

欧米で活発化するマイクロファイナンス投資

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. 貧困層向けの無担保の少額融資を主体とする金融サービスであるマイクロファイナンスは、バングラディッシュのグラミン銀行を始めとするマイクロファイナンス機関（MFIs）が担ってきた。現在、MFIs は全世界で約 1 万機関まで拡大している。
2. MFIs は従来、資金調達を大部分を寄付金、国際機関等からの援助、国内金融機関からの借入に依存してきたが、過去数年、資本市場を通じて海外の投資家から資金調達する動きが広がっている。欧米の金融機関や投資家からは、MFIs に対する投融資を指すマイクロファイナンス投資として注目を集めている。投資金額は過去数年急激に伸びており、2007 年は年間 67 億ドルに達した。
3. 個人富裕層や財団、社会的責任投資を手がける保険会社や年金基金などの投資家は、MFIs の発行する証券に直接投資することもあるが、一般的には MFIs への投融資を行う民間のマイクロファイナンス投資ビークル（MIVs）、又は、MIVs の発行する債券等に投資する。
4. マイクロファイナンス投資の主流は債券型の商品（債券ファンド、証券化商品、債券）で、投資金額の約 8 割を占める。だが、株式型の商品（PE ファンド、MFIs への出資など）も、近年、債券型を上回る伸び率で投資金額が増えている。
5. マイクロファイナンス投資の最大の意義は、投資リターンを得られると同時に、社会的貢献が出来る（ソーシャル・リターンを得られる）点である。加えて、分散投資効果も見込める。
6. 一方、①過剰な投資資金の流入、②MFIs のマネジメントやガバナンスの質の低さ、③一部の現地国政府の非協力、④一部の MFIs による過度の営利追求などが課題となっている。
7. 潜在的市場規模の大きさから、欧米の投資家、金融機関からの投資やビジネスの意欲は旺盛であり、マイクロファイナンス投資は今後も着実に拡大していくと考えられる。

I マイクロファイナンスにおける資本市場の活用

近年、マイクロファイナンスに対する欧米の金融機関、投資家の注目が高まっている。2001年の世界銀行の推計に拠れば、1日2ドル未満の所得で暮らしている貧困層が全世界で約27億人いる。これらの貧困層は、従来、欧米金融機関からは金融サービスの対象として全く見られていなかった。だが、マイクロファイナンスが世界各地で成功を収めると、巨大な潜在市場に対する欧米資本の関心は急速に高まっていった。本稿では、マイクロファイナンスにおける資本市場活用の実態や課題などについて解説する。

1. マイクロファイナンスの普及

マイクロファイナンスとは、貧困層向けの無担保の少額融資を主体とする金融サービスを指し、1970年代の初頭にラテンアメリカや南アジア（インド、バングラディッシュなど）で始まった。バングラディッシュのグラミン銀行¹を始めとするマイクロファイナンス機関²（以下、MFIs）は、商業銀行など何れの国内金融機関からも借り入れの出来ない途上国農村部・都市部の貧困層に対して、新規事業資金を融資するなど、彼らの自立を支えてきた。また、最近では、融資に加えて預金、保険などの金融商品や、ビジネス・トレーニング及びネットワーキングの機会なども提供するようになってきている。融資金額は多くの場合200ドル以下で、貸付先（以下、マイクロボローア）は従来融資を受ける機会の少なかった女性の割合が高いのが特徴である。

MFIsによる貸付は、通常の商業銀行貸付よりもデフォルト率が低く、かつ、一部の有力なMFIsでは収益性も高かったことから³、貧困層への融資は単なる慈善事業ではなく、商業的にも優れた事業であるという評価が徐々に世間に広がっていった。低いデフォルト率の要因の一つに、江戸時代の五人組制度の発想に類似したグループ連帯制の採用があると言われている。共同体の中で5人から15人といった小さなグループを作り、連帯責任で貸付を受ける。一人でも弁済できないと追加の融資が受けられないので、グループ内で相互監視が行われることに加え、リスクの高い相手と組みたくないことから、グループを作る際に選別が働き、貸し手と借り手の間の情報の非対称性問題が緩和されると言われる。だが、グループ連帯制についてはその効果に疑問の声も多く、グラミン銀行も既にこの制度を放棄している。その他に、期日通りの弁済により借り入れ限度額が増える仕組み（ダイナミック・インセンティブ）の導入や、1週間や1ヶ月など短い期間で定期的に弁済期日を設けること（レギュラー・リペイメント・スケジュール）なども弁済率を上げる効果があるとされる⁴。

¹ グラミン銀行と創始者のモハメド・ユヌス総裁は、2006年にノーベル平和賞を受賞した。

² MFIsの定義は広範であり、組織形態としては、信用組合、ノンバンク、小規模商業銀行、金融NGOなどが含まれる。

³ 有力なMFIsでは、ROEが20%を超える高い水準にある。

⁴ Beatriz Armendariz de Aghion & Jonathan Morduch, "Microfinance Beyond Group Lending" (April 2000)など参照。

