



マイクロファイナンスの商業化

マイクロファイナンス機関の資金調達とマイクロファイナンス投資

杉山章子¹

LIP Report No.1

April 2009

【要旨】

本稿は、マイクロファイナンスの商業化という現象を、マイクロファイナンス機関の資金調達に焦点を当て、資金の需要サイドと供給サイドの両面から分析するものである。文献をもとに、マイクロファイナンス機関の業務形態、資金調達方法、資金の供給者を整理した結果、マイクロファイナンスの商業化は、①マイクロファイナンス機関がマイクロファイナンス銀行になるという需要サイドのアップスケーリングによる商業化、②商業銀行がマイクロファイナンスセクターに参入するという需要サイドのダウンスケーリングによる商業化、③供給サイドにマイクロファイナンス投資を通して民間資本が入ってきたことによる商業化、の三つの側面から進行していることが明らかになった。

はじめに	2
1. MFIsの形態	3
アップスケーリング	3
ダウンスケーリング	4
マイクロファイナンスの隙間	5
2. MFIsの資金調達方法	6
近年の取引事例	7
まとめ	10
3. マイクロファイナンス投資	10
IFIs（国際金融機関）	11
MIVs（マイクロファイナンス投資ビークル）	12
官と民の関係	13
おわりに	14
Appendix 1. Mibancoの債券発行	16
Appendix 2. BRACの証券化	17
Appendix 3. BOLDの証券化	19
Appendix 4. Compartamosの新規株式公開	22
REFERENCES	24

¹ 特定非営利活動法人 Living in Peace 理事でファンドプロジェクトのプロジェクトマネジャー。専門調査員として政府系金融機関に勤務。本稿の執筆に当たっては、日本政策金融公庫国際協力銀行の西沢利郎氏、世界銀行東京開発ラーニングセンターの福井龍氏、日本政策金融公庫国民生活事業の森田太郎氏、リビング・イン・ピースの慎泰俊他、多くの方から貴重なコメントを頂いた。内容に誤りがあるとすれば、執筆者の責任である。

マイクロファイナンスの商業化

マイクロファイナンス機関の資金調達とマイクロファイナンス投資

はじめに

金融サービスへのアクセスがあることは、貧困層が貧困であるがゆえに貧困から抜け出せないという「貧困の罠」(poverty trap) から脱するためには非常に重要な条件である。特にマイクロファイナンスは、途上国の貧困層が対象の金融サービスであるが、2015年までの貧困削減目標を定めたミレニアム開発目標においても、その個別の項目を達成するためには、マイクロファイナンスが非常に重要な役割を果たすことが認められている²。しばしば金融は経済の血液に例えられるが、金融サービスは経済活動を営む全ての人にとって不可欠な基本的な社会インフラである。したがって、現在、金融サービスへのアクセスがない全ての人を内包する金融システムを構築することは、国際社会の重要な政策課題である。

世界には約1億の人がマイクロファイナンスへのアクセスがあるとされる一方で、潜在的な顧客が15億人はいるといわれる³。金融システムが未到達のこの層に、金融サービスを提供するためには、マイクロファイナンス機関(Microfinance Institutions: 以下「MFIs」という)を育て、途上国のマイクロファイナンス市場を拡大させなければならない。しかし、そのためには、まずマイクロクレジットの原資となる資金が必要である。潜在的な資金需要は2,800億ドルとも言われているが、170億ドル程度しか供給されていないという⁴。当然、援助資金だけでその資金需要の全てを支えることはできず、MFIsは自らの収益性を上げると同時に、資本市場からも調達せざるを得ない。その過程でMFIsは、資本市場へアクセスするために、NGOから正規の金融機関へ、商業化という自己改革を始める。

他方、マイクロファイナンス資金の供給側をみると、貧困削減というポジティブなイメージに経済的なリターンが伴う新たな巨大未開拓市場の出現に、国際金融機関(International Financial Institutions: 以下「IFIs」という)や社会的投資家だけでなく、機関投資家や大手投資銀行、ヘッジファンドまでが強い関心を寄せている。最近のある実証分析では、MFIsはグローバル資本市場の動きとは相関が低いこと、新興国の商業銀行よりシステミックリスク⁵が低いこと等が明らかにされ⁶、新しいアセットクラスとして、今後マイクロファイナンスへの期待はますます高まるだろう。

本稿はマイクロファイナンスの商業化について、特にMFIsの資金調達に焦点を当て、MFIsがいかに多様な資金調達を行っているか、資金の需要サイドと供給サイドの両面から明らかにするものである。まずはMFIsの業務形態、次に資金調達方法、そして最後にその資金の供給者を明らかにする。

² UNCDF. 2005. "Microfinance and the Millennium Development Goals."

³ Ehrbeck, p2.

⁴ Ehrbeck, p3. 2004年の推計。

⁵ 「個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスクのこと」(日本銀行ウェブサイト)

⁶ Walter and Krauss.

1. MFIsの形態

MFIsがどのような資金調達をするかは、起源や発展段階による所が大きい。ここでは、まずMFIsの起源及び発展段階の違いについて簡単に整理する。なお、本稿では、マイクロファイナンスを「貧困層及び低所得層向けの金融サービス」のこととし、マイクロクレジット⁷（小口融資）、マイクロセービング（小口貯金）、マイクロインシュランス（小口保険）、小口海外送金等のサービスを含む。また、マイクロファイナンス機関については、CGAP⁸の定義にならい「ニッチ（隙間）市場として貧困層及び低所得層を主な対象とする金融機関」とし、形態がフォーマル、セミ・フォーマル、インフォーマルかなどは問わない⁹。マイクロファイナンスは、MFIsの他に、各国援助機関や政府プログラム等によっても提供されるものとする。

アップスケーリング

MFIs は一般的に、創設期には NGO の形をとる（以下「NGO-MFIs」という）。やがてビジネスを拡大させ、よりフォーマルな金融仲介業者としての地位を確立していく中で主務官庁への登録や許認可を取り（regulated MFIs: 以下「r-MFIs」という）、さらには「MFI 銀行」へと業態転換していく（transformed MFIs: 以下「MFI 銀行」という）。また、国により異なるが、預金業務をするためには特別なライセンスが必要な場合が多く、そのため、預金業務を行える MFIs のことを特に区別して呼ぶ場合もある（deposit taking MFIs: 以下「d-MFIs」という）。各国の規制や定義次第で、r-MFI や d-MFI でありかつ NGO-MFI であることも可能であり、逆に MFI 銀行であれば、ほとんどの場合 r-MFI かつ d-MFI と考えることができる。

表1: MFIs の業務形態	
NGO MFI	業態が NGO である MFI
Regulated MFI	政府の許認可を受け、監督下にある MFI
Deposit-taking MFI	預金業務を行う MFI
Transformed MFI	商業銀行へと業態転換した MFI

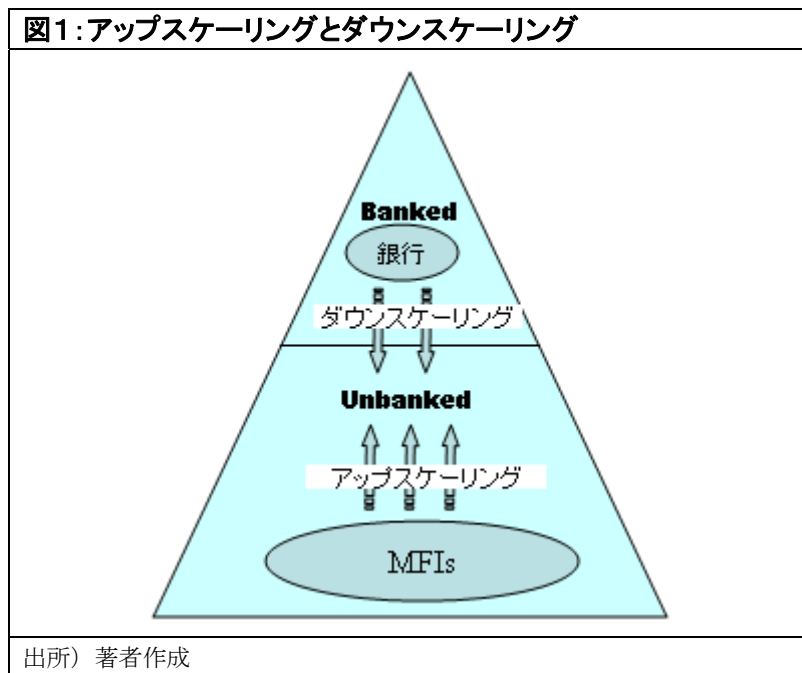
業態転換の過程で満たさなければならない要件は、適切な財務管理及び財務報告書の作成、外部監査の導入、ガバナンスの向上、リスク管理、透明性の確保、情報開示など多岐にわたり、MFIs にとってそのハードルはかなり高いといえる。しかし、転換の過程において、国際金融システムにおける国際基準を遵守し組織の足腰を強化しておくことが、後に投資家を引き付け、資本市場における資金調達を可能にするのである。

