

## 第5章 ラテンアメリカの金融システムと企業

細野昭雄

第4章においてラテンアメリカにおける金融システムの特徴、90年代の改革のもとで進んだ金融システムの健全化、金融自由化と不安定性、政策金融の限定性等について詳細に考察が行われている。本章はこれを踏まえ、ラテンアメリカの金融システムの様々な制約が、企業の活動に具体的にどのように影響を与えているかを検討することを目的としている。特に90年代のラテンアメリカにおいては、一連の改革によって企業の事業環境が大きく改善するとともに、改革、グローバリゼーション、地域統合の進展等によって新たな投資機会の拡大が生じたと考えられる。第4章で指摘されているような特徴を持つラテンアメリカの金融システムのもとで、企業はこうした新たな事業環境と投資機会をどのように活用してきているかを明らかにしようとするのが本章の目的である。

第4章では、ラテンアメリカでは、圧倒的に間接金融の占める割合が大きいこと、かつ銀行部門の金融仲介の程度が低く、金融深化が進んでいないことが指摘されている。このことは民間企業の活動に深刻な影響を与えざるを得ない。特に金融仲介の程度が低いのみならず、財政の赤字が解消しないためにクラウディングアウトが生じており、実際に民間セクターにとって調達可能な銀行等を通じての資金の量は、東アジア等と比べてかなり制約されている状態にある。本章の第1節ではこのことについて詳細な検討を行い、かつ東アジア諸国との比較を行う。

第2節では、こうした金融深化の程度が低い状態にもかかわらず、ラテンアメリカでは何故90年代において一定の成長が可能であったかについて、外国直接投資や外国からの借款の可能性の拡大などがどのように影響したかについて検討する。

経済の成長は新しい企業の創出と既存の企業の拡大の二つによって起こると考えられるが、本章の第3節では、上に述べたようなラテンアメリカの金融深化の程度が低いことが新しい企業の創設に対して、どのような影響を与えているかを検討する。第4節では既存の企業の活動が、どのように制約され、また企業の規模の拡大を妨げているかについて若干の考察を行うとともに、ラテンアメリカの企業は90年代に入ってから改革による新たな事業機会を利用する形で国際化を進め、特に域内への直接投資を拡大してきているものの、その規模は東アジアと比較してはるかに小さいことなどから、90年代の新たな事業機会、投資機会の拡大にもかかわらず、ラテンアメリカの企業は、それを十分には活用していないと考えられることを指摘する。

### 1. 民間セクターが国内で調達可能な資金の規模とその背景

ラテンアメリカにおいて、民間セクター向けの国内金融システムからの融資の規模がどのように拡大してきているかは、金融への企業のアクセスを示す最も重要な指標である。表1に示されている通り、1999年のラテンアメリカにおける民間セクター向け国内融資の対GDP比は29.4%にとどまっており、東アジアの104.1%と比較してきわめて低い水準に

ある。

このことについて IDB の報告書(IDB, 2001, p.57)は、1990 年代のラテンアメリカにおける民間セクター向け国内融資の規模は GDP の 33%であり、それは東アジアや先進国の平均規模の約 3 分の 1 の水準であるが、ラテンアメリカの 18 ヶ国について 1985 年から 99 年の期間で見た場合、金融セクターの改革は融資の規模の拡大にプラスの効果をもたらしていることを確認できるとしている。しかしながら、同時にこの IDB の報告書は、ラテンアメリカの金融改革は金融セクターの発展に重要な効果をもたらしたものの、今日なお多くの課題を抱えていると結論している。

表 1 ラテンアメリカと東アジア  
：民間セクター向け国内融資と民間固定資本投資

	民間セクター向け国内融資 (対 GDP 比,%)		民間固定資本投資 (総固定資本投資比率, %)	
	1990	1999	1990	1998
アルゼンチン	15.6	25.0	67.4	91.5
ブラジル	38.9	34.5	76.7	82.9
チリ	47.2	67.5	79.5	87.7
メキシコ	17.5	16.2	-	92.1
香港	165.1	159.4	-	-
韓国	65.5	93.4	88.1	79.5
マレーシア	69.4	144.0	64.5	65.4
シンガポール	97.5	115.3	0.0	-
タイ	83.4	130.1	84.8	65.2
ラテンアメリカ・カリブ諸国	28.5	29.4	74.3	79.8
東アジア太平洋諸国	71.4	104.1	63.3	50.2

出所：Word Bank, 2001.

90 年代のラテンアメリカにおける金融深化の進展は、表 1 に示す通りであるが、この間の経済改革、特に民営化の結果、民間セクターは公共セクターに代わって投資や経済活動の主役となるに至っていることを想起する必要がある。すなわち、改革前と異なりもはや公共セクターによる経済活動の推進を期待することはできず、それに民間セクターが取って代わることが期待されているだけに、民間セクターが新しい企業機会を活用するために必要な資金を得られないとすれば、それは改革後の経済にあっては経済発展の重要な制約要因となりかねないことを意味している。

再び表 1 に示す通り、ラテンアメリカにおける総固定資本投資に占める民間総固定資本投資の割合は、ラテンアメリカでは 1990 年の 74.3%から 98 年の 79.8%へと上昇している。これに対し東アジアでは逆に 63.3%から 50.2%へと低下している。

世界銀行の報告書『東アジアの奇跡』(1994)は、より長期的視点からラテンアメリカと東アジア地域の比較を行っているが、M2 の GDP に対する比率で見た金融深化の状況は、1960 年代以降一貫してラテンアメリカよりも進んでいることが確認される。60 年代におい

ては、東アジアにおいて金融深化の程度は 35% であり、70 年代には 48%、80 年代には 70% へと上昇したのに対し、ラテンアメリカにおいては 60 年代 20%、70 年代 28%、80 年代 38% への上昇にとどまっている。

上に述べたように民間セクターへの国内融資の規模が制約されている要因は、第 4 章で指摘されている通り、基本的には貯蓄率が低く、金融深化が進んでいないことによるものである。さらに、それに加えてラテンアメリカの場合、財政赤字が続いており、財政赤字によるクラウディングアウトが生じて民間セクターへの融資が制約されている状況も重要な要因となっている。ラテンアメリカにおいては、財政赤字の GDP に対する規模は、例えば OECD 諸国等と比較して必ずしも高くはないが、金融深化の程度が OECD 諸国と比較して著しく遅れているため、財政赤字の規模が小さくともそれをファイナンスしなければならない国内金融の規模が小さいことから、結局クラウディングアウトが生ずる可能性が高いのである。このことを示したのが表 2 である。