グラミン銀行など各地で成功例が積み重なっていくにつれ、マイクロファイナンスは急速に世界中の貧困地域に拡がり、MFIs の数も増えていった。ACCION⁵に拠れば、MFIs は現在、約 1 万機関あると言われている。だが、そのほとんどは小規模なものであり、1 億ドル以上の貸付残高を持つ MFIs はおよそ 70 機関、10 万人以上の顧客を持つ MFIs は 90 機関超である。マッキンゼーのレポート⁶に拠れば、MFIs の潜在顧客は世界中で 15 億人に上るのに対し、現在実際に MFIs の顧客となっているのは約 1 億人に過ぎない。裏を返せば、潜在的な市場規模は非常に大きいということであり、同レポートは、10 年後から 20 年後のマイクロファイナンスの市場規模（MFIs の貸付残高）はグローバルで 2,500～3,000 億ドルに達するとしている。

マイクロファイナンスの情報プラットフォームである MIX Market⁷に登録されている 1,109 の MFIs の地域別活動状況を見ると、マイクロボローアラーの数が最も多いのは南アジアで、MFIs の数や貸付金額合計が最も多いのはラテンアメリカである（図表 1）。個別の MFIs を見ても、マイクロボローアラー数の多い MFIs は、グラミン銀行（約 670 万人）など、ほとんどが南アジアの MFIs である（図表 2）。一方、貸付金額ベースの上位 MFIs には、ラテンアメリカの MFIs が名を連ねる。MFIs のパフォーマンスを総資産利益率（ROA）や自己資本利益率（ROE）で見ると、東欧・中央アジアやラテンアメリカでは相対的に高いが、アフリカでは ROA、ROE とも負の値になっている。

図表 1 MFIs の地域別活動状況

	アフリカ	東アジア・環太平洋	東欧・中央アジア	ラテンアメリカ	中東・北アフリカ	南アジア	全地域
MFIの数	224	133	213	291	41	207	1109
マイクロボローアラーの数 (百万人)	5.2	10.6	1.9	9.5	1.7	30.1	59.0
貸付金額 (百万ドル)	1,593	4,784	4,890	10,276	641	2,590	24,774
預金金額 (百万ドル)	1,547	5,216	2,226	6,947	0	482	16,418
ROA (%:中央値)	-1.3	1.4	2.7	2.2	0.5	0.6	1.2
ROE (%:中央値)	-3.0	6.0	8.0	8.0	1.0	10.0	6.0

(注) 原則的には 2006 年度のデータによるが、一部 2005 年度のデータも採用されている。

(出所) MIX Market より野村資本市場研究所作成

⁵ アクシオンは、元々は 1961 年にラテンアメリカの貧困撲滅を支援するために作られた学生団体で、その後、世界的規模でマイクロファイナンスを提供するようになったマイクロファイナンスのパイオニアである。

⁶ McKinsey & Company, “Optimizing Capital Supply in Support of Microfinance Industry Growth” (Oct 2006)

⁷ MIX (Microfinance Information eXchang) は、2002 年に CGAP (The Consultative Group to Assist the Poorest : マイクロファイナンスに関する情報交換や支援方針の協調を目的として援助機関や主要マイクロファイナンス機関によって構成される協議グループ)、シティグループ財団、ドイチェ・バンク・アメリカ財団、開かれた社会財団 (Open Society Institute)、ロックデール財団などの後援によって設立されたマイクロファイナンスの成長を支援するための非営利団体である。

図表 2 MFI トップテン

MFIトップテン(マイクロボローア一数ベース)

MFI	国籍	組織形態	貸付金額 (百万ドル)	マイクロボローア 数(人)	ROE(%)
1 Grameen Bank	バングラディシュ	銀行	532	6,707,000	22.2
2 BRAC	バングラディシュ	NGO	529	6,397,635	6.1
3 VBSP	ベトナム	銀行	2,182	5,648,140	-9.4
4 ASA	バングラディシュ	NGO	305	5,163,279	26.1
5 BRI	インドネシア	銀行	3,036	3,455,894	130.0
6 PROSHIKA	バングラディシュ	NGO	54	1,537,166	NA
7 Spandana	インド	ノンバンク	181	1,188,861	22.0
8 SHARE	インド	ノンバンク	148	989,641	15.3
9 Bandhan	インド	ノンバンク	82	896,698	131.2
10 CompartamosBanco	メキシコ	銀行	378	838,754	45.7

MFIトップテン (貸付金額ベース)

MFI	国籍	組織形態	貸付金額 (百万ドル)	マイクロボローア 数(人)	ROE(%)
1 BRI	インドネシア	銀行	3,036	3,455,894	130.0
2 BCSC	コロンビア	銀行	2,393	737,312	22.6
3 VBSP	ベトナム	銀行	2,182	5,648,140	-9.4
4 Caja Popular Mexicana	メキシコ	信用組合	1,157	778,808	23.4
5 Banco Estado	チリ	ノンバンク	820	206,686	3.2
6 KMB	ロシア	銀行	757	58,984	17.9
7 ProCredit Bank Serbia	セルビア・モンテネ グロ	銀行	608	101,999	13.9
8 Caja Libertad	メキシコ	信用組合	582	343,706	29.0
9 Grameen Bank	バングラディシュ	銀行	532	6,707,000	22.2
10 BRAC	バングラディシュ	NGO	529	6,397,635	6.1

