信用情報機関である DP SME Commercial Credit Bureau が、国内の中小企業及び個人に関する信用情報を提供している。信用保証については、貿易産業省（Ministry of Trade and Industry）の下位機関である規格生産性革新庁（SPRING Singapore）及び国際企業庁（International Enterprise Singapore）により供与されている。両庁は、中小企業の運転資本の確保を目的とした保証プログラム（Loan Insurance Scheme）を共同で提供しており、中小企業向け融資の保証業者に対する保証料の50%を助成する。保証業者が引き受けられない中小企業向け融資については、両庁により保証される。

また、信用保証以外にも、中小企業の発展段階やニーズに応じて、融資・出資、中小企業を投資対象とする投資家に対する支援、助成金の提供等、中小企業の振興を推進するための様々なプログラムが提供されている¹⁶。

¹⁴ 首相が議長を務め、14省庁の大臣及び中小企業の振興に係る3機関の代表が出席する会議である。

¹⁵ 金融アクセスの向上以外には、イノベーション及びテクノロジーの採用、人的資本の開発、市場アクセス、法規制環境、インフラの整備が含まれる。

¹⁶ スタートアップ企業向けの支援プログラムの詳細については、北野陽平「シンガポールにおいて活性化するベンチャー育成に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号参照。

• フィリピン

2008年に設立された信用情報公社（Credit Information Corporation）が、国内の企業及び個人に関する包括的な集中型信用情報システムを管理している。同公社は銀行、保険会社、その他金融機関等から信用情報を収集している。信用保証については、中小企業公社（Small Business Corporation）及びフィリピン中央銀行（Bangko Sentral ng Pilipinas, BSP）により供与されている。中小企業公社は、様々な資金使途の融資を保証対象としており、担保の有無に応じて複数の保証メニューを提供している。2008年に開始されたBSPのCredit Surety Fund Programは、協同組合、地方政府、パートナー機関の出資金に依拠する信用補完スキームであり、出資機関は銀行から融資を受ける際に活用することができる。

銀行は、零細・中小企業マグナ・カルタ（Magna Carta for Micro, Small and Medium Enterprises）に基づき、融資全体に占める零細・小企業向け融資の割合（残高ベース）を8%以上、中企業向け融資の割合を2%以上にすることが義務付けられている。銀行が当該規則を遵守しているかどうかは、BSPにより監視される。また、BSPは銀行の中小企業向け融資を促進するため、一定の条件を満たす場合に預金準備やリスク・ウェイトを軽減する等のインセンティブ・プログラムを提供している。資本市場の活用については、フィリピン商工会議所（Philippine Chamber of Commerce and Industry）が策定した資本市場発展ブループリント（Capital Market Development Blueprint）において、中小企業向け株式市場であるSME Boardへの新規上場の促進が目標として掲げられている。

• ベトナム

中央銀行であるベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam）の信用情報センター（Credit Information Center）が、信用情報データベースを管理している。同センターは、ベトナム社会政策銀行（Vietnam Bank for Social Policies）やベトナム開発銀行（Vietnam Development Bank, VDB）から情報提供を受けており、データベースには60万社超の企業情報及び2,000万人超の個人情報蓄積されている。また、2007年に商業銀行の共同出資により設立されたPCB Investment Joint Stock Companyも、グローバル大手信用情報プロバイダーであるCRIFと共同で2013年から企業及び個人の信用情報を提供している。信用保証については、VDB及び地域の信用保証基金により供与されている。VDBは、プロジェクト投資額の最大85%を保証する。信用保証基金は財務省により管理され、地方政府により運営されており、2014年末時点で国内に21基金ある。

計画投資省（Ministry of Planning and Investment）は2013年、国家の重点セクターへの中小企業の参加を促進するため、中小企業開発基金（SME Development Fund）¹⁷を設立した。中小企業はプロジェクト毎に300億ドン（約1.6億円）を上限として、投資額の70%まで融資を受けることができる。融資期間は7年以下で、融資金利は商業銀行が提示する利率の90%が上限とされる。