表 2 銀行の国内向け融資、民間セクター別国内融資、金利スプレッド及び財政赤字(対 GDP 比,%)

	銀行の国内向け 融資		民間セクターへ の国内融資		金利 スプレッド		財政収支 (括弧内は中央政府の経常 収支に対する利子支払の割合)		
	1990	1999	1990	1999	1990	1999	1990	1998	
アルゼンチン	32.4	35.6	15.6	25.0	-	3.0	-0.4	-1.5	(16.2)
ブラジル	89.8	51.8	38.9	34.5	-	-	-5.8	-7.3	(14.4)
チリ	73.0	72.5	47.2	67.5	8.6	4.1	0.8	0.4	(3.0)
メキシコ	36.6	28.8	17.5	16.2	-	16.3	-2.5	-1.4	(16.5)
香港	156.3	140.8	165.1	159.4	3.3	4.0	-	-	-
韓国	65.7	96.6	65.5	93.4	-	1.4	-0.7	-1.3	(2.5)
マレーシア	75.7	151.6	69.4	144.0	1.3	3.2	-2.0	2.9	(10.2)
シンガポール	75.7	94.7	97.5	115.3	2.7	4.1	10.8	3.4	(2.9)
タイ	91.1	141.9	83.4	130.1	2.2	4.3	4.6	-7.7	(1.2)
ラテンアメリカ・カリブ諸国	59.2	41.6	28.5	29.4	-	-	-3.5	-4.2	(12.2)
東アジア太平洋諸国	73.4	114.5	71.4	104.1	-	-	-0.8	-3.0	(9.9)
中所得国	65.0	70.5	45.4	58.3	-	-	-2.5	-3.0	(11.6)
高所得国	137.2	147.8	110.9	129.3	-	-	-3.0	-1.1	(8.6)

出所：World Bank, 2001.

以上のことに加え、ラテンアメリカにおいては第 4 章でも指摘されている通り、資本市場の発達が生じて東アジアに比べて著しく遅れている。この結果資本市場を通じての直接金融の規模は小さく、また上場企業数も相対的に少ない。ラテンアメリカの多くの国で、90 年代に上場企業数は減少している。このことを示したのが表 3 である。

表3 株式市場の規模と上場企業数

	時価総額 (GDP比, %)		取引高 (GDP比, %)		上場企業数	
	1990	1999	1990	1999	1990	2000
アルゼンチン	2.3	29.6	0.6	2.7	179	127
ブラジル	3.5	30.3	1.2	11.6	581	459
チリ	45.0	101.0	2.6	10.2	215	258
メキシコ	12.5	31.8	4.6	7.5	199	179
香港	111.5	383.2	46.3	154.1	284	695
韓国	43.8	75.8	30.1	180.3	669	704
マレーシア	110.4	184.0	24.7	61.4	282	795
シンガポール	93.6	233.6	55.4	115.4	150	355
タイ	28.0	46.9	26.8	33.5	214	381
ラテンアメリカ・カリブ諸国	7.7	29.7	2.1	7.3	1748	1938
東アジア太平洋諸国	21.3	52.4	13.2	68.1	1443	3754
中所得国	21.2	41.1	8.0	30.6	4914	16539
高所得国	55.3	138.7	31.8	120.9	17064	24741

出所：Word Bank, 2001.

表1の民間セクター向け国内金融と表3の株式市場における時価総額を加えた額は、これらの諸国での民間企業が利用できる資金の規模を示すものとなる。単純な比較は慎まなければならないが、ラテンアメリカでは東アジアと比較して、金融深化の遅れと、株式市場を初めとする資本市場の未整備から、1990年代末の時点における両地域の民間企業が調達し得る資金の規模の相違はきわめて大きいことが確認される。

## 2. 90年代のラテンアメリカにおける金融システムと成長

一般に金融の深化や金融市場の発展と成長とは強い相関関係が確認されており、このことについては第3章においても言及されているが、90年代の新たな国際環境やラテンアメリカ諸国が行った改革のもとで、国内企業の活動が金融システムや資本市場の未発達によって制約されていたにもかかわらず、経済の成長がある程度可能であった背景について考察することとしたい。

まず、なによりもラテンアメリカの多くの国で90年代の初めに資本移動の自由化、外国直接投資の自由化が行われ、多国籍企業による直接投資が特に90年代半ばから後半にかけて急増した。また海外からの借款や海外の資本市場での上場なども可能となった。しかもラテンアメリカでは改革の一環として徹底した民営化が行われ、民営化に対しても多額の外国直接投資が行われている。単に政府系企業が外国企業によって買われ、それによる外貨での民営化収入があったのみならず、民営化に際しての条件として一定の投資を義務付けることが多かったことから、民営化は投資の拡大をも意味したのである。

民営化の収入と民営化関連投資が大きかったことに加え、その他の分野の外国直接投資

も多かったことから、90年代のラテンアメリカにおいては多国籍企業主導型の成長が進んだと言っても過言ではない。このことについては ECLAC による詳細な研究が行われているが、民営化収入の GDP に対する規模も、また外国直接投資の国内固定資本投資に対する比率も、90年代の一時期においては国によって相違はあるもののきわめて高い水準に達したのである。

以上は90年代のラテンアメリカの改革と、まさにその時期に進んだグローバル化の進展及びその下で生じた外国直接投資の急増という新たな条件によって可能となったものである。しかしながら、金融深化と成長との関係に関しては、さらに一般的な傾向として天然資源が豊かな国であるほど、国内金融システムの金融深化の度合いが少ないという傾向が見いだされることが確認されている。これは90年代に限られることではないが、天然資源の開発が一般に多国籍企業によって行われることから、国内の金融システムからの資金調達を必ずしも必要としないことを反映しているものと考えられる。確かに、例えば80年代から90年代にかけて行われたチリにおける多数の銅鉱山開発のメガプロジェクトは、殆ど多国籍企業によって実施されており、その資金調達は海外から行われたのであった。同様なことはマキラドーラ産業（輸出向けの保税加工）のような産業の発展が、成長の主導力となる場合にも当てはまると考えられる。メキシコの輸出の半ばがマキラドーラの輸出によって占められているが、マキラドーラ産業への投資の大きな部分は多国籍企業によるものであり、当然、その投資のために必要な資金は海外からの調達によるものであると考えられる。