(注) 貸付金額、マイクロボローア数、ROEは2006年度又は2007年度の数値。

(出所) MIX Market より野村資本市場研究所作成

2. MFIによる資本市場の活用とマイクロファイナンス投資

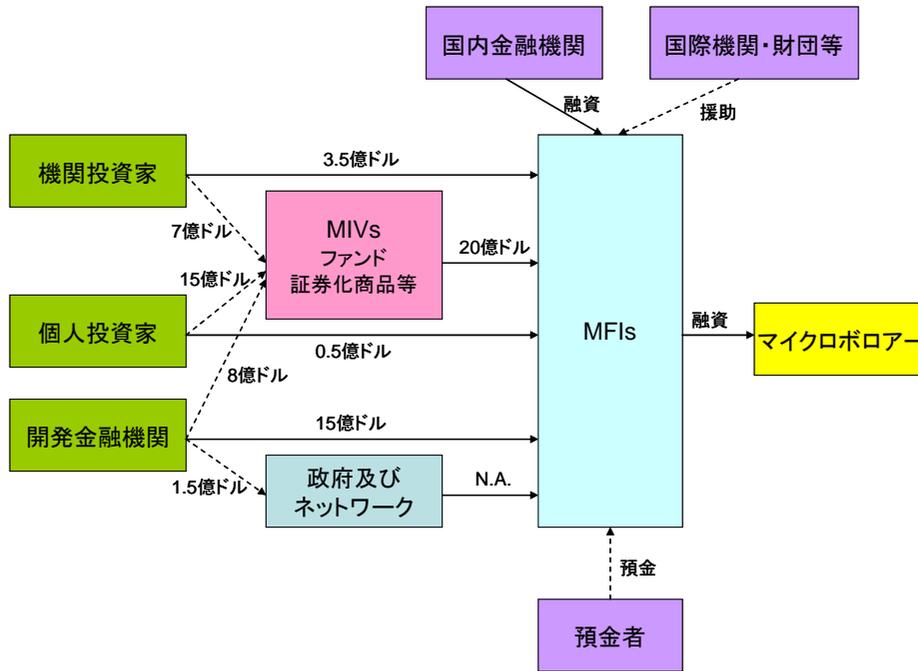
MFIは従来、資金調達の大部分を寄付金、国際機関等からの援助、国内金融機関からの借入に依存してきた。預金に関しては、金融規制上集められない MFI も多く、また、そもそも貧困地域の金融機関なので、預金が十分に集まらないことが多かったからである。だが、過去数年、規模を拡大した MFI の中には、資本市場を通じて海外の投資家から資金調達する動きが広がってきている。これは、欧米の金融機関や投資家からは、MFI に対する投融資を指すマイクロファイナンス投資として注目を集めている。

海外の投資家は、MFI の発行する株式や債券を直接購入することもあるが、一般的には MFI への投融資を行う民間のマイクロファイナンス投資ビークル（以下、MIVs）本体、又は、投資ビークルの発行する債券等に投資することになる（図表 3）。例えば、2007 年は、MIVs を通じて約 20 億ドルが MFI に投融資された。

マイクロファイナンス投資の金額は過去数年急激に伸びており、2007 年は年間 67 億ドルに達したと推定されている（図表 4）。2004 年には、開発金融機関（Development Finance Institutions）による投資金額が MIVs による投資金額を圧倒的に上回っていたが、

2007年には逆転している。地域別には、預金金額の少ない東欧・中央アジアとラテンアメリカに投資が集中しており、この2地域で8割を超える。

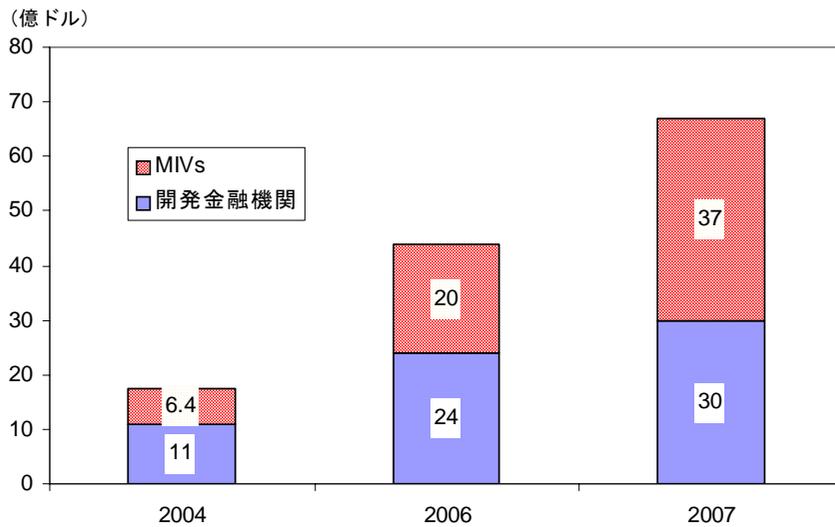
図表3 マイクロファイナンス投資の仕組み



(注) 金額は2006年の実績。機関・個人投資家、開発金融機関によるMIVsへの投資総額とMIVsによるMFIsへの投融資額の数字が合わないのは、MIVsの投融資にタイムラグがあるためだと推定される。

(出所) CGAP Surveyより野村資本市場研究所作成

図表4 マイクロファイナンス投資金額（フロー）



(出所) CGAP Surveyより野村資本市場研究所作成

Ⅱ マイクロファイナンス投資を巡る投資家と金融機関

1. 拡がる投資家層

マイクロファイナンス投資は、1990年代後半に、欧米各国の開発金融機関が、主に MFIs に直接貸付を行うかたちで始まった。ドイツ復興金融公庫（KfW）、欧州復興開発銀行（EBRD）、国際金融公社（IFC）、スペイン国際協力庁／金融公庫（AECI-ICO）、オランダ開発金融公社（FMO）などの欧州系の開発金融機関が特に積極的で、有力な MFIs を育てるのに貢献した。その後、社会的責任投資の普及やマイクロファイナンス投資商品の多様化などによって、マイクロファイナンス投資を開始する個人投資家や機関投資家が増えている。