⁷ 小口融資に対して「マイクロファイナンス」を使う場合もあるが、本稿では区別し、小口融資、小口貯金、小口保険等を合わせた金融サービス全体のことをマイクロファイナンスと呼ぶ。

⁸ The Consulting Group to Assist the Poor の略。貧困層の金融アクセスの改善のため、1995 年（日本は 97 年より参加）に各国、財団、国連機関と世銀の間で結ばれたトラストファンド協定に基づいて拠出された基金の集合体。主な業務は、マイクロファイナンスガイドラインの作成、アウトリーチ拡大・貧困分析手法開発、ドナーのピアレビュー、国別レビュー、MFIs の能力強化、調査研究・評価等。

⁹ フォーマルな MFI とは、銀行など国から正式な許可を受け、かつ銀行担当局の監督下にある機関、セミ・フォーマルは、NGO など公的機関に正式に登録や許認可はされているが、銀行担当局の監督下にはない機関、そしてインフォーマルは、質屋や無許可の貸金業者など、政府部局による登録も公認も監督もされない機関。詳細は、CGAP. 2006. “Good Practice Guidelines for Founders of Microfinance”. p35.

このように、NGO-MFI が MFI 銀行へと転換していくことがマイクロファイナンスの商業化の典型であるが、転換していく中で、貧困対策という組織の社会的使命や元々の理念と商業化という利潤の追求をどのように両立させていくべきかが最も難しい課題の一つとなっている。しかし、完全な商業主義の道を選択する例はほとんどなく、多くの場合には、貧困層へのアプローチと利潤追求の両方を目指す「ダブルボトムライン」を掲げている。例えば、銀行への転換をする際に、前者に絞った活動をするために別組織として NGO はそのまま残す方法などもよく見られる。



ダウンスケールリング

このように、はじめはNGOとして貧困ピラミッドの底辺から操業を開始し、商業銀行へと上に向かって商業化していくMFI'sとは対照的に、ピラミッドの上から下に向かってマイクロファイナンスセクターに進出してくる動きも見られるようになった。従来は、貧しさへの理解もなく、担保もなくハイリスクで、融資も小額すぎて貸付・回収業務が高コスト、顧客を選ぶ基準や方法もない等の理由で敬遠していた商業銀行や金融機関が、MFI'sの中からいくつもの成功モデルが出現し、マイクロファイナンスの社会的な効率性と収益性が認められるにつれ、直接、間接にこの分野に参入するようになったのである。間接的というのは、MFIへの技術支援、リファイナンス、エクイティ投資等であり、直接的な参入方法としてダウンスケールリングが挙げられる¹⁰。

ダウンスケールリングの手法としては、中小企業向けの融資を行っていた地場銀行などの金融機関が既存の枠組みの中で、マイクロファイナンス層向けの金融商品やサービスを開発する方法や新たにマイクロファイナンスに特化した部門や子会社をつくる方法、マイクロクレジットの引受業務を現地MFI'sにアウトソーシングする方法等がある

¹⁰ Planet Finance. “Downscaling in Microfinance: A market opportunity for banks”. Available at: <http://www.planetfinance.org/documents/EN/note-downscaling-eng.pdf>

11. いずれにしても、商業銀行がマイクロファイナンス事業に参入した場合、新たにマイクロファイナンスマーケットの知識、信用調査手法などが求められる一方で、既存のインフラやネットワークが使える点や資金調達の容易さ、知名度などで優位性が認められるという。

マイクロファイナンスの隙間

これらの結果、マイクロファイナンスセクターのプレイヤーは、NGOからMFI銀行へ移行するMFI、既存の小銀行、新たなマイクロファイナンス銀行、信用組合を含む協同組合、大手商業銀行、自助グループ、非金融機関など、非常に多様化している¹²。これまでは援助の枠組みでしかアプローチされることのなかったマイクロファイナンス層が、金融市場における新たなマーケットとして認識され、下からも上からもあらゆる角度から開拓され始めたことを示している（図1）。

ただし、これまで金融システムから排除されていた貧困層の全てがマイクロファイナンスの潜在顧客ではないということにも留意が必要である。ある推計によれば世界人口の8割は、金融サービスへのアクセスがない¹³（以下「unbanked」という）とも言われており、当然その全ての人々の金融ニーズがマイクロファイナンスによって満たされるわけではない。このことは、日本で長年小企業金融実務に関わってきた日本政策金融公庫（以下「JFC」という）¹⁴の国民生活事業（旧国民生活公庫。以下「国民公庫」という）でも、途上国での現地調査等を通して、大分前から認識されており、従来型の中小企業金融（以下「従来型SME (Small and Medium Enterprises) ファイナンス」という。）とマイクロファイナンスの間に生じる「空白」として問題提起されている¹⁵。森田によれば、従来型SMEファイナンスは中小企業でも上層部分を対象にしているため、事業の維持、成長に意欲があり雇用を生み出す企業でも、担保も財務資料も未整備な小企業だと融資が受けられず、かといって、マイクロファイナンスの小口融資では資金需要を満たせず、まさに日本で国民公庫が提供してきたようなサービスを必要としている顧客層が存在しているという¹⁶。

確かに、マイクロファイナンスのビジネスモデルは多くの場合、貧しい女性の自営業者を対象にしている点でかなり独特であり、様々な潜在需要の推計にもかかわらず、その市場は案外小さい可能性もある。例えば、マイクロクレジットは通常、借りた翌週にも返済が始まるため、種付けから収穫までに長期を要するような農業だけが収入源であるような貧農には与信できない。MFIが顧客を拡大するためには、水平方向と垂直方向のどちらにもアウトリーチを拡げることができるが、その過程では、セグメントとしては従来の顧客層とは異なる、貧農や従来のマイクロファイナンスを卒業した小企業等を含む広義のマイクロファイナンス顧客の潜在的なニーズに対応できるように既存の

¹¹ Lopez, 2007.

¹² ADB, 2004.

¹³ CGAP, 2004. ただし、「unbanked」の数は、銀行口座数をもとに一人当たりの平均的な口座所有数などから割り出すことが多く、推計により差が有る。また、必ずしも金融サービスへのアクセスがないことと同義ではない。

¹⁴ 2008年10月に国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、JBICの国際金融等業務が統合し、株式会社日本政策金融公庫が誕生した。

¹⁵ 「従来型SMEファイナンスとマイクロファイナンスとの間に生じる『空白』」（株式会社日本政策金融公庫 国民生活事業のウェブサイト：<http://www.k.jfc.go.jp/kokukin/kokusai/sbf/index.html>）

¹⁶ 森田太郎, p28.

モデルを調整していくことが求められる。また、ダウンスケールによりマイクロファイナンス市場に参入しようとするものについても同様に、巨大な **unbanked** 市場の中には存在するであろう多様なセグメントを特定し、適切な商品や融資審査手法を見極めていくことが求められる。

2. MFIsの資金調達方法

MFIsの初期のオペレーションにおいては、マイクロクレジットの原資となる資本は補助金等により確保されるため、主にバランスシートで言うとアセット側のマネジメント、すなわち、ポートフォリオの拡大、経営情報システム（Management Information System: 以下「MIS」という）の導入、キャッシュ・マネジメント等に経営努力が注がれる。やがてビジネスが軌道に乗ると、さらにポートフォリオを拡大するために、バランスシートの右側の構築、すなわち、新たな資金調達方法の開拓が始まるのである¹⁷。

表2: MFIs の各段階における資金調達方法

調達方法		→ MFIs の成長段階 →				
		初期 NGO-MFI	自立的 NGO-MFI	成熟 NGO-MFI	初期 MFI 銀行	成熟 MFI 銀行
預金	定期預金				○	○
	普通預金				○	○
デット	商業借入			○	○	○
	優遇借入*		○	○	○	
	債券発行					○
エクイティ	内部留保		○	○	○	○
	受贈資本**	○	○	○		
	株式資本***				○	○
出所) Ledgewood, Joanna, and Victoria White, p165 より作成。原典では、*は Subsidized debt, **は Donated equity, *** は Share Capital。						

表2にあるように、ドナーの援助資金のみで始めた初期NGOの場合、FSS (Financial Self-Sufficiency¹⁸)と言われる財務指標がプラスに転じるまでは基本的には赤字であり、継続してドナー資金に頼らざるを得ず、資金調達としては、既存のドナーから追加的な援助を受けるか、新規ドナーの開拓をする。次に、収支が均衡し多少の剰余金を生み出せる自立的NGOになると、まずは、ドナーや開発援助機関から市場金利より低い金利での融資を模索する。しかし、一般的に援助資金というものは、中・長期的な資金計画を立てる上では、非常に不安定な財源である。MFIs自身のパフォーマンスとは無関係に、政治経済状況等により、いつ打ち切られるか、次年度あてにできるかすら確かではないからだ。また、マイクロクレジットは小額で取引コスト等が高いため高金利なのはよく知られているが、追加融資の条件として、金利の引き下げを要求されることがあるという。しかし、MFIsにとって、その金利が持続可能な成長を続けるために必要なコストをカバーするものでなければ、とても受け入れられるものではない。

¹⁷ Ledgewood, p163.