¹⁷ 当初の定款資本金は2兆ドンで、財務省の合意を得た計画投資大臣からの要請に基づき、首相により増資が決定される。

3. 中小企業の金融アクセス改善に向けた二国間協力・多国間協力の枠組み

中小企業の金融アクセス改善に向けて、以上のように様々な金融インフラ・制度整備が進められてきたが、前述の通り、多くの中小企業には十分な金融サービスが提供されておらず、大きなクレジット・ギャップが存在している。そうした中、各国の取組みを補完する形で、二国間協力や多国間協力の枠組みの下で、中小企業金融に係る金融インフラ・制度整備に向けた協議が進められている。

二国間協力については、近年、日本と ASEAN 各国との二国間金融協力の一環として、中小企業向け支援を推進するための協議が行われている¹⁸。例えば、日本とタイの間では、日本の中小企業信用リスク情報データベースをタイ側に共有することを目的として、CRD 協会によるセミナーが 2013 年 11 月に開催された。また、日本とインドネシアの間では、中小企業基盤整備機構とインドネシア協同組合・中小企業省（Ministry of Cooperatives and SMEs）による両国の中小企業同士の連携強化のための覚書が 2014 年 7 月に署名された。日本とこれらの国は、中小企業向け支援について引き続き協議していく方針である。

多国間協力については、中小企業金融に特化した国際的な金融機関を設立する可能性が模索されている。2015 年に ASEAN 議長国を務めたマレーシアから、中小企業の資金調達ニーズへの対応に向けて、ASEAN SME Bank（仮称）を創設する構想が提案された¹⁹。本稿執筆時点では、ASEAN SME Bank に関する公式な発表は行われていないため、ビジネスモデル、ガバナンス構造、資本規模を含め、詳細は不明である。こうした中小企業金融に特化した国際金融機関が設立されると仮定した場合、既存の国際金融機関と競合することは想定されにくく、また中小企業金融に係る知見が各国間で共有されることで、域内における中小企業の金融アクセス向上につながる可能性があると考えられる。ASEAN SME Bank を巡る今後の動向が注目されよう。

V 中小企業金融に変化をもたらす FinTech

1. 中小企業の金融アクセス改善に向けた FinTech の活用

中小企業が十分な金融サービスの提供を受けていないという状況は ASEAN 特有の問題ではなく、世界的に見られる。近年、欧米諸国を中心に、中小企業の金融アクセス改善に向けて、FinTech²⁰を活用する動きがある。中小企業金融において FinTech が注目を集める主な理由として、次の点が挙げられる。第一に、FinTech 企業は既存の金融機関が提供し

¹⁸ 詳細については、財務省「ASEAN 各国との二国間金融協力を引き続き強化していきます」（2015 年 5 月 3 日）を参照。

¹⁹ “Malaysia pushing for Asean SME bank,” *The Malaysian Insider*, 22 November, 2015.

²⁰ Finance（金融）と Technology（テクノロジー）を掛け合わせた造語。

ていない革新的なソリューションを中小企業に提供することができる。第二に、FinTech 企業は既存の金融機関が提供している金融商品・サービスをより効率的に中小企業に提供することができる。第三に、FinTech 企業は銀行に対する自己資本規制が適用されないため、前述の通り、バーゼルⅢの導入により銀行が中小企業向け融資に対する慎重な姿勢を強める中、中小企業への金融サービス提供の機会を創出することができる。FinTech の活用により中小企業向けに提供されるソリューションは、①資産に関するソリューション、②負債に関するソリューション、③自己資本に関するソリューション、に大別される（図表9）。