さらに、メキシコにおいては90年代の成長は、いわゆる NAFTA 効果によるところが大きく、GDP に対する輸出の割合も15%から35%へと大きく上昇している。このような外資による輸出主導型の成長が進んだメキシコにあつては、その金融システムの民間セクター向け国内融資が対 GDP 比16%というラテンアメリカ諸国の中でもきわめて低い水準にあつたにもかかわらず、一定の成長が可能であった背景となっていると考えられる。

これに対して、大企業の周辺におけるサプライチェーンを強化し、サポーター・インダストリーのクラスターを発展させ、さらに一般に中小企業の拡大をめざす場合には、民間セクター向けの国内融資はきわめて重要となる。東アジアの場合には、まさにそうした必要が高かったと考えられる。

しかも、韓国、台湾、香港、シンガポールが経済発展を進めた70年代から80年代にかけては、90年代に見られた程の外国直接投資の拡大は見られず、また外国からの借款も必ずしも容易ではなかった。例えば、韓国が製鉄所を建設する際に、その資金の調達は困難をきわめたのである<sup>1</sup>。従って、これらの諸国の初期の工業化の過程においては、国内の金融システムの発展なくしては成長は困難であったと考えられる。一方、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシアのような諸国にあつては、近年の工業化に際して多国籍企業の投資による効果は非常に重要であった。しかしながら、これらの国々の場合にも、上に述べたようにサポーター・インダストリーのような中小企業の発展が必要であり、そのためには国内金融システムによる企業向け融資の拡大は不可欠であったと考えられる。これらのことを考慮して作成したのが表4である。

---

<sup>1</sup> Hosono and Hamaguchi (2001) を参照。

表4 国内融資の必要性

分野 時期	天然資源 コモディティ マキラドーラ(輸出向保税加工)	多様かつ差別化された製造工業品(中小企業のサポーター・インダストリー、クラスター、サプライチェーンの形成を含む)
70年代 - 80年代 国際的融資、 FDI 相対的に 少ない	国内融資の必要性相対的に低い	国内融資の必要性非常に高い。 工業化過程の韓国、香港、台湾
90年代 国際的融資、 FDI 大きく拡大	国内融資の必要性低い メキシコ、チリ、ブラジル	国内融資の必要性は相対的に高い。 タイ、マレーシア

出所：筆者作成。

以上の点を総合すると、ラテンアメリカ諸国は一般に天然資源を豊富に有し、その開発による成長に依存する比率が高く、以前から、相対的に金融深化の程度が低かったことに加え、90年代においては、急速な資本移動の自由化、特に外国直接投資の自由化を行ったまさにその時期にグローバル化が進み、FDIの急増などが進んだことによって国内の金融システムの発展が相対的に遅れていたにもかかわらず、一定の成長が可能になったと考えられる。

しかしながら、その成長はIDBの報告書が指摘するように1990年代の平均で3.3%にとどまっており、この間の人口増加率を考慮すれば、決して満足し得る水準ではなかった<sup>2</sup>。また90年代末から成長の減速が生じており、99年、2000年、2001年のラテンアメリカ諸国の経済の平均成長率は非常に低い水準にとどまっている。1998-2002年は「失われた5年」とも呼ばれる。

今後、ラテンアメリカ諸国の経済が、次のような変化を必要としている場合には、金融システムの拡充がきわめて重要な課題とならざるを得ないと考えられる。それらは、まずラテンアメリカが一次産品輸出経済からより付加価値の高い、かつ、より多様な輸出品(製造工業品やサービス輸出を中心とした)へと移行する場合、多国籍企業に依存する成長が長期的には継続し得ない場合、中小企業の発展が重要となる場合である。

### 3. 金融システムと新企業の創設

一般に金融へのアクセスが新しい企業の形成に大きな影響を与えることは良く知られており、金融へのアクセスの困難が新企業の形成と発展を妨げる最も重要な要因となることが指摘されている。特にラテンアメリカにおいては「金融深化」が遅れており、そ

<sup>2</sup> IDB(2001)は失望させられる水準であったと指摘している。

れが新企業の形成に深刻な影響を与えていると考えられる。

この点について、最近興味深い調査が IDB によって行われており、企業のスタートアップ段階においても、初期発展段階においても東アジアの方がラテンアメリカよりも外部の資金へのアクセスがより容易であること、及びそれが新しい企業の創設に重要な影響を与えていることが明らかにされた。さらに、スタートアップ段階においては、ベンチャー・キャピタルの役割やエンジェル（インフォーマルな民間投資家）の役割が東アジアにおいて、より重要であることが明らかとなった<sup>3</sup>。

### 3-1 スタートアップ段階

東アジアにおいてはベンチャー・キャピタルを利用した企業が 6% であるのに対し、ラテンアメリカでは 3% であった。また、いわゆるエンジェルなどの民間投資家からインフォーマルな金融を利用した割合は、東アジアでは 16% であったのに対し、ラテンアメリカでは 8% であった。銀行からの融資を受けている割合も東アジアの方が高く、ラテンアメリカの 18% に対して 23% であった。さらに公的金融機関（中央政府）からの融資については、両地域で大きな差があり東アジアでは 10% が利用していたのに対し、ラテンアメリカは 2% に過ぎなかった。地方政府からの融資等に関しても顕著な相違が見られた（表 5 及び表 6 参照）。

さらに重要なことは、調査対象となった企業の内、よりダイナミックな企業がこれらの資金をより多く利用していることである。ラテンアメリカの企業家の大部分が、外部からの資金へのアクセスが困難であること、または全く外部からの資金を利用出来ないことを、新しい企業の創設における障害の重要な要因として挙げている。