¹⁸ FSS は、(調整後営業収益) / (調整後財政支出+調整後貸倒準備金支出+調整後営業支出) によって算出する。各項目はインフレの他、補助金や優遇金利での借入等を市場金利で調達したと仮定して調整する。このことにより、MFIs の隠れたコストが見え、MFIs の真の財務状況が分かる。

このような問題点もあり、さらにビジネスが拡大し資金需要があれば、今度は市場金利での商業借入により資金調達を図ることになる。しかしこの段階で、NGO-MFIsは壁に当たるのである。いくら実績のある成熟NGO-MFIsとはいえ、貸し手、特に地場銀行は、NGOにはなかなか融資をしないのである。仮にしたとしても、高リスクとみなされるため金利は高く、融資限度額についてもエクイティに対して、同程度か最大でも2倍を越すことはほとんどない¹⁹。これでは、急成長するポートフォリオの成長速度を維持できない。事実、多くのMFIsにとって最大の成長制約要因は資金調達であることが指摘されている²⁰。預金業務の展開と並んで、レバレッジを効かせ、資本市場からより多くの資金を調達することが、多くのMFIsが甚大なコストをかけてもNGOからの脱皮を図り、MFI銀行を目指し商業化していく大きな要因の一つとなっている。

ただし、MFI銀行になると借入比率の上限も設定されるため、株式と負債をバランスよく調達していくことが肝要となる。例えばウガンダでは、d-MFIsに対して自己資本比率が20%以上であることが定められている²¹他、商業化したマイクロファイナンス機関向けのパフォーマンス評価基準の一つであるAccion CAMEL²²では、MFIsの負債比率は6倍以下であること、つまり自己資本比率²³が17%以上であることが推奨されている²⁴。

このような事情を背景に見事業態転換を果たしたMFI銀行は、資金調達手段として、預金の動員、株式発行、そして債券発行と、その選択肢を広げていくのである。預金については、しばしば最も低廉な調達手段と思われがちである。しかし、商業借入がオペレーションコスト等の追加的なコストが一切かからず、金利のみを負担すればよい一方で、MFI銀行が新たに預金サービスを始める際には、預金商品の開発、マーケティング、セールス、新たなMISの導入等のインフラ整備に多大なコストがかかるため、少なくとも短期で見れば、必ずしも最安の調達方法とはいえない。ただし、預金サービスの提供はMFIsにとって重要な資金調達源を確保するのと同時に、顧客サービスの向上であり、マイクロクレジットは必要としていないが、安全なお金の保管場所を必要としている多くの貧困層ヘアウトリーチを広げる可能性がある点も忘れてはならない。

近年の取引事例

表3には、債券発行、証券化、新規株式公開というMFI銀行に特徴的な資本市場による資金調達事例をまとめた。全ての事例は網羅されていないが、年を追うごとに取引額が大きくなることが分かる。例えば、2006年には3案件だけで3億ドルを超えるまでになっている。

¹⁹ Ledgewood and White, p163.

²⁰ CGAP/MIX が2004年に行った調査による。

http://microfinancegateway.org/files/14588_CGAP_MIX_MFI_Demand_for_Funding_Survey_Report.doc

²¹ Ledgewood and White, p186.

²² Saltzman and Salinger, p137.

²³ 総資産に対する自己資本の割合。なお、BIS規制（銀行の健全性を保つために定められた自己資本比率についての国際的な基準）では、国際業務を行う銀行の自己資本比率は8%以上とされている。

²⁴ Saltzman and Salinger, p137. ここには、銀行に比べてMFの最低自己資本比率が高い理由としては、マイクロクレジットは滞納率は低いものの、そのボラティリティーが高く、営業費用の割合が高い、また、危機の時にドナーやシェアホルダーから資本増強のための追加的な資金を得られる可能性が非常に限られている点などが挙げられている。

表3:近年の主な取引事例

年	タイプ	MFI / MIV / 引受業者など (所在地)	取引額 (百万ドル)
2001	債権発行	Fin America	2
2002	債権発行	Mibanco (ペルー)	6
	債権発行	Compartamos ²⁵ (メキシコ)	5
2003	債権発行	Mibanco (ペルー)	9
	債権発行	Compartamos(メキシコ)	5
2004	債権発行	Compartamos(メキシコ)	17
	証券化	BlueOrchard Microfinance Securities I	40*
2005	債権発行	Compartamos (メキシコ)	29
	債権発行	WWB Columbia (コロンビア)	52
	債権発行	Faulu Kenya (ケニア)	7
	債権発行	ProCredit Ukraine (ウクライナ)	10
	債権発行	ProCredit Kosovo (コソボ)	9.5
	証券化	BlueOrchard Microfinance Securities II	47*
	証券化	Global Commercial Microfinance Consortium	75*
	証券化	European Investment Fund	25*
	証券化	Global Partnership Microfinance Fund	2*
2006	債権発行	WWB Columbia(コロンビア)	20
	証券化	BlueOrchard Loans for Development (BOLD) /Morgan Stanley	99**
	証券化	XXEB	60*
	証券化	BRAC (バングラデシュ)	180
	証券化	MicroVest /Calvert /Dignity Fund	2*
	新規株式公開	Equity Bank (ケニア)	28
2007	証券化	BOLD II / Morgan Stanley	110**
	証券化	MicroAccess Trust / Lehman Brothers	39*
	証券化	MicrofinanceInvest Nr.1 / Deutsche Bank	60***
	新規株式公開	Compartamos (メキシコ)	467
2008	証券化	Global Microfinance Facility / Citigroup	165*

出所) Abrams, 2007、Xavier, 2008 より作成。単位は US 百万ドル、*はドル建て、**は一部現地通貨、***はユーロ建て、無印は現地通貨建て。同一年に複数の取引があった場合には合計額とした。

債券発行

上述したように、地場銀行は MFI にはなかなか貸し出さない上、金利も高く、海外からの借入は通常ハード・カレンシーで行われ為替リスクが伴う。MFI にとっては、銀行借入よりは、多くの投資家を対象とする債券発行により国内市場で現地通貨建ての資金調達をする方が好条件で調達できる可能性が高い。また、債券発行は、MFI と投資家の双方にとりお互いのことを知るよい機会であり、意図的に未来の株主となりうる

²⁵ Compartamos の債券発行のうち、2003 年までは私募債で、公募をしたのは 2004 年からである。この時は、5 年債で IFC が 34%を保証することで、メキシコの格付け会社 (Standard & Poors と Fitch Ratings の関連会社) から AA 格付けを受けた。

投資家との関係を築く MFIs も多く、MFIs にとってその他の金融機関との関係づくりや金融市場での経験は、後に非常に重要な無形のアセットになる。ただし、国によっては債券市場が無い、もしくは十分に発展しておらず、そもそも債券発行という選択肢自体がない場合も多い。

MFIsの債券発行のうち、最初の私募債は、1996 年及び 97 年にボリビアのBancoSolにより行われたUSAID（米国国際開発庁）の 50%保証付きの総額 500 万ドル、720 日債だった²⁶。公募債の発行が行われるようになったのは、比較的最近で、今のところ地域はほぼラテン・アメリカに限られている。公募債は、証券取引法による様々な規制に加え、外部格付けの取得や目論見書の作成など、私募債に比べより甚大な時間と法的費用がかかるが、より広範な投資家を対象にし、彼らが投資判断をするのに十分な情報を開示するため、私募債より安く調達できる²⁷。なお、債券発行の具体例としてMibancoの事例をAppendix1.にまとめた。

証券化

証券化による調達は、マイクロファイナンスの場合、タイプとしては CDO (Collateralized Debt Obligations:債務担保証券)と言われるものである。オリジネーターである MFIs のローンポートフォリオが、SPV(特定目的ビークル)に担保としてプールされ、SPV はそこから生じるキャッシュフローを裏づけとし、信用補完水準の異なる優先劣後構造を作り出し、リスクの異なる証券を発行する。そして、MFIs は、SPC からの借入による資金を調達するのである。2006 年に米大手証券会社のモルガンスタンレーが BOLD（詳細は Appendix 3.参照）の組成に参加したのが、マイクロファイナンス投資の一つの転換点であったように思われる。以来、欧米の大手金融機関の参入が加速し、金融工学を駆使した先進的な金融商品が先進国の投資家向けに販売されるようになった。