資産に関するソリューションとして、インボイス・ファイナンス²¹とサプライチェーン・ファイナンスが挙げられる。インボイス・ファイナンスは、企業が売掛債権を期日前に第三者に譲渡・売却することで、早期に売掛債権を現金化する金融手法である。既存の銀行もそうしたサービスを提供しているが、FinTech 企業はオンライン上のプラットフォームを活用することで、手続きに要する時間を大幅に短縮することが可能である。サプライチェーン・ファイナンスは、商品・サービスの提供者が購入者から早期に代金回収を行うための金融サービスである。伝統的なサプライチェーン・ファイナンスは、手続きが複雑であるため、一般的に大規模な取引で活用されている。しかし、FinTech 企業は商品・サービスの提供者、購入者、資金提供者の三者をプラットフォーム上で結びつけることで、小規模な取引にも活用することが可能である。

負債に関するソリューションとして、電子商取引ファイナンス、トレードファイナンス、ピア・ツー・ピア（P2P）レンディング²²が挙げられる。電子商取引ファイナンスは、電子商取引のプラットフォームを運営する事業者が、電子商取引に参加する中小企業に対して、運転資本等の短期資金を融通する金融サービスである。トレードファイナンスは、貿

図表9 中小企業に対する FinTech を活用したソリューション



（出所） World Economic Forum, “The Future of FinTech: A Paradigm Shift in Small Business Finance”より野村資本市場研究所作成

²¹ インボイス・ディスカウントとも称される。

²² マーケットプレース・レンディング、ソーシャル・レンディング、貸付型クラウドファンディングとも称される。

易取引におけるリスクと代金回収までの時間を埋めるためのサービスであり、銀行が輸出手形の買い取りや輸入信用状の発行を行う。手続きが複雑であり、多くの文書作成作業が伴うため、主に大企業向けの金融手法である。FinTech 企業は、オンライン上での文書作成作業を可能とすることで、中小企業にもトレードファイナンスの機会を提供する。P2P レンディングは、FinTech 企業が運営するプラットフォーム上で資金提供者と資金需要者を結びつける融資手法である²³。中小企業は、P2P レンディングにより短期または長期の融資を受ける機会が提供される。

自己資本に関するソリューションとして、投資型クラウドファンディング²⁴が挙げられる。投資型クラウドファンディングは、FinTech 企業が運営するプラットフォームを通じて、中小企業が投資家から株式での資金調達を行う仕組みである。

FinTech を活用したこれらのソリューションは全て中小企業にとって有益と言えるものの、長期資金の調達手段としても活用される P2P レンディングと、弁済順位が低い株式での資金調達が可能とする投資型クラウドファンディングは、特に重要性が高いと考えられる。

• P2P レンディング

P2P レンディングの仕組みは前述の通りであるが、特色として次の点が挙げられる。第一に、プラットフォーム運営会社が革新的なクレジット・スコアリング・モデルを提供することである。プラットフォーム運営会社は、借入人のバランスシートや信用情報機関に基づく情報だけでなく、携帯電話通信会社、ソーシャルメディア、行動パターン等から得られる情報を活用することで、既存の銀行が持つクレジット・スコアリング・モデルとの差別化を図っている。第二に、迅速な手続きである。P2P レンディングでは、プラットフォーム上で手続きが行われるため、既存の銀行よりも迅速に融資を提供することが可能である。具体的には、既存の銀行では、一般的に融資申請から実行までに数週間程度の期間を要するが、FinTech 企業は数日程度で融資申請を承認することが可能である。第三に、運営コストが低いことである。プラットフォーム運営会社は物理的な店舗を設置せず、人員を最小化することで運営コストを抑えている。そのため、既存の銀行と比較して競争力のある金利で融資を提供することが可能である²⁵。第四に、無担保融資であることである。総じて中小企業は担保として差し入れる資産を十分に有していないことが多く、特にサービス業の企業にとって恩恵が大きい。