この結果、ラテンアメリカにおいては外部資金が新企業の創設を行おうとする企業家の必要を十分に満たしていないことが明らかにされた。そこで外部からの資金を利用していない企業家に対して、何故外部からの資金を利用していないのかについて質問を行ったところ、ラテンアメリカにおいては全体の 3 分の 2 の企業家が外部からの資金は金利が高いことや、厳しく担保を求められることなどから、創業の際のニーズに合っていないことを強調している。しかしながら、50% の企業家は創設した企業の支配を奪われたくないこと、負債を負いたくないこと、金融機関に信頼をおいていないことなどを理由に挙げている。一方、東アジアの企業家の場合には、外部からの資金の利用を回避したいと回答するか、

---

<sup>3</sup> これは、*Entrepreneurship in Emerging Economies: Creation and Development of New Firms in Latin America and East Asia* と題する米州開発銀行（IDB）によって行われた調査で、2000 年から約 2 年間にわたって実施された。対象とした国は、東アジアからは、日本、韓国、台湾、シンガポールの 4 カ国、ラテンアメリカからは、アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ペルー、コスタリカの 5 カ国の計 9 カ国である。この調査のために、これら 9 カ国にそれぞれ調査チームが作られた。共通の質問票に対して、1271 社の創業者から集められた回答に基づく大規模な調査であり、調査結果に基づく比較研究は東京、ブエノスアイレス、ワシントンにおける会議での討議をへて、英語、スペイン語でまとめられ、2002 年 4 月に出版された（Kantis, Ishida and Komori, 2002）。本稿で用いている統計数字は、基本的に、上記出版物に含められているものを用いているが、一部は、直接調査結果の原資料に基づいている。詳細については、Hosono(2002) 参照。

または外部からの資金がそのニーズに合っていないと回答したのは 20%以下に過ぎなかった。

表 5 東アジア：スタートアップ段階の資金調達

	計 (%)	ダイナミック な企業のグル ープ(%)	それ以外の企 業グループ(%)
企業の内部資金	77.2	76.5	79.2
創立者の貯蓄	67.4	66.7	69.5
親類・友人	33.5	33.7	33.1
個人のクレジットカード	9.8	10.6	7.4
外部資金	39.9	42.3	32.8
エンジェル	16.1	17.4	12.1
ベンチャー・キャピタル	5.7	5.9	5.1
銀行融資	22.9	24.8	17.1
銀行オーバードラフト	5.6	6.1	4.3
中央政府の融資または保証	10.3	12.1	5.1
同 Grant	5.5	5.3	6.3
地方政府の融資または保証	5.0	5.8	2.7
同 Grant	3.1	3.1	3.1
その他の資金	37.0	36.8	37.8
顧客（前払い）	10.2	10.2	10.1
サプライヤー	17.1	15.6	21.4
ファクタリング	2.9	2.9	2.7
税金の支払の遅延	3.0	2.9	3.5
サービスの支払の遅延	2.9	1.8	6.2
賃金の支払の遅延	2.2	1.4	4.7
中古機械購入	23.0	23.2	22.2
その他	2.6	2.3	3.4

出所：本文に記載の IDB の研究の統計（原資料）から作成

表 6 ラテンアメリカ：スタートアップ段階の資金調達

	計 (%)	ダイナミック な 企業のグルー プ(%)	それ以外の 企業グループ (%)
企業の内部資金	86.3	89.4	80.3
創立者の貯蓄	82.8	87.2	74.3
親類・友人	25.1	24.1	27.1
個人のクレジットカード	9.2	10.2	7.3
外部資金	32.4	34.5	28.4
エンジェル	8.0	9.2	5.5
ベンチャー・キャピタル	2.8	3.5	1.4
銀行融資	17.8	18.7	16.1
銀行オーバードラフト	12.9	13	12.8
中央政府の融資または保証 同グラント	1.9	2.1	1.4
同グラント	0.9	0.9	0.9
地方政府の融資または保証 同グラント	0.8	0.9	0.5
同グラント	1.1	1.4	0.5
その他の資金	59	61.9	53.2
顧客（前払い）	19.7	19.6	19.7
サプライヤー	35.1	39.2	27.1
ファクタリング	4.5	5.4	2.8
税金の支払の遅延	11.1	11.1	11.0
サービスの支払の遅延	3.3	3.3	3.2
賃金の支払の遅延	3.4	3.3	3.7
中古機械購入	30.6	33.6	24.8
その他	3.9	3.8	4.1

出所：表 5 に同じ。

### 3 - 2 初期発展段階

次に、企業の初期発展段階においては、以上に述べたスタートアップ段階での両地域間の金融アクセスへの相違がさらに顕著となることが明らかとなった。創業を行おうとする企業家にとってスタートアップ段階では、自らの貯蓄に依存する部分が圧倒的に高いが、企業が形成され初期の発展段階に進むに従い、企業の規模が大きくなることから、外部からの資金を調達する必要が拡大する。この初期の発展段階において、銀行からの融資または公的機関からの融資を利用する企業数は、スタートアップの段階と比べて東アジアでは 2 倍となるのに対し、ラテンアメリカではごく僅かな増加に過ぎない。この初期の発展段階に見られる大きな両地域間の相違は、ラテンアメリカと比較して東アジアにおいては外部資金のアクセスがはるかに容易であることを反映するものである。

東アジアにおけるダイナミックな企業にとっての最も重要な外部からの資金源は、銀行からの融資と公的機関からの融資である。東アジア地域のダイナミックな企業がこれらを利用する割合は、銀行融資については 40%、公的機関の融資については 24% であるのに対し、ラテンアメリカにおいては、それぞれ 24%、4% とはるかに低い水準となっている。

次に、ベンチャー・キャピタルの役割は、東アジアのダイナミックな企業にあっては、その役割は初期の発展段階においてスタートアップ時点と比べてより強まるのに対し、ラテンアメリカにおいては、その役割の低下が見られる。ベンチャー・キャピタルを利用する企業は東アジアにおいては11%であるのに対し、ラテンアメリカでは1%であった。一方、エンジェルの役割は、両地域においていずれもスタートアップ段階よりも低下するものの、東アジアにおけるダイナミックな企業の場合の方が、ラテンアメリカにおける場合よりもエンジェルの役割はずっと重要であることが明らかとなった。エンジェルを利用する企業の割合は東アジアが15%であったのに対し、ラテンアメリカは7%であった（表7および表8参照）。