まず、個人投資家に関しては、主に慈善活動に関心の高い富裕層が、オランダのオイコクレジットや米国のカルバート財団など、個人投資家向けにもマイクロファイナンス投資商品を提供する MIVs を通じて投資を行っている。中には、イーベイの創業者であるピエール・オミディア氏のように母校のタフツ大学に1億ドルを寄付して、オミディア・タフツ・マイクロファイナンス・ファンドを設立したり、不動産開発・投資会社のロバート・パティエジョ・プロパティーズの創業者であるロバート・パティエジョ氏のように MIVs に投資するファンド・オブ・ファンズであるグレイ・ゴースト・ファンドを自ら設立するようなケースもある。加えて、インターネットを通じてマイクロファイナンス投資の機会を提供するキバ⁸やマイクロプレイス⁹のサービスを利用して、少額から投資を始める個人投資家も近年増えている。

次に、機関投資家に関しては、社会的責任投資を手がけている保険会社や年金基金が徐々にマイクロファイナンス投資へ資金を振り向けている。例えば、TIAA-CREF（全米教職員退職年金基金）は、社会的責任投資の運用資産の中で1億ドルのグローバル・マイクロファイナンス投資プログラムを実施している。加えて、ブラックストーン、カーライル、セコイア・キャピタルといった米国の著名なプライベート・エクイティ・ファームもマイクロファイナンスの成長性に注目し、有力な MFIs を掘り出してエクイティ投資を実施している。

2. 欧米金融機関の積極的な取り組み

ドイツ銀行やシティグループといった欧米大手金融機関が MFIs に融資を実施したり、金融のノウハウを伝えたりし始めたのは、マイクロファイナンスを企業イメージを向上させるための CSR（企業の社会的責任）活動・フィランソロピー活動の一環として利用できると考えたのが発端である。確かに今でもその側面は強いが、マイクロファイナンスの規

⁸ <http://www.kiva.org/>

⁹ <https://www.microplace.com/>

図表 5 欧米金融機関によるマイクロファイナンス関連ビジネスへの取り組み

金融機関	マイクロファイナンスの組織形態	組織設立年	主な活動
アクサ	AXA Sustainable Development	2005	ファンド投資、MFIへの投融資、マイクロインシュランス
パークレイズ	Financial Inclusion Team	2005	リテール業務(預金、融資)
	ABSA Micro Enterprise Finance Unit	2007	
BNPパリバ	Microfi	2006	MFIへの融資
シティグループ	Citigroup Microfinance Group	2005	証券化商品、リテール業務(預金、融資、マイクロインシュランス等)
コメルツ銀行	コーポレート・バンキング部門で行う	2000	MFIへの出資
クレディ・アグリコル	特になし	2008	MFIへの投融資
ドイツ銀行	Community Development Finance Group	1997	ファンド運用・投資、証券化商品
ING	ING Microfinance Support	2004	MFIへの融資、リテール業務(預金、融資、マイクロインシュランス)
	Green Finance Microfinance	2005	
	ING Vysya Bank/Vysya Life	2002	
モルガンスタンレー	Microfinance Institutions Group	2006	ファンド運用・投資、MFIへの融資
ラボバンク	Rabo Financial Institutions Development	2005	MFIへの出資、リテール業務(預金、融資、マイクロインシュランス)
	Rabobank Foundation	1973	
ソシエテ・ジェネラル	国外リテール・バンキング部門の一部	2000	MFIへの投融資
スタンダード・チャータード	Microfinance Financial Inclusion Group	2004	MFIへの投融資

(出所) ING, “A Billion to Gain? - A study on global financial institutions and microfinance” (March 2008)より野村資本市場研究所作成

模が大きくなるにつれて、より多くの欧米金融機関がマイクロファイナンスを新たなビジネス・チャンスと捉えるようになってきている。

実際、シティグループ、ドイツ銀行、コメルツ銀行、ING、アクサ、ラボバンク、モルガンスタンレー、パークレイズ、BNP パリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル、スタンダード・チャータードなどの商業銀行、投資銀行、保険会社が、専門の部署を立ち上げるなどして、マイクロファイナンス関連ビジネスに積極的に取り組んでいる(図表 5)¹⁰。現状では、マイクロファイナンス投資商品の組成・販売、MFIへの融資・出資、MFIのIPOの引受などホールセール・ビジネスが中心だが、貧困層への融資・預金業務、生命保険を中心とする保険業務(マイクロインシュランス)などのリテール・ビジネスに力を入れ始めているところもある。