P2P レンディングの市場規模は、主に中国、米国、英国で急速に拡大している。グローバルの融資残高は、2014 年末で 600~700 億米ドルと推定され、そのうち中国が 400 億米ドル超を占めており、2014 年に米国と英国において各々 50 億米ドル、25 億米ドルが新規

²³ 詳細については、淵田康之「FinTech の中核を占めるマーケットプレース・レンディング」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号参照。

²⁴ 株式型クラウドファンディングやエクイティ型クラウドファンディングとも称される。

²⁵ 融資金利は様々な条件が考慮されて決定されるため、銀行融資と比較して P2P レンディングの金利が借入人にとって望ましいとは必ずしも限らない。

に供与されたと推定されている²⁶。P2P レンディングによる融資は、世界中で徐々に広がりつつあり、ASEAN においても見られる。例えば、シンガポールでは、同国初となる P2P レンディングのプラットフォームの運営を 2014 年 11 月に開始した MoolahSense をはじめとして、Capital Match や Funding Societies 等がある（図表 10）。現在、マレーシアでは P2P レンディングは認められていないが、SC は 2016 年に P2P レンディングに関する枠組みを導入する方針である²⁷。

● 投資型クラウドファンディング

投資型クラウドファンディングの市場規模はグローバルで急速に拡大しており、2014 年の資金調達額は 2013 年比 2.8 倍の 11 億米ドルであった²⁸。投資型クラウドファンディングの活用に向けた動きは ASEAN においても見られ始めている。例えば、マレーシアでは資本市場の発展に向けた取組みの一環として、SC は投資型クラウドファンディングに関するガイドラインを 2015 年 2 月に発表した。同ガイドラインの下では、適格性を満たした発行体は 12 か月間で 300 万リンギット（約 8,400 万円）を上限として資金調達することが認められている。熟練した投資家（sophisticated investor）は投資上限額が定められていないが、エンジェル投資家は 12 か月間で 50 万リンギット、一般個人投資家は 12 か月間で発行体毎に 5,000 リンギット、累計 5 万リンギットの投資上限額が設定されている。SC は 2015 年 6 月、プラットフォーム運営会社 6 社²⁹に対して国内免許を付与した。SC は 2016 年 3 月末までの各社の動向を踏まえた上で、他のプラットフォーム運営会社に対して追加的に免許を付与することを検討する可能性があると思われる³⁰。

タイ資本市場監督委員会（Capital Market Supervisory Board）は 2015 年 5 月、国内における投資型クラウドファンディングに係る規則を発表した。発行体は 12 か月間で最大 2,000 万バーツ（約 6,700 万円）、翌年以降は当初 12 か月分を含む累計で 4,000 万バーツまで資金調達を行うことが認められる。個人投資家は発行体毎に最大 5 万バーツまで投資

図表 10 シンガポールを拠点とする P2P レンディングの主なプラットフォーム運営会社

企業名	プラットフォーム 開始時期	融資条件・実績
MoolahSense	2014年11月	借入人は1事業年度以上の監査済み財務諸表または2年以上の事業実績を有することが条件。1投資家による最低融資額は1,000シンガポールドル。
Capital Match	2015年4月	1社当たり融資額は5～20万シンガポールドル。融資期間は3～12か月、融資金利(手数料含む)は年率15～20%。累計融資額は489万シンガポールドル(2016年1月17日時点)。
Funding Societies	2015年6月	1社当たり融資額は1～20万シンガポールドル。累計融資件数は40件、累計融資額は330万シンガポールドル(2016年1月17日時点)。

(出所) 各社ウェブサイト、各種資料より野村資本市場研究所作成

²⁶ World Economic Forum, “The Future of FinTech: A Paradigm Shift in Small Business Finance,” October 2015.

²⁷ “SC to unveil peer-to-peer lending framework,” *The Star Online*, 29 October, 2015.