表7 東アジア：初期発展段階の資金調達

	ダイナミックな 企業のグループ (%)	それ以外の 企業グループ (%)
企業の内部資金	60.4	65.3
創立者の貯蓄	54.3	56.0
親類・友人	23.6	25.6
個人のクレジットカード	10.0	13.6
外部資金	57.3	44.4
エンジェル	14.8	18.5
ベンチャー・キャピタル	10.6	6.1
銀行融資	39.9	28.0
銀行オーバードラフト	9.7	4.0
中央政府の融資または保証	23.5	12.4
同グラント	8.3	4.5
地方政府の融資または保証	12.8	6.0
同グラント	5.0	5.2
その他の資金	36.9	36.7
顧客（前払い）	10.4	15.1
サプライヤー	19.5	23.5
ファクタリング	5.7	5.2
税金の支払の遅延	4.3	3.2
サービスの支払の遅延	3.2	5.2
賃金の支払の遅延	2.7	3.2
中古機械購入	17.2	17.6
その他	2.8	1.2

出所：表5に同じ。

表 8 ラテンアメリカ：初期発展段階の資金調達

	ダイナミックな 企業のグループ (%)	それ以外の 企業グループ (%)
企業の内部資金	67.9	61.2
創立者の貯蓄	63.7	55.3
親類・友人	21.0	14.4
個人のクレジットカード	9.1	9.6
外部資金	37.8	35.1
エンジェル	6.5	1.6
ベンチャー・キャピタル	1.3	0.5
銀行融資	23.8	21.8
銀行オーバードラフト	18.1	19.1
中央政府の融資または保証	4.1	1.6
同グラント	1.3	0.5
地方政府の融資または保証	1.0	0.5
同グラント	1.3	0.5
その他の資金	65.0	55.3
顧客（前払い）	19.7	20.7
サプライヤー	43.5	35.1
ファクタリング	9.1	1.6
税金の支払の遅延	13.2	11.2
サービスの支払の遅延	4.7	1.6
賃金の支払の遅延	4.4	2.7
中古機械購入	27.5	20.7
その他	7.3	3.7

出所：表 5 に同じ。

### 3 - 3 金融深化と新企業の創設

以上のような結果は、一般に多くの関連する研究によって明らかにされている事実と一致している。例えばアンドリュー・ワーナー教授が行った企業のスタートアップに関する指標（Start-up index）は、担保を殆ど必要としない形での融資の可能性、ベンチャー・キャピタルを利用した資金調達の可能性、及び新しい企業を創設する環境の三つの指標に基づいて計測したものである(Warner, 2000)。このスタートアップ指標は、ラテンアメリカ諸国の場合、東アジア諸国と比べてはるかに低いことが明らかにされている。この指標が最も高いのが米国で+2.02であり、最も低いのはエクアドルの - 2.01であった。ラテンアメリカの他の国はブラジル - 0.59、アルゼンチン - 0.82、メキシコ - 1.23、ペルー - 1.53であったのに対し、東アジアの場合にはシンガポール+1.31、台湾+1.04、韓国+0.19であり、日本が - 0.21であった。この結果はラテンアメリカにおいては東アジアと比較して金融深化が進んでいないことを反映するものであると考えられる。

銀行の資産総額の GDP に対する比率は、ブラジルでは 46.24%、ペルーでは 40.77%、アルゼンチンでは 39.98%、メキシコでは 27.97%であるのに対し、台湾では 248.57%、シンガポールでは 173.08%、日本では 151.76%、韓国では 102.88%となっている。また融資の

利用可能性（担保を求めず、優れた企業の活動計画によってのみ融資を得られる可能性）については、一般にラテンアメリカの方が東アジアよりも低い水準となっている。ブラジルは 3.4、アルゼンチン 2.9、メキシコ 2.4、ペルー 2.0 に対し、台湾は 4.3、シンガポール 4.2、日本 3.4、韓国 3.3 であった。さらに企業家が革新的なプロジェクトではあるが、リスクの高いプロジェクトを計画しているときに、ベンチャー・キャピタルの資金を得ることができる可能性については、ラテンアメリカの方が東アジアよりもかなり低く、アルゼンチン 3.2、ブラジル 3.1、メキシコ 2.9、ペルー 2.4 に対し、韓国 5.0、シンガポール 4.9、台湾 4.8、日本 4.0 であった（Warner, 2000）。

### 3-4 資金が不足する場合の新規創設企業の対応

次に、こうしたラテンアメリカの金融システムの脆弱性は新しい企業のスタートアップ段階や初期発展段階においてどのような影響を与えているのであろうか。先に引用した IDB による東アジアとラテンアメリカの新規企業創設の比較研究は「十分に機能する銀行は、成功する可能性の高い新しい商品や革新的な製造プロセスを実現する可能性の高い企業を見だし、それに対して融資を行うことを通じ技術革新を推進する」<sup>4</sup> ことを確認する結果となっている。

この IDB の比較研究は、東アジアおよびラテンアメリカの企業が外部からの資金の調達に困難である場合に、その困難にどのような形で対応しているかについても明らかにしている。この点はこの研究の明らかにしたことの中でも独自性の高い重要な部分であると思われる。外部からの資金を調達することが困難な企業は、まずは、他の方法での資金源を見いだそうとし、それが十分に出来ない場合には、新たに創設する企業の規模を縮小する形での対応を行っている。

すなわち、ラテンアメリカの企業家は自分の貯蓄を用い、または家族から借りることに加え、次のような方法での資金の調達を東アジアの企業と比べてより多く用いている。ダイナミックな企業に関してみれば、スタートアップの時点で、ラテンアメリカでは 39% がサプライヤーズ・クレジットを用いているのに対し、東アジアでは 16% であった。顧客からの前払いはラテンアメリカでは 20% が用いているのに対し、東アジアでは 10% であった。税金の支払いの延期については、同じく 11% に対し 3% であった。新企業の創設を行おうとする企業家自らの貯蓄が、両地域においてスタートアップ段階では最も重要な資金源であるが、ラテンアメリカにおいては東アジアにおいてよりも重要である（ダイナミックな企業については東アジアが 67% であるのに対し、ラテンアメリカは 87%）（再び、表 5 及び表 6 を参照）。

しかも、ラテンアメリカでは資金へのアクセスが困難であるダイナミックな企業の大部分が、競争力を獲得するという観点から必要な規模よりも小さい規模で企業のスタートアップを行っていることが明らかになった。ラテンアメリカではそうした企業が 61% を占めるのに対し、東アジアでは 48% であった。また、顧客やサプライヤーからの援助を求めるケースもラテンアメリカでは 59% であったのに対し、東アジアでは 42% であった。さらに、

<sup>4</sup> 世界銀行のレポートは金融のこのような役割を重視している。World Bank 2002, p.75.