証券化は、MFIsの資金調達に関して、一つの解決方法にはなるが、非常に課題も多く、Desalは次の 3 点を挙げている。第一には、証券化には法務、会計、格付など様々なコストがかかり、それらに見合う便益を得るためには、十分に大きなポートフォリオがなければならない点、第二には、MFIsに、マイクロクレジットの返済状況等の詳細な財務報告や様々な情報開示が求められる点（時にはこのために、追加的なMISへの投資が必要になることもある）、そして第三は、マイクロクレジットのクレジットパフォーマンスと各MFIの高い相関関係である。マイクロファイナンスでは、各MFIのローンオフィサーと顧客の関係が密接であるため、ローンオフィサーの質が、クレジットパフォーマンスに直接影響し、信用リスクとMFIのコレポレートリスクが切り分けられず、そのため、様々な信用補完措置によっても、格付けにするとMFI自体の格付けからほとんど上がらないという²⁸。

エクイティ・ファイナンス

表 2 中、初期MFI銀行の株式によるエクイティ・ファイナンスは、もっぱらIFIsや社会投資家の出資により作られたマイクロファイナンスエクイティファンド²⁹を通して

²⁶ Ledgewood and White, p182.

²⁷ Ledgewood and White, p182.

²⁸ Desal, 2007.

²⁹ 2008 年 12 月時点において、マイクロファイナンスに特化したエクイティファンドは 24 あり、総額 15 億ドルが運用中である。O'Donohoe, p3.

行われるもので、主に転換社債の形で取引される³⁰。他方、成熟MFI銀行となり商業化が進むと、株式市場を通した新期株式公開（IPO）³¹なども選択肢となる。とはいえ、ほとんどのMFIsは株式会社ではないため、投資適格MFIsの不足、撤退オプション及び流通市場の不在などから、これまでは株式による調達はほとんど行われてこなかった³²。しかし、近年多くのMFIsが、商業化の過程で株式会社へ転換しその数は 2004 年には 124 だったのが、2006 年には 222 社まで増えている³³。また、後述するが、現在マイクロファイナンスの借入市場では、MFI銀行への資金供給は潤沢にあり、既に負債比率もかなり高くなっているため、今後、エクイティ・ファイナンスへの需要は高まると思われる。

まとめ

金融市場へのアクセスがあることは、MFIsにとっては、①継続的なポートフォリオの拡大を支える資金の確保、②資金調達方法を多様化し、資金の集中度を減らすことによるリスク管理の向上、③長期資金による、多様なサービス展開の可能性、④預金の動員や債券発行などにより、調達コストを低くおさえる可能性、⑤レバレッジを効かせることによる収益率の向上、等のメリットがある³⁴。ただし、Deshpandeらによれば³⁵、資金調達の選択肢は増えたが、同時に資本構造に関する意思決定が複雑化し、MFIsが必ずしも十分な知識と情報をもとに最適な判断を下しているわけではない点も指摘されている。あやまった分析に基づく資金調達が行われれば、過度の為替リスクやレバレッジ等により、MFIsの経営を危機にさらしかねない。マイクロファイナンスセクターの発展のためには、MFIsがあらゆるタイプの資本にアクセスできることは重要であるが、結局、MFIsにとっての適切な資本構造というのは、究極的にはそのMFIの設立主旨・使命によって変わってくる。MFIsの経営者は、それぞれの調達方法の特性、特にそれがその後の経営に与える影響まで十分に理解し、MFIs自身が最も適切な手段と資本構造を選ばなければならない³⁶。

3. マイクロファイナンス投資

ここまで見てきたような MFIs の多様かつ先進的な手法による資金調達を可能にしたのは、マイクロファイナンス資金の供給者の多様化、特に民間からの参入である。ここでは、マイクロファイナンス資金の供給サイドにおいて起こっていることを官と民という視点から明らかにする。

マイクロファイナンス産業を支えている資金としては、大別すると、各種補助金などの援助資金と、貯蓄や借入、株式公開など資本市場を通して市場金利（もしくはそれに近い金利）で調達する商業資金がある。全体の傾向としては、平均的なMFIsの資金源のうち、商業資金は、2003 年には 4 割だったのが、2005 年には 5 割を超え、2006 年には 6 割程度まで伸びた。これは地域やMFIの形態によらずに見られる傾向であるが、特にラテン・アメリカにおいては、2005 年時点ですでに約 9 割が商業資本にとって替

³⁰ Xavier, and Forster, p13.

³¹ Appendix 4. にマイクロファイナンス業界に物議を醸した Compartamos の IPO 事例を取り上げた。

³² Xavier and Forster, p13.

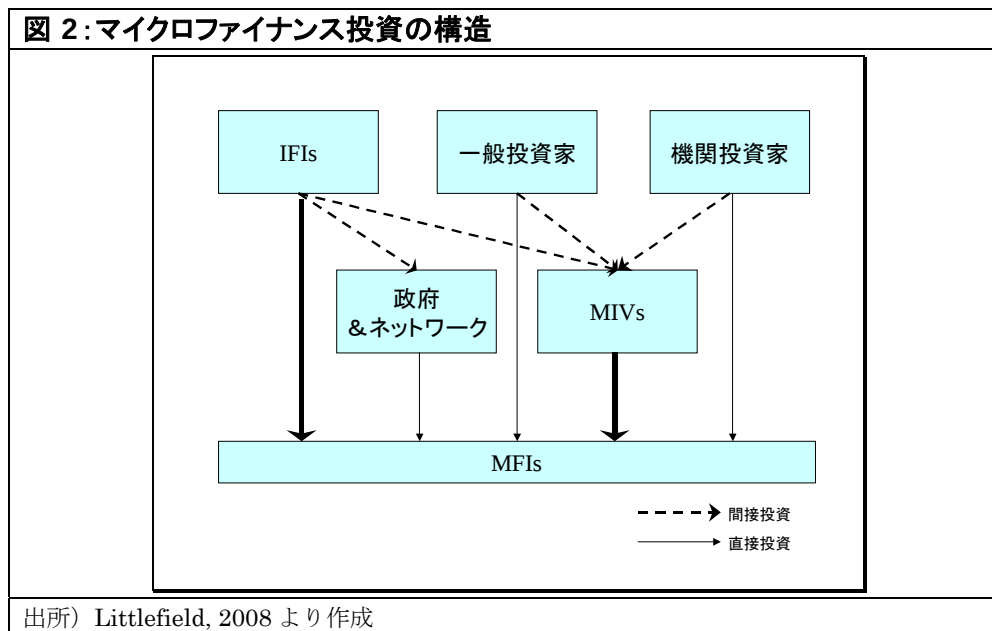
³³ Rhyne and Busch, p3.

³⁴ United Nations, p76.

³⁵ Deshpande, Nestor, Abrams, and Littlefield, 2007.

³⁶ World Economic Forum, p19.

わられている³⁷。



商業資本は預金を除いてそのほとんどが海外資本である。クロスボーダー投資は 2004 年から 2006 年までの 2 年間だけで 3 倍、合計 40 億ドルに上っている³⁸。それがどのように行われるかの流れを示したのが図 2 である。主な投資家としては、IFIs、一般投資家、機関投資家、そしてマイクロファイナンス投資ビークル（Microfinance Investment Vehicles: 以下「MIVs」という。）、投資形態としては、MFI への直接投資と政府や MIVs を通して行われる間接投資がある。このうち、近年特にその規模の拡大が著しいのが、IFIs と MIVs により行われる直接投資である。

IFIs（国際金融機関）

ここで言う IFIs は、公的開発機関の民間投資部門などで、二国間機関、多国間機関などが含まれる³⁹（表 4）。マイクロファイナンス投資における IFIs の展開では、欧州勢が目立つこと、少数の IFIs が大きなシェアを占めていることなどが特徴である。上位 5 つの IFIs を合わせると、全 IFIs 投資の 72% にもなる（KfW 29%, EBRD 13%, IFC 12%, AECI 11%, FMO 7%）⁴⁰。

表4: MF 投資に積極的に関与している IFIs	
IFC	国際金融公社
FMO	オランダ開発金融公社
EBRD	欧州復興開発銀行
AECI	スペイン国際協力庁
BIO	ベルギー国際投資公社

³⁷ The MicroBankig Bulletin. 2007, p57.

³⁸ Xavier and Forster, p1.

³⁹ KfW など、必ずしも「国際」機関に限らないため、CGAP では開発金融機関(Development finance institutions: DFIs)も使う。

⁴⁰ Xavier and Forster, p3.