²⁸ “Crowdfunding Market Grows 167% in 2014: Crowdfunding Platforms Raise \$16.2 Billion, Finds Research Firm Massolution(R),” *Reuters*, 31 March, 2015.

²⁹ Alix Global, Ata Plus, Crowdonomic, Propellar Crowd+, Eureeca, pitchIN の 6 社。

³⁰ “Malaysia 2015: Pioneering the equity crowdfunding market, anticipating P2P,” *DealStreetAsia*, 31 December, 2015.

することができる。一方、シンガポールにおいては投資型クラウドファンディングが認められていないが、シンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore、MAS）は 2015 年 2 月、証券型クラウドファンディング³¹に係るコンサルテーション・ペーパーを発表した。本コンサルテーション・ペーパーでは、参加可能な投資家の限定、プラットフォーム運営会社に対する規制緩和、発行体による目論見書作成の免除が論点として取り上げられた³²。また、シンガポール取引所は 2015 年 6 月、ベンチャーキャピタル兼インキュベーターの Clearbridge Accelerator と共同で、投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営会社である CapBridge を設立したことを発表した。

以上の通り、中小企業の金融アクセス改善に向けて、P2P レンディングや投資型クラウドファンディングといったデジタル・プラットフォームの活用を推進する動きが各国で見られるが、さらに ASEAN 地域としての取組みも進められている。APEC ビジネス諮問委員会（APEC Business Advisory Council）の下で 2015 年 11 月に開催された ASEAN ビジネス投資サミットにおいて、域内における中小企業の資金調達ニーズに対応するためのデジタル・プラットフォームとして、Growth Accelerator Exchange（GAX）の設立が発表された。GAX の運営は 2016 年に開始される計画であり、当初はマレーシアの中小企業向けに試験的に活用され、その後他の ASEAN 諸国にも対象が広げられる見通しである。本稿執筆時点では、GAX の運営に関する詳細は明らかにされておらず、今後の発表が待たれよう。

2. ASEAN における FinTech 活用に当たっての留意点

今後、ASEAN 域内、特にシンガポール、マレーシア、タイにおいて、中小企業の金融アクセス向上の手段として FinTech を活用する動きが広がっていく可能性がある。但し、FinTech の活用に当たっては、以下の留意点が挙げられる。

第一に、個人投資家の保護である。P2P レンディングや投資型クラウドファンディングにおける資金提供者の大部分は機関投資家ではなく個人投資家である³³。これらの投資は、ある程度高いリターンが期待される一方、相応にリスクも高く、その点が十分に周知されなければ、個人投資家が大きな損失を被る可能性がある。FinTech 企業は基本的に金融機関に対する規制が適用されず、適用される場合でも緩和されている。FinTech 企業により新たなテクノロジーが次々に創出される中で、個人投資家の利益が著しく損なわれることがないよう、規制当局による適切な管理・監督が求められよう。

第二に、中小企業の金融リテラシーの欠如である。前述の通り、ASEAN における中小企業は総じて金融リテラシーが高いとは言い難い。FinTech 企業により革新的なソリュー

³¹ MAS は、貸付型クラウドファンディングと投資型クラウドファンディングを総称して、証券型クラウドファンディングと呼んでいる。

³² 詳細については、前掲脚注 16 参照。なお、本稿執筆時点では、MAS から追加的な発表は行われていない。

³³ 但し、シンガポールでは、MAS は前述のコンサルテーション・ペーパーにおいて、個人投資家保護の観点から、一定の条件を満たす適格投資家と機関投資家だけが証券型クラウドファンディングに参加できるようにすることを提案している。

ションが提供されても、中小企業に十分に認知されなければ有効活用されない可能性がある。そのため、中小企業の金融リテラシー改善に向けた政策が推進されることも重要であり、少なくとも FinTech を活用した資金調達手段の存在が周知されることが不可欠である。例えばシンガポールでは、MAS のラビ・メノン長官は FinTech の活用が消費者にとって有益であると発言しており³⁴、規制当局がこうした見方を明確に示す意義は大きいと言えよう。