より低い技術水準で企業を興すケース（ラテンアメリカ 57%、東アジア 22%）や、中古機械を購入するケース（ラテンアメリカ 34%、東アジア 23%）が見られ、このような形で資金の調達の困難に対応していることが明らかとなっている（表 5 から表 10 参照）。

表 9 東アジア：資金が不足した場合の対応

	ダイナミックな 企業のグループ(%)	それ以外の 企業グループ(%)
競争上望ましいと考えられる規模より小さい規模で創業	47.6	65.9
競争上望ましいと考えられる時期より遅れて創業	22.9	30.0
パートナーを加える	45.8	44.7
望ましい技術水準よりも劣る技術で創業する	21.6	28.4
大企業やサプライヤーの支援を得る	42.0	44.9
その他	16.8	13.9
資金の不足は重大な影響を与えない	44.6	51.8

出所：表 5 に同じ。

表 10 ラテンアメリカ：資金が不足した場合の対応

	ダイナミックな 企業のグループ(%)	それ以外の 企業グループ(%)
競争上望ましいと考えられる規模より小さい規模で創業	61.4	56.7
競争上望ましいと考えられる時期より遅れて創業	37.9	37.5
パートナーを加える	12.2	8.7
望ましい技術水準よりも劣る技術で創業する	56.5	48.1
大企業やサプライヤーの支援を得る	59.4	48.6
その他	7.3	9.6
資金の不足は重大な影響を与えない	32.3	28.8

出所：表 5 に同じ。

以上のような相違、すなわち東アジアと比較してラテンアメリカの企業がより不利な条件のもとでの企業の創設を行っている状況が、より長期的にどのような意味を有しているかについては、さらなる研究が必要であると思われるが、まず考えられるのは、新しい企業の創設の困難は、技術革新を遅らせ経済の発展を遅らせることである。そのような可能性が高いことは次の調査結果によっても確認される。すなわち、東アジアとラテンアメリカを比較した場合、企業を興そうという計画を立てる段階から実際のスタートアップまでの段階までの時間が、東アジアがラテンアメリカよりもずっと短いのである。東アジアでは 2.6 年で創業するのに対し、ラテンアメリカでは 4.6 年かかっている。また、このことに関連して指摘すべきは、東アジアにおいては新しいダイナミックな企業は、ラテンアメリカよりも大きな規模でスタートし、かつより早いスピードで成長することである。東アジアでは、創業の年から、販売額が 100 万ドルを超える企業が 23% に達するのに対し、ラテンアメリカでは、9% にとどまっている。また、3 年目には、東アジアでは、64% の企業

の販売額が 100 万ドルをこえるのに、ラテンアメリカでは、25%である（表 11 参照）。

表 11 ラテンアメリカと東アジア：ダイナミックな企業の売上高の成長のスピード（100 万ドル以上の売上高の企業の割合）

	ラテンアメリカ	東アジア
起業後 1 年目	29	23
起業後 3 年目	25	64
2000 年の調査時点	36	83

出所：表 5 に同じ。

ただし、先に述べたような金融面での相違などに加え、この重要な相違を引き起こしている要因は他にも存在していると考えられる。例えば、産業構造の相違がそれである。東アジアとラテンアメリカにおいて新しいダイナミックな企業が生産する財やサービスの種類が異なることが、上に述べたような相違を引き起こす可能性もある。また東アジアではラテンアメリカと比較して下請けの制度がより広範に普及しており、かつ経済全体に占める製造業の割合が大きいのも重要な背景であると考えられる。また、情報産業分野の新しい企業の割合は、ラテンアメリカに比べ東アジアの方がより高い。

#### 4. 金融システムと既存の企業の拡大

ラテンアメリカにおける金融システムのもとでの民間セクター向けの融資の規模が、GDP 比で東アジアと比較して非常に小さいことが既存の企業の拡大にどのような影響を与えているかを、限られた資料によって考察することとしたい。既存の企業の場合には、企業自身が得る利潤を留保して、それを投資に向けることができることから、特に好景気の時期にあっては多額の国内融資を利用する必要は必ずしも生じない。また既存の企業の場合、特に大企業や信用の高い中堅企業の場合には、企業間の信用や外国の銀行からの融資などを利用することなども可能である。さらに、大企業の一部は海外での上場も行っている。従って、新規企業の創設の場合と既存企業の拡大の場合とでは、金融システムの影響はかなり異なると考えられる。

金融システムによる民間セクター向け融資の制約が、どの程度既存の企業の資金調達などに影響しているかについては、ラテンアメリカについては必ずしも詳細な統計が利用可能ではない。しかしながら、メキシコについてはメキシコの中央銀行（Banco de México）が企業の外部からの資金調達について詳細な調査を行っている。

この調査に基づく最近の時点での統計を示したのが表 12 である。この統計によればメキシコでは 72.5%の企業が銀行の融資を利用しておらず、大企業でも 66.1%の企業が利用していないことが確認される。最優良企業（AAA の企業）の場合には、銀行を利用しない企業の割合が 44.8%にとどまっている。また資金の調達の相手先を見ると、資金調達の総額の 56.4%がサプライヤーズからの融資であり、その割合は小企業では 62.4%、中企業でも 59.1%ときわめて高い。一方、銀行から調達資金の割合は全体では 19.7%にとどまっており、小企業の場合には 14.3%ときわめて低く、また最優良企業の場合でも 37.5%となっている。先に述べたサプライヤーズに加えて提携関係にある他の企業や親会社からの金融を