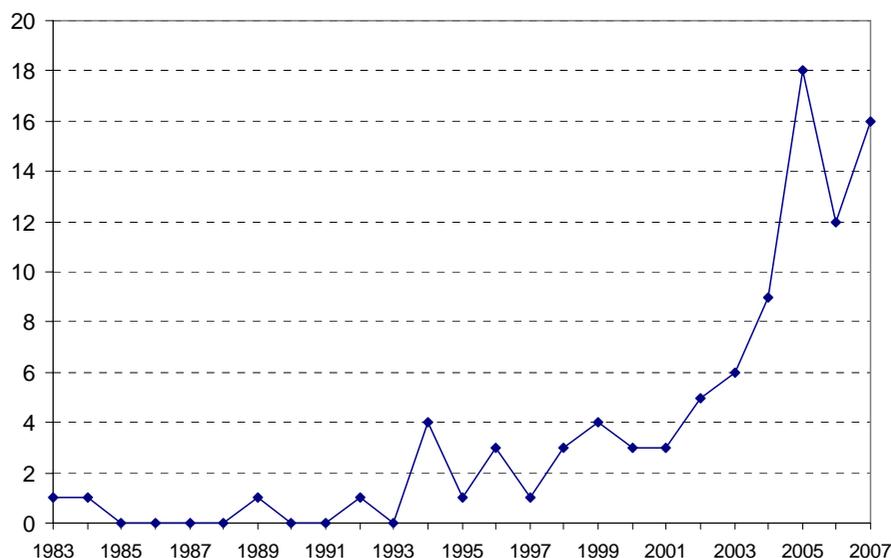
III マイクロファイナンス投資商品

1. MIVsの増加

投資家の需要の拡大と欧米金融機関の積極的な取り組みの開始により、近年、新たに組成されるMIVsの数が増加している。1990年代は年間数件の組成しかなかったが、2000年代に入ってから増え始め、過去3年間は10件以上のMIVsが組成されている(図表6)。運用資産額上位10MIVsを見ると、ほとんどがファンド形態である(図表7)。ファンド

¹⁰ 例えば、シティグループはロンドンに10人、ニューヨークに6人、ドイツ銀行は8人、モルガンスタンレーはロンドンに6人、ニューヨークに6人、それぞれマイクロファイナンスの専任者を配置している。

図表 6 MIVs の新規組成数



(出所) CGAP Survey より野村資本市場研究所作成

図表 7 MIVs 運用資産額トップテン

MIV	国籍	商品形態	運用 総資産	マイクロファイ ナンス投資 資産
1 ProCredit Holding	ドイツ	持株会社	800	713
2 European Fund for Southeast Europe	ドイツ	ファンド	583	233
3 Oikocredit	オランダ	ファンド	569	317
4 Dexia Microcredit Fund	スイス/ルクセンブルグ	ファンド	298	255
5 responsibility Global Microfinance Fund	スイス	ファンド	193	184
6 Calvert Social Investment Foundation	米国	ファンド	170	38
7 responsibility SICAV (Lux) Microfinance Learders Fund	スイス	ファンド	157	136
8 ASN-Novib Fund	オランダ	ファンド	118	82
9 SNS Institutional Microfinance Fund	オランダ	ファンド	117	113
10 BlueOrchard Loans for Development 2 (BOLD 2)	スイス	仕組み商品	108	105

(出所) CGAP より野村資本市場研究所作成

は、オランダのオイコクレジット¹¹、スイスのブルー・オーチャード¹²、レスポンサビリティ・ソーシャル・インベストメント・サービシーズ¹³など、マイクロファイナンス投資を専門に手がける機関によって運用されている。地域別に見ると、米国よりもドイツ、オランダ、スイスなど大陸欧州の国が多いのが特徴である。また、マイクロファイナンス投資の約9割は15%の主要MFIsに集中していると言われている。