CAF	アンデス開発公社
EIB	欧州投資銀行
KfW	ドイツ復興金融公庫
IIC	米州投資公社
IADB-MIF	米州開発銀行多国間投資ファンド
USAID	米国国際開発庁
出所) CGAP website 等より作成	

大半のIFIs がMFIsへの融資を始めたのは、1990 年代後半である。まだ民間セクターが関心を持つ前に、初期段階にあるMFIsにシードキャピタルを投入し、ドナーによる補助金や国内市場への依存状況から、商業化へ移行する橋渡しの役割を果たしてきた。IFIs の融資には、そのほとんどがハード・カレンシーで、手続きが官僚的で時間がかかる等の難点があるものの、民間セクターが参入した今でも、マイクロファイナンス投資に占める割合は高い。クロスボーダー直接投資の 56%はIFIsからであり、それに政府プログラム等、公共部門を全てあわせると 75%になる⁴¹。IFIsの投資額は、2004 年の 11 億ドルから 2007 年には 30 億ドルへ増加している（表 5）⁴²。

日本からは、マイクロファイナンスに特化した案件としては、国際協力銀行⁴³（以下「JBIC」という）が 1995 年に契約したバングラデシュ政府経由で行うグラミン銀行に対する約 30 億円の円借款と、1999 年と 2008 年に契約したスリランカの中央銀行を通してマイクロファイナンス事業に対して行う約 14 億円と 26 億円の円借款、2 カ国 3 案件があるが⁴⁴、いずれも融資先は政府であり、近年増加しているMFIsへの直接投資とは異なる。

MIVs（マイクロファイナンス投資ビークル）

MIVs は、いわゆるマイクロファイナンスファンドの他、社会的責任投資ファンド、ミューチュアルファンド、プライベートエクイティファンド、ストラクチャードファイナンスのための SPV、MFI 銀行や IFIs が作った子会社、民間投資ファンド、BV ファンド (Blended value fund) 等、多様な主体からなり、先進国の投資家から資金を集め、それを途上国の MFIs へ供給するチャンネルとなっている。例えば、上述した BOLD は、SPV 形態の MIV である。

現在確認できるMIVsは 90 以上あり、その過半数は過去 3 年以内にできたものである。投資額は、2004 年の 6 億ドルが、2007 年には 37 億ドルになり、IFIsの投資額を超えた（表 5）⁴⁵。ここでもやはり少数のMIVsが圧倒的なシェアを見せており、上位 3 社で 34%、10 社で 60%を占めている。全般的に、先に参入したした者ほどシェアが高

⁴¹ Ledgewood and White, p179.

⁴² Littlefield, 2008.

⁴³ 当時は海外経済協力基金(OECF)。その後、1999 年 10 月に日本輸出入銀行と統合し JBIC となり、2008 年 10 月には JBIC 内の海外経済協力業務（旧 OECF 業務）は国際協力機構（以下「JICA」という）に継承された。

⁴⁴ 「日本のマイクロ・ファイナンスへの支援」（外務省HP：http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/annai/pdfs/g_bank_2.pdf）、「スリランカ向け円借款契約の調印」（2008 年 7 月 29 日付け旧JBICプレスリリース：<http://www.jica.go.jp/press/archives/jbic/autocontents/japanese/news/2008/000155/index.html>）

⁴⁵ Littlefield, 2008.

い傾向がある。

表 5: MF 投資の推移		
	2004 年	2007 年
IFIs	11 億ドル	30 億ドル
MIVs	6.4 億ドル	37 億ドル
出所) Littlefield, 2008 より作成		

MIVs資金の内訳では、IFIsの占める割合が、2005 年の 36%から 2006 年には 30%へ減少した一方で、機関投資家の割合は倍増し 20%になった⁴⁶。MIVsの投資方針は、その形態、どのような投資家が対象かにより異なるが、ユーロ及びドルの債権を中心に、株式や現地通貨での投資も増加している。2007 年の推定では、デット、エクイティ、保証の割合がそれぞれ、77%、21%、1.5%で、デットの内、現地通貨が 30%、ハード・カレンシーが 70%、エクイティについては、初期NGO-MFIsへのグリーンフィールド投資が 75%、その他が 25%だった（表 6）⁴⁷。グリーンフィールド投資は、ProCreditなど、MFI銀行やIFIsが作ったホールディング・カンパニーにより、マイクロファイナンス未到達の地域に新規MFIsを立ち上げる等の目的に行われる。

表 6: MIVs 投資の内訳			
デット	現地通貨	30%	77%
	ハード・カレンシー	70%	
	計	100%	
エクイティ	グリーンフィールド	75%	21%
	その他	25%	
	計	100%	
保証			1.5%
出所) Littlefield, 2008 より作成			

官と民の関係

マイクロファイナンス・バブルともいえるべき状況の中で、投資適格MFIsの争奪合戦が起きている。加速度的に拡大するマイクロファイナンス投資ビジネスに比して、投資先となるMFIsの数が追いつかないのである。2006 年には、MIVsは 475 のMFIsへ投資しているが、実際には、わずか 10 のMFIsが投資額の 25%を占め、上位 150 程度までのMFIsにほとんどの投資が集中している⁴⁸。しかも、上位 150MFIsの負債比率は既に 7 倍に達しており、これ以上の投資はできない状況である。マイクロファイナンス投資の借入市場では、完全に売り手市場から買い手市場へとシフトし、MIVsは、MFIsのニーズに応える形で、より高額・長期、現地通貨での融資を増やすと同時に、新規投資先開拓のために、より高いリスクを取り、従来の投資対象より小規模なMFIsへの融資も行っている。MFIsの中には、MIVsを競争させ、調達コストの軽減に成功しているものもあり、結果として、価格に信用リスクとカントリーリスクが適切に反映されていない

⁴⁶ Xavier and Forster, p6.

⁴⁷ Littlefield, 2008.

⁴⁸ Xavier and Forster, p11.

事態も生じているという⁴⁹。

このように加熱したマーケットにおいて、公的機関（IFIs）が民間（MIVs）の投資機会を奪っているという指摘がされている⁵⁰。IFIsが公的機関こそ取るべきリスクを取らず、公的機関だからこそ可能な低利・長期の融資を利用し、民間を差し置き優良なMFIsへ投資を集中させているという。AbramsとStauffenbergは、2005年時点でIFIsが、①格付けの高いMFIsへの投資を倍増させた一方で、小さい初期のMFIsへの投資を25%減らした、②リスクフリーレートが5.7%であるにも関わらず、5-6%の固定金利で5-10年のローンを出している、③ROEが15%以上であるMFIsへの融資について、そのうち13件では、当該MFIの国外資金の100%を融資している、④未だにCompartamos⁵¹への投資をしている点等をその根拠として挙げている。かつては、IFIsが高いリスクをとって、初期MFIsへ投資し育ててきたのだが、現在ではそれが逆転してしまっているのである。

マイクロファイナンスにおいても、補助金が健全な金融システムの育成を阻害することは広く認識されてきた事実であるが、IFIsの資本は、民間資本との競合を避け、民間ではリスクが取りきれない創設期のMFIsや債権の劣後部分、保証、為替リスク等に限定するなど、民間資本との適正な棲み分けをすべきである。ただし、民間資本といっても、マイクロファイナンスにおける「民」は必ずしも「商業的」や「利潤最大化」と同義ではない。マイクロファイナンス投資の多くは、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility: 以下「CSR」という）や社会的責任投資（Socially Responsible Investment: 以下「SRI」という）の文脈で行なわれており、ダブルボトムラインを実現するというゴールを共有している投資家が多い。マイクロファイナンス投資を一時的なブームに終わらせないためにも、マイクロファイナンス投資の多様ではあるが限られた主体の中で無暗に競合することなく、適切なリスク・シェアリングを実現し、MFIs及びマイクロファイナンスセクター、ひいては途上国の金融システム全体を育てていくことが必要である。特に、援助機関やIFIsには、MFIsが国際金融システムの中で安定的に発展・成熟していけるよう、適切な規制や環境の整備等への支援を期待したい。

おわりに

このようにMFIsの資金調達を資金の需要サイドと供給サイドから分析することで、マイクロファイナンスの商業化を加速させている原因を、次の三つの要因に分解してみることができる。即ち、第一は、需要サイドのアップスケーリングに伴う商業化、つまりMFI自身がNGO-MFIからMFI銀行へ転換していくという商業化（一般的にはこれを指して商業化と言うことが多い）、第二は、需要サイドのダウンスケーリングに伴う商業化で、マイクロファイナンスのオペレーションに商業銀行が直接参入してきたことにより加速した商業化、そして第三は、マイクロファイナンス資金の供給サイドを見た場合に、これまでは専ら開発援助資金等によって賄われていた分野にMIVs等を通して民間資本が入ってきたことにより加速した商業化である。

マイクロファイナンスの商業化といった場合に賛否両論あるが、このうち否定的なも

⁴⁹ Xavier and Forster, p12.