含めると、全体では71.9%と企業間信用の割合がきわめて高いことが明らかとなる。

一方、銀行を利用していない企業が何故銀行を利用しないのかの理由に関しては、そのような企業の内、26.6%が「金利が高い」からと答えており、これに次いで「銀行が貸そうとしない」と答えている企業の割合が19.9%、「融資の申請が拒否されたから」と答えている企業の割合が8.1%となっており、銀行システムや金利の高さが原因で、銀行からの融資を利用していない企業の割合がきわめて高いことが確認される。

一方、興味深いのは、外国の銀行からの融資の状況である。メキシコの場合米国と国境を接していることから、米国の銀行から資金を調達してくる割合が大企業ほど高いと考えられるが、最優良企業の場合、資金調達総額に占める外国の銀行からの資金割合は7.5%と比較的低い水準にとどまっている。また大企業の場合には8.6%であり、これらは中小企業よりは高いとはいえ、国内からの銀行の融資と比較するとかなり低い水準であると考えられる。

表 12 メキシコ：外部資金の調達状況：2002 年第一四半期<sup>(注 1)</sup>(単位：%)

	企業規模(注 2)						
	計	S	M	L	AAA	輸出企業	非輸出企業
資金調達先	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
サプライヤー	56.4	62.4	59.1	45.8	32.5	55.4	57.5
商業銀行	19.7	14.3	20.7	23.7	37.5	19.6	19.9
外国銀行	3.8	2.9	1.3	8.6	7.5	3.5	4.0
他の企業	12.2	12.5	12.5	11.5	10.0	11.4	13.0
開発銀行	3.2	4.3	2.6	2.2	2.5	4.6	1.6
親会社	3.3	2.5	3.0	6.5	0.0	4.6	1.9
その他	1.4	1.1	0.8	0.7	10.0	0.9	2.1
銀行融資を利用している企業	27.5	21.2	27.8	33.9	55.2	29.6	25.6
融資の利用目的							
運転資金	68.7	65.1	81.4	62.3	60.0	66.3	71.3
債務のリストラクチャリング	11.8	12.7	10.2	11.3	15.0	13.9	9.6
外国貿易取引	7.2	7.9	1.7	11.3	10.0	7.9	6.4
投資	9.7	11.1	5.1	11.3	15.0	8.9	10.6
その他	2.6	3.2	1.6	3.8	0.0	3.0	2.1
銀行融資を利用しない企業	72.5	78.8	72.2	66.1	44.8	70.4	74.4
その他の理由							
高利子	26.6	28.7	25.2	26.6	11.8	24.7	28.6
製品の需要	4.7	5.4	5.0	3.1	0.0	4.0	5.5
銀行が貸したがらないため	19.9	24.2	14.4	17.2	17.6	21.5	18.2
経済見通しがはっきりしないため	19.2	14.8	23.0	23.4	29.4	20.2	18.2
債務のリストラクチャリング	11.1	7.6	15.1	10.9	23.5	11.7	10.5
融資申請が承認されなかったため	8.4	11.3	5.0	7.8	0.0	7.6	9.1
期限がきているのに未返還の債務がある	4.5	4.0	6.5	3.1	0.0	4.9	4.1
市場の競争の困難	4.7	4.0	5.0	6.3	5.9	4.9	4.5
その他	0.9	0.0	0.8	1.6	11.8	0.5	1.3

出所：Banco de México の調査。

(注 1) 最低 500 社(全国)の調査による。

(注 2) S は 1997 年時点で売上が 100 万から 1 億ペソの企業。

M は 1997 年時点で売上が 1 億ペソから 5 億ペソの企業。

L は 1997 年時点で売上が 5 億ペソから 50 億ペソの企業。

AAA は 1997 年時点で売上が 50 億ペソを超える企業。

このメキシコの状況を韓国と比較すると、統計上の定義などの問題により厳密な比較は困難であるが、韓国の企業の方が社債の発行による資金の調達が多いこと、また企業間の信用による調達は相対的に低いことが確認される。すなわち社債の発行は通貨危機の98年を除きほぼ20%程度を占めており、一方、企業間金融は同じく通貨危機の時期を除きほぼ6%から9%程度の水準にとどまっている。これはメキシコの場合との大きな相違を示すものであると考えられる。

以上は外部資金に関する比較であるが、企業の社内留保などの内部の資金の調達が全体のどの程度の割合を占めているかを、1980年代について主要な100の企業について比較した研究がある。ブラジルとメキシコの場合には、内部資金による調達はそれぞれ46.0%及び23.1%となっており、韓国及びタイのそれぞれ15.8%及び14.7%よりかなり高い水準となっている。しかしマレーシアの場合には29.7%でメキシコより高い。一方、全体の資産に占める債務の割合は、ブラジル及びメキシコはそれぞれ8.4%及び8.6%で相対的に低く、韓国、タイ、マレーシアはそれぞれ39.7%、55.8%及び10.3%とブラジルやメキシコよりも高い。これは東アジアにおいて金融深化が進んでいることを反映するものであると考えられる。

以上のようなラテンアメリカにおける金融システムの問題が、この地域の企業の規模に影響していることを明らかにした興味深い研究が最近発表されている（IDB, 2001, pp.35-42）。すなわち、ラテンアメリカのトップ25企業をとった場合、他の地域のトップ25企業の規模と比べて非常に小さいのである。世界の7地域のなかでトップの25企業の総資産で見た企業規模の平均は、ラテンアメリカが最も小さいことが明らかとなった。ラテンアメリカのこれら企業の総資産の平均規模は約12億ドルであり、これは東アジアの約45億ドルと比較してかなり小規模である。IDBのこの研究は次のように結論付けている。「GDPに対する民間セクターへの国内信用の比率で見た金融深化の程度は、大企業の企業規模を説明する重要な説明変数である。計測結果によれば、金融深化が10%拡大することにより大企業の企業規模は26%から46%へと拡大する。これら25企業は当然国内の金融システムのみならず国際的な金融市場へのアクセスを有していると考えれば、ラテンアメリカの企業の規模が小さいという分析結果は、大企業といえども国内金融に依存する割合が高いことを意味しており、この傾向はラテンアメリカの中小企業においてはさらに強いと考えられる」（IDB, p.40）。