第三に、既存の金融機関との関係である。既存の金融機関が FinTech 企業を脅威と考え、仮に FinTech 企業を排除しようとする行動をとった場合、中小企業金融の健全な発展が阻害される可能性がある。例えば、シンガポールの大手銀行であるオーバーシー・チャイニーズ銀行のサミュエル・チェン CEO は、P2P レンディングを手掛けるプラットフォーム運営会社は規制逃れの役割を果たしている、と指摘した³⁵。しかし、域内における大手金融グループは総じて FinTech の活用を歓迎し、FinTech 企業との提携を通じて Win-Win の関係を構築することを目指しており、現状に鑑みると短期的にそうした事態が生じる可能性は限定的と考えられよう。

VI 資本市場の発展への示唆

今後、FinTech の活用により、既存の金融機関が提供していない革新的なソリューションが提供され、また既存の金融商品・サービスの提供が効率化されることで、中小企業の金融サービスへのアクセスが格段に向上する可能性がある。すなわち、FinTech は中小企業金融におけるゲーム・チェンジャーとなる可能性を秘めていると言える。しかし、ASEAN においては、一部の国を除いて FinTech に関する制度整備が十分には行われておらず、FinTech 企業を取り巻くエコシステムが確立されていないのが現状である。そうした環境下で、FinTech をベースとする取引が既存の取引を代替し、短期間に急速なペースで普及していくことはやや考えにくく、既存の取引を補完する形で徐々に広がっていくと考える方がより現実的であろう。

ASEAN における金融システムは銀行偏重であり、特に中小企業金融の分野では銀行融資が大きな役割を果たしている。域内の資本市場は発展途上の段階にあり、中小企業の資金調達において株式や債券がほとんど活用されていない（前掲図表 5）。シンガポールやタイのように新興・成長企業向け株式市場の規模が徐々に拡大³⁶している国がある一方、インドネシアやベトナムのように中小企業に特化した株式市場が存在しない国もあり、総じて資本市場における中小企業の存在感は限定的である。前述の通り、新規上場を通じて

³⁴ Monetary Authority of Singapore, ““A Smart Financial Centre” - Keynote Address by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at Global Technology Law Conference 2015 on 29 Jun 2015”.

³⁵ “OCBC set to make fintech foray as well,” *The Business Times*, 12 November, 2015.

³⁶ シンガポールの新興市場であるカタリストでは、2010 年末の上場企業数が 131 社、時価総額が 65 億シンガポールドルであったが、2015 年末には各々 172 社、95 億シンガポールドルまで増加した。タイの新興市場である mai では、2012 年末の上場企業数が 81 社、時価総額が 1,330 億バーツであったが、2015 年末には各々 122 社、3,235 億バーツまで増加した。

株式市場での資金調達を促進するために、中小企業の上場規則の緩和を含めた様々な施策も見られるが、現状、個人投資家の育成に向けた取組みが十分に行われているとは言い難く、個人投資家を市場に呼び込むための取組みの強化が必要と考えられる。

今後、中小企業による FinTech 活用の動きが広がっていく中で、より大規模な資金調達を行うために、資本市場の活用、すなわち新規上場や社債発行の機会を模索する企業が出てくることが考えられる。そうした企業が増加すれば、投資家の投資機会が拡大し株式市場や債券市場への参加が促進され、発行体と投資家の両面から資本市場の発展につながる可能性がある。このような形で資本市場の発展が実現されるためには、証券会社・投資銀行が果たすべき役割も大きいと言える。

ASEAN 諸国の持続的な経済成長を支える中小企業の振興に向けて、金融サービスへのアクセス向上を図るための諸施策が打ち出されるとともに、FinTech の活用や資本市場の発展も期待される中、ASEAN における中小企業金融を巡る今後の動向が注目されよう。