MIVsの主流は債券型の商品で、マイクロファイナンス投資金額合計の約8割を占める。だが、株式型の商品も、近年、債券型を上回る伸び率で投資金額が増えている。

¹¹ 1975年に、教会や関連機関に貧困層への投融资の機会を提供することを目的に設立された協同組合。

¹² MFIsの資金調達案件を専門に手がけるスイスの資産運用会社で、デクシア・マイクロクレジット・ファンドの運用などを手がける。

¹³ 2003年にクレディスイスを含むスイスの4つの銀行等の共同出資によって作られた社会的責任投資の専門会社。

2. 債券型の商品

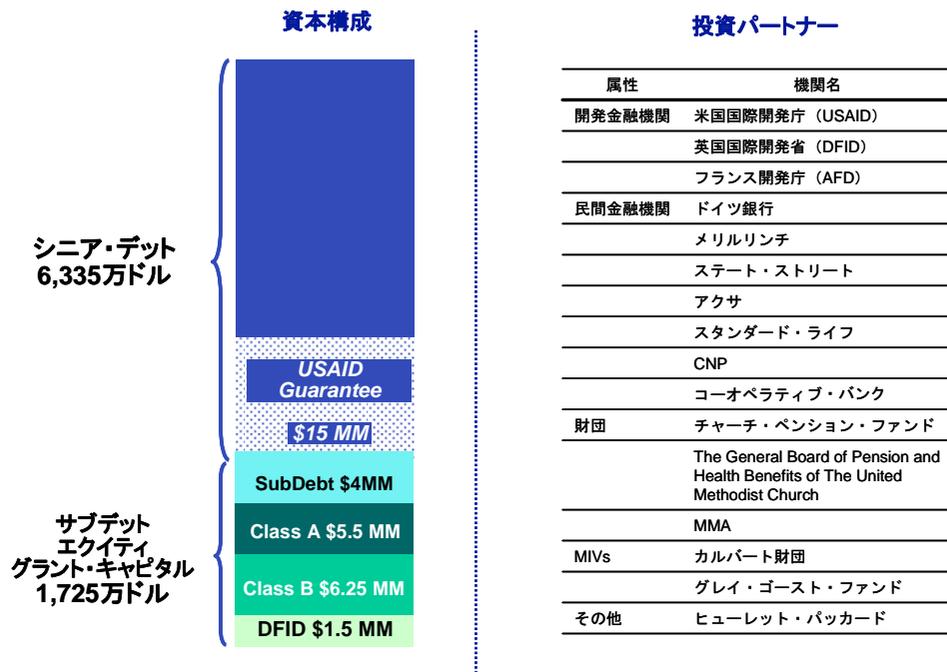
1) 債券ファンド

債券ファンドにおいては、投資家の資金をプールした MIVs が MFIs にローンを提供したり、MFIs の発行する債券に投資したりする。MFIs に投融資するファンドの例としては、ドイツ銀行が 2005 年にリード・アレンジャーとして組成したグローバル・コマーシャル・マイクロファイナンス・コンソーシアムがある。コンソーシアムには、メリルリンチ、アクサ、ミュンヘン再保険などの民間金融機関、米・英・仏の開発金融機関、財団、MIVs など 18 の機関が参加し、8,060 万ドルの資金を調達した（図表 8）。同ファンドは、シニアデット、サブデット、エクイティなどの複数のトランシェに分かれており、国際開発基金がエクイティ部分に投資したり、保証を付けたりすることで、民間の投資家による投資を促した。同ファンドは MFIs に 1 回に付き最大 450 万ドルまでの貸付を行う。これまでに、21 カ国の 40 以上の MFIs に貸付を行っている。

2) 証券化商品

証券化商品としては、これまで MFIs への貸出債権を束ねて証券化した債務担保証券（以下、CDO）が多い。例えば、ブルー・オーチャードが、モルガンスタンレーをパートナーにして 2006 年に組成した CDO（BlueOrchard Loans for Development

図表 8 グローバル・コマーシャル・マイクロファイナンス・コンソーシアム



(出所) ドイツ銀行資料より野村資本市場研究所作成

2006-1, BOLD 2006) がある。同 CDO は、13 カ国¹⁴の 21 の有力な MFIs に対して 5 年間の固定利率で行った合計 1 億ドルのローンを証券化し、4 つのトランシェに切り分けたものである。マイクロファイナンス関連の CDO としては過去最大の案件で、欧州の資産担保証券 (ABS) の投資家 (商業銀行、保険会社、年金) が主に投資した。

続いて 2007 年には第二号の CDO である BOLD 2 を組成し、1.1 億ドルを調達した。この CDO は、MFIs への貸付債権を担保にした CDO としては初めての格付けを S&P から取得した¹⁵。一方で、CDO と言えば、通常は金融機関が企業や個人に貸し付けた債権を束ねて証券化したものだが、MFIs による貧困層への貸付債権を担保にした CDO はまだあまりない¹⁶。前述のように多くの MFIs が小規模であることや、貸付債権が非常に小口であることなどが理由として考えられる。

3) 債券

債券商品としては、MIVs が発行するノートなどがあり、カルバート財団が発行するコミュニティ・インベストメント・ノート (以下、CIN) などが代表例である。カルバート財団は、社会的責任投資ファンドの運用で有名な資産運用会社カルバート・グループが 1995 年に設立した非営利団体で、CIN の発行により調達した資金 (現在、発行残高約 1.7 億ドル) をパートナーである 100 カ国以上約 240 の貧困層を支援する非営利団体や MFIs に融資する¹⁷。融資の約 3 分の 2 は米国内の団体に、残りの約 3 分の 1 は海外の団体向けに行われている。CIN は、年限が 1、3、5、7、10 年の 5 種類があり、利率は 0~3% の間で投資家が選択できる。0% を選択すると元本だけが戻ってくることになる。CIN の投資家数は現在約 2,500 で、その内 2,000 人が富裕層を含む米国の個人投資家、500 機関が企業、非営利団体、宗教団体などの法人・団体である。

この CIN は、インターネット経由で個人投資家が手軽に購入することもできる。イーベイ傘下の社会的責任投資専門のオンライン・ブローカーであるマイクロプレイス¹⁸は、CIN を始め複数のマイクロファイナンス投資商品を提供している。同社のウェブサイトでは投資したい地域・国 (6 つの地域、28 カ国から選択できる) を指定すると、指定した地域・国の MFIs がその活動内容などと共に投資対象として紹介され

¹⁴ アルバニア、アゼルバイジャン、ボリビア、ボスニア、カンボジア、コロンビア、エクアドル、グルジア、メキシコ、モンゴル、ニカラグア、ペルー、ロシアの 13 カ国。

¹⁵ 逆に言えば、それまでは商品に対する認知が低かったことなどから格付けを取得することが難しく、開発金融機関による保証部分がないとなかなか投資してもらえなかった。同 CDO は 3 つのトランシェに分かれており、クラス A がダブル A 格を、クラス B がトリプル B 格を取得した (クラス C は格付け未取得)。

¹⁶ 中には、バングラディッシュの MFIs である Brac による貧困層への貸付債権を、シティバンクが CDO として組成したような事例もある。

¹⁷ 1990 年に、カルバート・グループが運用するミューチャル・ファンドが運用資産の 1% をコミュニティ開発機関に直接融資することを株主から承認され、その融資活動が社会的に大きな成果を上げたことが CIN 開発の発端である。だが、以上の直接融資によるリターンは市場リターンを下回っていたため、カルバート・グループは財団を作って CIN の発行を行うことにした。財団は連邦法上の投資会社や投資顧問会社ではないので、それらに該当する規制を受けない。受けるのは州規制のみである。