ラテンアメリカにおいては、既に述べたように90年代の改革とグローバルイゼーション、地域統合などによる新たな企業機会に企業が積極的に反応し、企業の国際化が進んだことが確認される。例えば堀坂・細野（1998）によれば、1990年代の前半の期間において、ラテンアメリカ企業による国境を越えた事業活動は約7倍に増加している。この事業活動の内、85.3%は従来の活動の継続ではなく、新規の事業活動であり、90年代に生じた新たな事業機会をラテンアメリカの企業が積極的に活用したことがこの資料によって確認される。そして、そうした活動をおこなった企業の中でも、改革が早かったチリの企業が21%と高い割合を占めていることも注目される。また約200のケースの内、83.1%がラテンアメリカ域内で行われており、さらにその内の3分の2（すなわち60.5%）はMERCOSUR域内で行われている。一方、ラテンアメリカ諸国から先進国に対して行われたケースが14.7%に達しており、その多くは米国向けの投資であった。

このように、ラテンアメリカにおいて 90 年代に開始された主として域内向けの国際的な事業展開は、しかしながら、東アジアのそれに比べるとかなり小規模なものにとどまっている。表 13 はラテンアメリカ域内のラテンアメリカ企業による外国直接投資の規模を示したものであるが、その額は 1990 年から 99 年の 10 年間で 201 億 980 万ドルであった。国別ではチリが最も多く 67 億ドルに達しており、メキシコの 48 億ドル、アルゼンチン 35 億ドルがこれに次いでいる。ブラジルは 15 億ドルと比較的少ない。

表 13 ラテンアメリカの域内 FDI、1990-99 (100 万ドル)

投資国	受入国	アルゼンチン	ボリビア	ブラジル	チリ	コロンビア	ペルー	ベネズエラ	その他	計
アルゼンチン	...	...	534	1097	400	...	263	1129	113	3535
ボリビア	...	...	...	...	6	...	...	...	...	6
ブラジル	...	985	48	...	...	151	151	165	32	1533
チリ	...	1513	176	1791	...	1333	1426	209	279	6727
コロンビア	...	...	...	...	...	...	18	922	...	940
コスタリカ	...	...	...	...	...	...	...	...	2	2
エクアドル	...	...	...	...	...	115	7	45	2	169
メキシコ	...	702	...	206	111	700	19	2152	897	4786
ペルー	...	...	6	...	...	...	...	100	30	136
ベネズエラ	...	118	...	...	15	967	...	...	480	1580
その他	...	17	...	...	...	...	31	...	737	785
計	...	3335	764	3093	532	3265	1915	4721	2573	20198

出所：ECLAC.

一方、東アジアにおいても 90 年代域内 FDI の拡大が進んできているが、東アジアの場合、1995 年だけで韓国、台湾、シンガポール及び香港からの ASEAN 向け投資額が 159 億ドルに達しており、これは ASEAN 諸国における総外国直接投資額の 44% に相当する。また同じく韓国、台湾、シンガポール及び香港からの中国向け投資は、同年 250 億ドルに達している。さらにマレーシア、タイからの投資も進んでおり、1994 年において両国の東アジア向け投資はそれぞれ 18 億ドル及び 4 億ドルに達した。

このように見ると、ラテンアメリカ諸国の企業は、90 年代新たな投資機会に呼応し、その国際化が進み、また域内向け外国直接投資が増えているとは言え、その規模は東アジアの場合と比べてあまりにも小さな規模にとどまっていると言わざるを得ない。ラテンアメリカ向け FDI 総額に占めるラテンアメリカ域内の FDI は 5% 程度に過ぎない。

この域内 FDI の状況のラテンアメリカと東アジアの相違は、それぞれの地域の金融深化の相違によって全て説明されるとは考えられないが、両地域の企業の金融へのアクセスが何らかの影響を与えていることは否定し得ない。

## 参考文献

- 世界銀行（1994）『東アジアの奇跡』（白鳥正喜監訳）東洋経済新報社。
- 堀坂浩太郎・細野昭雄（1998）『ラテンアメリカ民営化論 - 先駆的経験と企業社会の変貌』（編著）日本評論社。
- 中小企業総合事業団（2001）『主要国の起業意識』。
- 日本政策投資銀行（2002）『東アジアにおける起業行動の国際比較』。
- Edwards, Sebastian (2001) “¿Salvarán a Latinoamérica las tecnologías de información?”, Manuscript presented at the seminar ¿Condiciona la nueva economía el crecimiento y los flujos de capital hacia América Latina?, Proceedings of Board of Governors, Inter-American Development Bank. Santiago, Chile.
- Hosono, Akio (2002), “Finance, Social Capital and Entrepreneurship: Some Relevant Findings from the Comparative Study on Entrepreneurship in East Asia and Latin America”, in *Entrepreneurship in Emerging Economies: The Creation and Development of New Firms in Latin America and East Asia*, Inter-American Development Bank, Washington D.C.
- Hosono, Akio and Nobuaki Hamaguchi (2001), “Experiences of Technological Partnership of Japan with Overseas: The Case of Steel Industry,” *Kobe Economic and Business Review*, No.45.
- Kantis, Hugo, Masahiko Ishida and Masahiko Komori, (2002), *Entrepreneurship in Emerging Economies: The Creation and Development of New Firms in Latin America and East Asia*, Inter-American Development Bank, Washington D.C.
- IDB (2001), *Competitiveness, The Business of Growth: Economic and Social Progress in Latin America, 2001 Report*, Inter-American Development Bank, Washington D.C.
- OECD (2001), *Entrepreneurship, Growth and Policy*, OECD, Paris.
- UNCTAD (1998), *Handbook on Foreign Direct Investment by Small and Medium-sized Enterprises: Lessons from Asia*, United Nations, New York and Geneva. (pp.17-18).
- Warner, Andrew M. (2000), “Economic Creativity”, World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2000*, Oxford University Press, New York. p.28-38.
- World Bank (2001), *World Development Indicator 2001*, World Bank, Washington, D.C.
- World Bank (2002), *World Development Report 2002*, World Bank, Washington, D.C.