⁵⁰ Abrams and Stauffenberg, 2007.

⁵¹ Appendix 4. 参照。

のについては、特に第三の商業化、すなわちマイクロファイナンス投資への先進国の投資家たちの参入に関するものが多い。特に、CompartamosのIPO⁵²に対しては、グラミン銀行のモハメド・ユヌス氏をはじめ、非常に強い嫌悪感を抱く人も少なからずいる。なぜなら、Compartamosのマイクロクレジットの金利が高い上に、このIPOにより途上国の貧しい女性たちが払った利子が先進国の投資家の懐に入る構造が出来上がってしまったからである。これまでもマイクロクレジットの金利については、しばしば非難されてきたが、一般的にはそれがMFIの持続可能な運営のために必要であること、収益はアウトリーチの拡大やサービス向上など貧困層のために再投資されるもの、と説明されていた。ところが、IPOをした以上、今後は必ずしも顧客優先ではなく、株主の利益が優先されてしまうことになる。しかしながら、別の視点から言えば、これまで国際金融システムとは切り離れた所で、金利の設定等、ある意味「自由」な営業を行っていたMFIに対して、先進国の投資家、特に社会投資家が関与することで、モニタリングと規律付けが行われ、MFIの経営効率の向上ひいてはマイクロファイナンスの顧客保護の方向に向かう可能性もあるだろう。

世界的な金融危機の中で、MFIもその影響は免れない。資金調達を預金や援助機関等による長期借入れによっているMFIを除けば、その資金繰りは難しくなるだろう。たとえ先進国の目から見れば一介のMFIに過ぎなくとも、現地の金融システムにおいては、低所得層へ金融サービスを提供するという政策的にも極めて重要な役割を持つ重要な金融機関であるもの、なりつつあるものも多くある。実際、グラミン銀行はダッカに一際目立つ22階建ての本社を構え、多くの雇用を創出するバングラデシュ有数の大企業である。マイクロファイナンスの商業化という流れの中で、これまで発展の機会を奪われてきた国々においてようやく出てきたその芽が、先進国の金融市場の混乱などで摘まれてしまうべきではない。今日のグローバル化した世界にあっては、途上国に、先進国発の不況を伝播させない堅固な金融システムをつくることは、国際金融秩序や世界経済の安定を保つ上でも重要な課題であり、引いては先進国に住む私たち自身のセーフティネットを構築することに他ならないのだ。

これまで援助の枠組みの中でしか捉えられてこなかったマイクロファイナンスに対して、今や「マイクロファイナンス投資」という新たな切り口がある。残念ながら欧米諸国とは異なり、日本ではJICAやJFCなど日本の公的援助機関や公的金融機関はその役割と機能を考えると、政府支援や技術支援等は可能であっても、MFIへの直接投資を行うことは難しく、また、民間による取り組みも遅れている。今後、マイクロファイナンスセクターにおいて、貧困層やマイクロファイナンスの空白部分にアウトリーチを広げるために更なる資金需要が見込まれる中、日本にも民間資金を活用する仕組みはもっとあってしかるべきである。マイクロファイナンス事業に共感し、途上国の貧困削減に寄与するような投資に参加したいと望む人に機会が与えられるようになることを期待したい。

⁵² 詳細についてはAppendix 4。

Appendix 1. Mibancoの債券発行

Mibanco⁵³の債権発行は、公募債の先駆である。最初の発行では、応募が募集をわずかに上回っただけだったが、この実績が以降、Mibancoに対する市場の認識を一変し、三度目の発行では、信用補完措置が無いにもかかわらず、70%の超過応募となった。

表7:Mibanco の債権発行			
	2002	2003	
発行額	5.8 M	5.8 M	2.9 M
通貨	現地通貨 (Sol)	現地通貨 (Sol)	現地通貨 (Sol)
クーポン	12%*	5.75%*	5.75%*
償還期間	2 年	2 年 3 ヶ月	1 年 6 ヶ月
信用補完	50% (USAID)	50% (CAF)	無し
格付け	AA / Equilibrium AA / Class&Asiciados	AA / Equilibrium AA / Class&Asiciados	A+ / Equilibrium AA- / Class&Asiciados
投資家	年金基金 83% 投資信託 17%	投資信託 33% 公共団体 29% 年金基金 26%	公共団体 60% 投資信託 21% 年金基金 20%
出所) Burand, p192, 各格付機関の Rating Report より作成。*2002 年から 2003 年には、ペルーの銀行間貸出金利が 5.1%から 3.5%に下がった。USAID : 米国国際開発庁、CAF : アンデス開発公社			

Mibancoは、この一連の債権発行により、資金調達コストを平均で 50 bps以上も下げ、その後、それだけが理由ではないが、マイクロクレジットの平均金利を 700bps以上も引き下げた⁵⁴。

⁵³ ペルーの MFI. 1998 年に業態転換。2004 年には、ローンポートフォリオに占める預金の割合は 68%。(Burand, p175)

⁵⁴ World Economic Forum, p11.

Appendix 2. BRACの証券化

BRAC⁵⁵はグラミン銀行と並ぶ世界最大規模のバングラデシュのMFIであるが、2006年に証券化による資金調達を行った。この証券化では、BRACへのローンの全額が現地通貨のタカ建てで行われた点が画期的な事例である。また、世界初のAAA格付けを受けたマイクロファイナンス担保証券であると同時に、バングラデシュにおける初のAAA証券ともなった。

この証券化取引では、RSA Capitalを主幹事、Citigroup、ドイツ復興金融公庫（KfW）、オランダ開発金融公社（FMO）を共同主幹事として、BRACのマイクロクレジットのローンポートフォリオを証券化した。額は1.8億ドル相当で、これはマイクロクレジットによって150%担保された。その他の信用補完措置はなく、この超過担保がリスク軽減の鍵であり、しかも保証を付けるより低コストであった⁵⁶。証券は私募債で、FMO、Citibank Bangladesh、及び地場銀行2社によって購入された。この取引により、BRACは、銀行借入や協調融資を受けるより150–200 bps安く資金調達ができた⁵⁷。

表8:BRAC の証券化																			
取引額	180,000,000 USD 相当																		
格付け	AAA (The Credit Rating Agency of Bangladesh)																		
信用補完	超過担保：取引額の150%のローンポートフォリオが担保される																		
仕組み	12 トランシェ（1 トランシェ=1500 万ドル）あり、6 ヶ月ごとに発行される。1 トランシェの償還期間は1 年間で、合わせて6 年半のプログラム。各トランシェの中にはリスクの異なる3つのサブトランシェがある。サブトランシェのプライシングは次の通り。 <table border="1"> <thead> <tr> <th>サブトランシェ</th><th>発行額</th><th>クーポン*</th><th>投資家</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A</td><td>500 万</td><td>+ 300 bps</td><td>FMO</td></tr> <tr> <td>B</td><td>500 万</td><td>+ 150 bps (FMO と KfW が保証)</td><td>Citibank Bangladesh</td></tr> <tr> <td>C</td><td>500 万</td><td>+ 425 bps</td><td>Citibank Bangladesh The City Bank Pubali Bank</td></tr> </tbody> </table> *クーポンの基準金利はバングラデシュの182 日国債。			サブトランシェ	発行額	クーポン*	投資家	A	500 万	+ 300 bps	FMO	B	500 万	+ 150 bps (FMO と KfW が保証)	Citibank Bangladesh	C	500 万	+ 425 bps	Citibank Bangladesh The City Bank Pubali Bank
サブトランシェ	発行額	クーポン*	投資家																
A	500 万	+ 300 bps	FMO																
B	500 万	+ 150 bps (FMO と KfW が保証)	Citibank Bangladesh																
C	500 万	+ 425 bps	Citibank Bangladesh The City Bank Pubali Bank																
出所）Citigroup Press Release. July 06, 2006. “Bangladesh: Citigroup Supports World’s First AAA-Rated Microcredit Securitization”より作成																			

⁵⁵ 2007年12月31日時点で、マイクロクレジットの顧客は約640万人（うち女性が96%）。2001年、BRAC Bankを立ち上げ、マイクロファイナンスのオペレーションはNGOに残している。