¹⁸ 同社は、SEC に登録されたブローカー・ディーラーである。

る。支援したい MFIs を選んで投資すると、カルバート財団などを通じて、投資金額分が実際に同 MFI の貸付に充てられる仕組みである。2008 年 10 月現在、57 の MFIs が投資先として紹介されている。

3. 株式型の商品

1) PE ファンド

MFIs の株式に投資する PE ファンドが徐々にではあるが増加しており、新たな投資対象となっている。その先駆けとなったのは、コスタリカを拠点とする投資顧問会社 オムトリックスが 1994 年に組成したプロファンド・インターナショナルである。同ファンドは、2,200 万ドルの運用資産を中南米地域を中心に 10 カ国 12 の MFIs に投資し、10 年間の投資期間で 6.65% の内部収益率 (IRR) を上げた¹⁹。同ファンドの成功をきっかけに、レスポンサビリティ、ブルー・オーチャードといった MIVs の運用会社が新たに PE 投資に取り組もうとしている。また、グレイ・ゴースト・マイクロファイナンス・ファンドのような PE ファンド・オブ・ファンズも出現している。

2) IPO

近年、株式公開をする MFIs が徐々に現れてきており、上場 MFIs の株式が将来的に有力な投資対象の一つになる可能性がある。例えば、2006 年 8 月にケニアのエクイティ銀行がナイロビ証券取引所に上場し、3.15 億ドルを調達した。続いて、2007 年 4 月にメキシコのコンパルタモス銀行がメキシコ証券取引所に上場し、発行済み株式の 30% を売り出した。コンパルタモス銀行のケースでは、売出し株数に対して 13 倍を超える需要が集まり、取引初日の終値は 22% 上昇した。これらの IPO の成功は、投資家に大きなリターンをもたらした。

IV マイクロファイナンス投資の意義

1. 投資リターンと社会貢献

マイクロファイナンス投資の最大の特徴は、投資リターンを得られると同時に、社会的貢献が出来る (ソーシャル・リターンを得られる) 点である。マイクロファイナンス投資はそもそも高いリターンを期待する類の投資ではない。そのため、投資家には慈善活動に関心の高い個人富裕層や宗教法人関連の財団が多くなる。それらの投資家は、同時に寄付などを行っていることも多いが、寄付金や国際開発機関の援助金等のみでは、貧困層の資金需要を満たすことが出来ない。そこで、幾ばくかのリターン、少なくとも元本が弁済され

¹⁹ オムトリックスのウェブサイト http://www.omtrixinc.com/htm/our_work.htm より。

る「投資」というかたちを採ることによって、これらの投資家がマイクロファイナンスに拠出できる資金の量が増え、より多くの資金を海外から集めることが出来るわけである²⁰。

従って、投資家は自らの投資が途上国の貧困層にどのような良いインパクトを与えたかに興味を持つ。その点、前述のカルバート財団は、年次報告書などを通じて、彼らの活動のインパクトを積極的に投資家に報告している。また、財団のウェブサイト²¹には、CINへの①投資金額、②年限、③対象地域、④対象分野を投入すると、同財団が MFIs などの現地組織から収集した実際のマイクロファイナンスのヒストリカル・データに基づいて投下資本社会利益率 (Social Return on Investment) を算出する機能がある。例えば、「あなたの3年満期の1万ドルの投資は、103.86件のマイクロファイナンスに活用され、アジア及び中東地域で126.49人の雇用を創出する。」といった具合である。これにより、投資家は自分の投資の社会的インパクトについて知ることができる。

2. 分散投資効果

マイクロファイナンス投資を行うもう一つの意義として指摘されることがあるのは、同投資のパフォーマンスと米国など先進国の株式市場のパフォーマンスとの相関が低いため、高い分散投資効果が見込める点である。この点について、ニューヨーク大学のウォルター教授らが行った実証研究では、①MFIs のパフォーマンスと先進国の株価指数 (S&P 500 や MSCI World Index) のパフォーマンスの相関は非常に低い、②MFIs のパフォーマンスと国内マクロ経済 (GDP) の相関は高いが、国内の他の金融機関よりも受けている影響は小さい、という結論が導き出された²²。

この結論が正しければ、マイクロファイナンス投資は、先進国の運用機関のポートフォリオ・マネージャーが、分散投資効果を求めてエマージング市場に投資する場合に、一つの望ましい選択肢になりうる。このような結論が出た理由として、論文では、MFIs のほとんどが未公開会社で持分も一部のオーナーに集中していること、MFIs のターゲットが社会の最下層に位置する人々でありグローバル経済との関連が薄いこと、マイクロボローアは他に資金調達手段を持たないので借金を弁済するインセンティブが強く、その結果貸し倒れ率が低いこと、などを挙げている。実際、今般のサブプライム問題に端を発したクレジット市場の混乱においても、MFIs はあまり影響を受けていないと言われる²³。

だが、以上の分析は、論文の著者自身も指摘しているように、分析に株価 (時価) データではなく会計データを用いていること、サンプル・データの質が高くないこと等の問題を抱えており、分析結果の信頼性は必ずしも高くないことに留意すべきである。加えて、

²⁰ ただし、マイクロファイナンス投資には今のところ寄付に適用されるような節税メリットはない。

²¹ <http://www.calvertfoundation.org/index.html>

²² Walter, Ingo and Krauss, Nicolas A., "Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?" (January 30, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=943786>

²³ "Microfinance Area Feeling Credit Heat: Microfinance institutions expanding, but some are tweaking strategies due to stale CDO and CLO markets", *IDD*, March 17, 2008 参照。ただし、同記事では、不況が長引けばいずれ負の影響が出てくるとも述べている。

マイクロファイナンス投資の市場規模は、機関投資家が分散投資に活用できるほど大きくなっていないため、この効果は現時点では限定的である。

V マイクロファイナンス投資のリスクと課題

1. 為替・金利リスクなど一般的な投資リスク

マイクロファイナンス投資は、金利の変動リスクなど、エマージング市場の金融商品と同様の一般的な投資リスクを持つが、特にクローズアップされるのが為替リスクである。MIVs による債券型投資の 85%はドルなどの外国通貨建てで行われているが、その場合、MFIs によるマイクロボローアへの貸付は現地通貨建てであるため、MIVs は為替リスクを負う。為替リスクを緩和するために、最近では通貨スワップなどを活用したヘッジを行った上で現地通貨建てで MFIs に投融資を行う MIVs も増加してきている。

2. 過剰な投資資金の流入

マイクロファイナンス投資の潜在性の高さから、近年、急速に外国資本が MIVs に流入しているが、それに比して、投資先となる有力な MFIs がまだそれほどたくさん育ってきているわけではない。そのため、一部の有力な MFIs への貸付において MIVs の間で過当競争が起きたり、投資対象として適切でない MFIs に貸し付けてしまったりするリスクが高まっている。加えて、開発金融機関は本来 MIVs よりも高いリスクを取ってマイクロファイナンス市場拡大に努めるべきだが、開発金融機関が有力な MFIs への貸付に参加することによって MIVs をディールから締め出すクラウディングアウトの問題も生じていると言われている。

3. MFIs のマネジメントやガバナンスの質の低さ

急激な市場の拡大によって、現地の MFIs のマネジメントやスタッフ、コーポレートガバナンスの質の向上がそれに追いついていないという問題が指摘できる。その結果、MFIs においてコスト・コントロールや IT の活用などによる効率化が行われていないケースも増えてきている。また、ガバナンスの甘さから不祥事などが起きれば、マイクロファイナンス自体の評判を落とすことにもなる。

4. 現地国政府の非協力

マイクロファイナンス投資を円滑に行うためには、制度インフラの整備など、現地国政

府の協力が不可欠だが、現状では彼らの協力を得られていないケースも多いようである。それどころか、政府による金利の統制等のために MFIs の発展を阻害するような規制の強化が実施されたり、雇用の創出を MFIs に強要するなどの干渉が行われることもある。だが、こういった事情は国ごとに異なり、マイクロファイナンスの普及に協力的な現地国政府もある。

5. MFIs による過度の営利追求

MFIs の一部に、貧困の撲滅という所期の目的を忘れて過度の営利追求に走っているケースが見られる。例えば、IPO を果たしたコンパルタモス銀行に対しては、IPO の成功によって資本市場からさらに多くの資金を呼び込んだことについて評価する声がある一方で、同行は収益を高めるために貸出レートをかなり高く設定しており、マイクロボローアにとっては高利貸しと変わらないという批判も強い。この問題に対し、MFIs の過度の営利追求がマイクロファイナンスの普及を阻害したり、評判を落としたりしかねないことを懸念したドイツ銀行や CGAP などが音頭を取って、2008 年 4 月にマイクロファイナンスの倫理綱領（The Pocantico Declaration）を策定した²⁴。

VI 今後の展望

マイクロファイナンス投資は、まだ黎明期であるが故に前章に挙げたような様々なリスクや課題を抱えている。だが、潜在的な資金需要の大きさから、欧米の投資家、金融機関からの投資やビジネスの意欲は旺盛であり、今後も着実に市場が拡大していくと考えられる。更に市場規模が拡大していけば、欧米の年金基金や投資信託にまで普及していくのではないだろうか。

一方、現時点では、わが国でマイクロファイナンス投資の機会は提供されていない。だが、社会的責任投資や環境投資といった投資リターンと社会貢献の両方を可能にし得る投資への関心が高まっている中で、わが国の個人富裕層を中心にマイクロファイナンス投資への潜在的ニーズは低くないと考えられる。近い将来、わが国でもマイクロファイナンス投資商品が提供されることが期待される。

²⁴ “Microfinance Leaders Talk Ethics: Deutsche Bank, others call for more transparency in the quickly growing industry “, *IDD*, May 26, 2008

<参考文献>

- ❖ フェルダー直子『入門マイクロファイナンス』（ダイヤモンド社、2005年12月）
- ❖ ACCION, “Microfinance Cracking the Capital Markets II”, Insight No. 22 (May 2007)
- ❖ CGAP, “Foreign Capital Investment in Microfinance”, Focus Note No. 44 (February 2008)
- ❖ CSFI, “Microfinance Banana Skins 2008”
- ❖ Deutsche Bank, “Microfinance: An emerging investment opportunity” (December 2007)
- ❖ Grassroots Capital Management, “The Investment Opportunity in Microfinance” (July 2007)
- ❖ ING, “A Billion to Gain? - - A study on global financial institutions and microfinance” (March 2008)
- ❖ Walter, Ingo and Krauss, Nicolas A., “Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?” (January 30, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=943786>