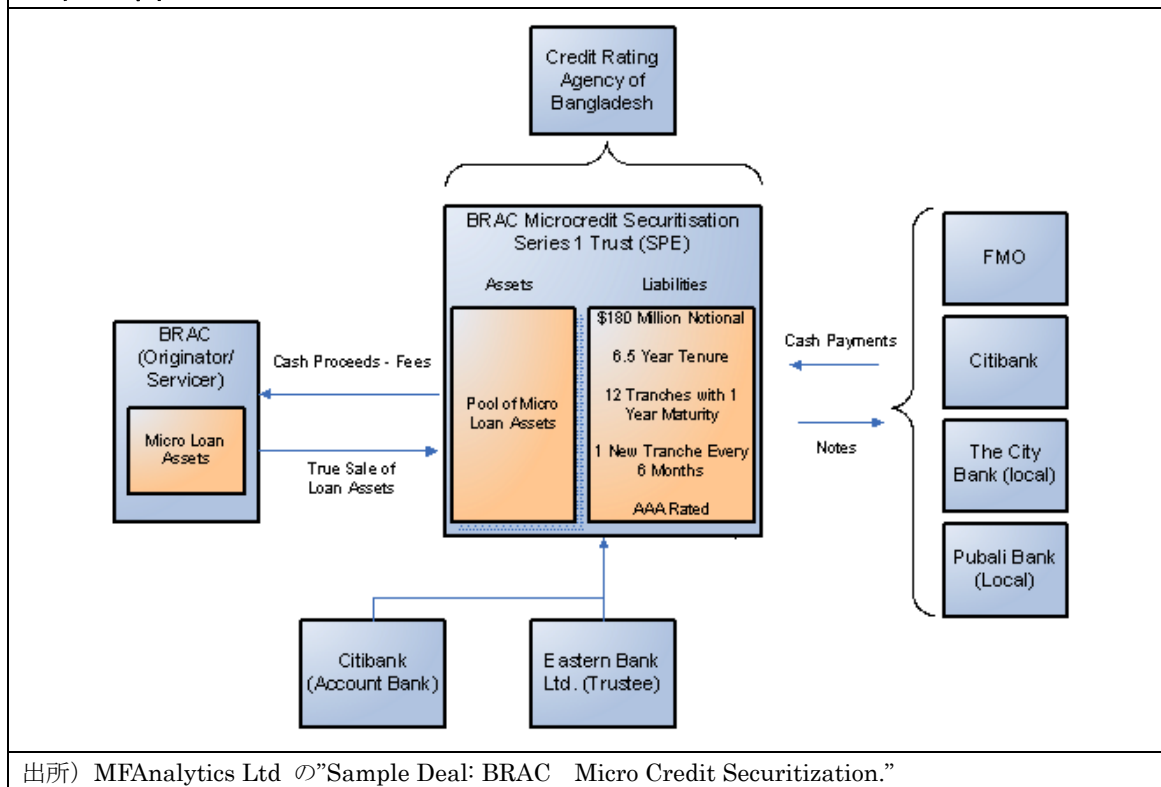
⁵⁶ Burnhill, Lauren. 2007. “Innovations in Microfinance Capital Markets”. Accion International.(presentation).

http://abp.nl/abp/abp/images/Lauren%20Burnhill%20presentatie%20MF%20KMkts%20Innovations%20ABP%20Conf_tcm108-57107.pdf

⁵⁷ Rahman and Mohammed, p11.

この取引が可能であった要因としては、1. BRACのポートフォリオのサイズが、取引費用を回収できるほど十分に大きかった、2. 最初の資産プールを選択する際に使われたソフトウェアが優れていたため、ポートフォリオ全体の特徴を代表する資産が抽出できたことなどが挙げられる⁵⁸。

スキーム図



出所) MFAnalytics Ltd の"Sample Deal: BRAC Micro Credit Securitization."

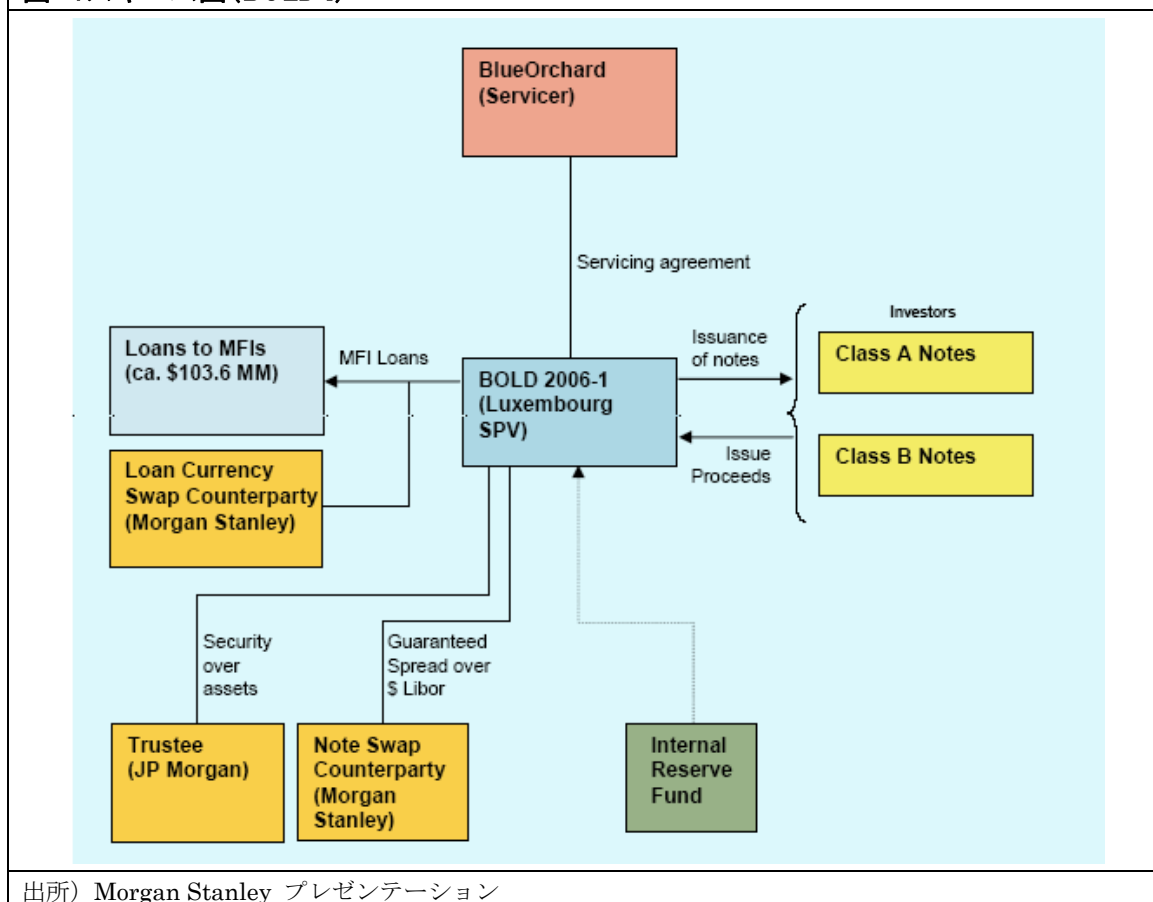
⁵⁸ Rahul Desai. 2007. "Securitization of Microfinance Credits –the Next Frontier?". Accion International. (presentation).

<http://www.iadb.org/sds/FOROMIC/Xforo/Agenda/presentation/MER3%20Desai.ppt>

Appendix 3. BOLD の証券化

BlueOrchard Loans for Development (BOLD)は、スイス・ジュネーブが拠点のBlueOrchard という MF 投資顧問とモルガン・スタンレーによる国際 CDO で、複数国の MFIs のローンポートフォリオを束ねて、複数通貨建てに証券化するのが特徴である。BRAC の証券化と異なるのは、BRAC の証券化では、MFI である BRAC がオリジネーター兼サービサーとして担保資産である独自のポートフォリオを管理したのに対し、BOLD では投資顧問である BlueOrchard がオリジネーターである複数の MFIs ポートフォリオを束ね、サービサーになっている点である。

図 :スキーム図(BOLD I)



出所) Morgan Stanley プレゼンテーション

BOLD I (2006 年)と BOLD II (2007)を合わせると、15 カ国 33 の MFIs が、総額約 2.1 億ドル、返済期間 5 年の固定金利の融資を受けた。うち、約 3 割は現地通貨で、それに伴う為替リスクは通貨スワップで完全にヘッジしている。

BOLD Iでは、劣後トランシェはオランダの政府機関であるFMOが引き受け、その後各開発金融機関に引き取られた。シニア部分については、ヨーロッパの大手商業銀行などの機関投資家が購入したが、彼らの多くにとってはこれが初めてのマイクロファイナンス投資となった⁵⁹。

⁵⁹ Schrevel and Mendez, 2006.

表9: BOLD I と BOLD II の比較

	BOLD I	BOLD II
年	2006 年	2007 年
取引額	99.1 M USD 相当	110 M USD 相当
対象 MFIs	21MFIs、13 カ国	20MFIs、12 カ国
貸付通貨	5 通貨 (米ドル、ユーロ、コロンビア・ペソ、メキシコ・ペソ、ロシア・ルーブル)	6 通貨 (米ドル、ユーロ、モンゴル・トグログ、コロンビア・ペソ、ペルー・ヌエボ・ソル、ロシア・ルーブル)
現地通貨割合	25%	35%
格付け機関	無し	Standard & Poors
私募/公募	私募	公募

BOLD I のプライシング

クラス	発行額 (百万)	%	保証	クーポン
A1	EUR 32.9	40	28%	Ebor 3M+0.75%
A2	GBP 14.0	25	28%	5.586%
A3	USD 7.0	7	28%	6.17%
B	USD 28.0	28	n/a	9.020%
Total	USD 99.1	100		

*28%の保証は、担保債権にしめる割合が最も高いコロンビアの MFIs(18%)が全て債務不履行になったとしても損失を吸収できる水準。

BOLD II のプライシング

クラス	格付	発行額 (百万)	%	クーポン
A1	AA	GBP 6.30	40	6.33
A2	AA	EUR 2.20		Ebor 3M + 40 bps
A3	AA	USD 28.5		Ebor 3M + 40 bps
B1	BBB	GBP 1.25	15	6.851
B2	BBB	EUR 1.45		Ebor 3M + 95 bps
B3	BBB	USD 12.00		US Libor 3M + 95 bps
C1	NR	GBP 10.05	38	8.519
C2	NR	EUR 0.70		Ebor 3M + 245 bps
C3	NR	USD 21.00		US Libor 3M + 245 bps
X	NR	USD 7.70	7	Residual Cash Flows
Total		USD 110	100	

投資家分布																																																																					
BOLD I	BOLD II																																																																				
国別 <table border="1"> <thead> <tr> <th>国別</th> <th>割合</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Ireland</td><td>37%</td></tr> <tr><td>United Kingdom</td><td>19%</td></tr> <tr><td>Germany</td><td>18%</td></tr> <tr><td>Norway</td><td>10%</td></tr> <tr><td>Netherlands</td><td>9%</td></tr> <tr><td>USA</td><td>4%</td></tr> <tr><td>France</td><td>1%</td></tr> <tr><td>Italy</td><td>1%</td></tr> </tbody> </table> 業態別 <table border="1"> <thead> <tr> <th>業態別</th> <th>割合</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Banks</td><td>66%</td></tr> <tr><td>Mutual Funds</td><td>17%</td></tr> <tr><td>Insurance Companies</td><td>9%</td></tr> <tr><td>Advisory Accounts</td><td>8%</td></tr> </tbody> </table>	国別	割合	Ireland	37%	United Kingdom	19%	Germany	18%	Norway	10%	Netherlands	9%	USA	4%	France	1%	Italy	1%	業態別	割合	Banks	66%	Mutual Funds	17%	Insurance Companies	9%	Advisory Accounts	8%	国別 <table border="1"> <thead> <tr> <th>国別</th> <th>割合</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>United Kingdom</td><td>29%</td></tr> <tr><td>Germany</td><td>21%</td></tr> <tr><td>Netherlands</td><td>16%</td></tr> <tr><td>USA</td><td>14%</td></tr> <tr><td>Ireland</td><td>6%</td></tr> <tr><td>France</td><td>6%</td></tr> <tr><td>Norway</td><td>5%</td></tr> <tr><td>Switzerland</td><td>3%</td></tr> <tr><td>Austria</td><td>0.03%</td></tr> </tbody> </table> 業態別 <table border="1"> <thead> <tr> <th>業態別</th> <th>割合</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>Insur. Companies</td><td>36%</td></tr> <tr><td>Banks</td><td>23%</td></tr> <tr><td>Other</td><td>17%</td></tr> <tr><td>Mutual Funds</td><td>6%</td></tr> <tr><td>Money Manager</td><td>1%</td></tr> <tr><td>Hedge Fund</td><td>2%</td></tr> <tr><td>Corp Accounts</td><td>5%</td></tr> <tr><td>Bank Portfolio</td><td>2%</td></tr> <tr><td>Advisory Accts</td><td>2%</td></tr> </tbody> </table>	国別	割合	United Kingdom	29%	Germany	21%	Netherlands	16%	USA	14%	Ireland	6%	France	6%	Norway	5%	Switzerland	3%	Austria	0.03%	業態別	割合	Insur. Companies	36%	Banks	23%	Other	17%	Mutual Funds	6%	Money Manager	1%	Hedge Fund	2%	Corp Accounts	5%	Bank Portfolio	2%	Advisory Accts	2%
国別	割合																																																																				
Ireland	37%																																																																				
United Kingdom	19%																																																																				
Germany	18%																																																																				
Norway	10%																																																																				
Netherlands	9%																																																																				
USA	4%																																																																				
France	1%																																																																				
Italy	1%																																																																				
業態別	割合																																																																				
Banks	66%																																																																				
Mutual Funds	17%																																																																				
Insurance Companies	9%																																																																				
Advisory Accounts	8%																																																																				
国別	割合																																																																				
United Kingdom	29%																																																																				
Germany	21%																																																																				
Netherlands	16%																																																																				
USA	14%																																																																				
Ireland	6%																																																																				
France	6%																																																																				
Norway	5%																																																																				
Switzerland	3%																																																																				
Austria	0.03%																																																																				
業態別	割合																																																																				
Insur. Companies	36%																																																																				
Banks	23%																																																																				
Other	17%																																																																				
Mutual Funds	6%																																																																				
Money Manager	1%																																																																				
Hedge Fund	2%																																																																				
Corp Accounts	5%																																																																				
Bank Portfolio	2%																																																																				
Advisory Accts	2%																																																																				
出所) Rahul Desal, 2007. 、Morgan Stanley Press Release, May 31 2007. "BlueOrchard Loans for Development 2007-1 ("BOLD 2") Prices", BlueOrchard The fact sheet, "BOLD-one step further in the direction of mainstream capital markets"から作成。 投資家分布は、Callaghan. Ian. 2007. Morgan Stanley, The Fredericks Microfinance Conference でのプレゼンテーション																																																																					

BOLD I とBOLD IIの最大の違いは、BOLD IIでは外部格付けを取得したことである。現地の格付け会社ではなく、主要格付け機関（この場合は、S&P）から格付けを取得したのは、マイクロファイナンス担保証券では初である。これにより、BOLD IIではこれまでMF投資をしてこなかった層も含め、多様な投資家の参加が可能になった(図〇投資家分布-業態別)。ただし、格付けされたトランシェが、新たな機関投資家の関心を引いた一方で、エクイティ債部分については、それほど他の新興市場投資家の関心を集めない結果となった⁶⁰。

⁶⁰ Desal, 2007

Appendix 4. Compartamosの新規株式公開

Compartamos⁶¹は、2000 年までは非営利のNGO、2000 年にSOFOL (Sociedad Financiera de Objeto Limitado)という株式会社形態の営利r-MFI、そして 2006 年にMFI銀行Banco Compartamosへと業態転換を果たした⁶²。

Compartamosは、2007 年 4 月、発行済み株式の約 30%を売り出した。13 倍の超過応募⁶³になり、5,920 人の投資家へ総額約 4 億 7000 万ドルで売却された。Compartamosは、このIPOを通じて株式の新規発行は行わず、全ての売り上げは、株を売却した既存株主の懐に入った（表〇）。なお、CompartamosのIPOの目的は、資金調達ではなく、「所有構造の進化の過程で起こるべくして起こったもの」⁶⁴であるという。これにより、創設時にはMFI育成支援の意図で、民間ではとれないリスクを取りCompartamosに出資していた公的機関や社会投資家の資本が自由になり、第 2、第 3 のCompartamosへの投資が可能になるという理屈である。

表10: IPO 前後における株主構成の変化及び売却益				
株主	出資比率 (%)		売却株数	売却益 (株数×3.65 ドル)
	IPO 前	IPO 後		
Compartamos A.C.*	39.2	31.8	25,159,212	9200 万ドル
ACCION	18.1	9.0	38,613,240	1 億 4100 万ドル
IFC	10.6	7.9	11,302,644	4100 万ドル
個人投資家	32.2	21.2	36,497,448	1 億 3300 万ドル
合計	100	69.9	128,308,412	4 億 6700 万ドル
*Compartamos の NGO 出所) Credit Suisse. Offering Circular.				

2000 年に、Compartamosが株式会社に業態転換したとき、その資本金はわずかに 600 万ドルであった。それが数年後の 2006 年末には、株主資本 1 億 2600 万ドル⁶⁵に膨らみ、そのわずか 1 年以内には、株式市場からその価値は 15 億 7000 万ドルと評価されたのである。例えば、Compartamos NGOに次ぐ最大の株主であるAccionは、今回のIPOを通して、2000 年時の 100 万ドルの投資に対して、その半分を売り出し⁶⁶、1 億 4100 万ドルの利益を上げた。

この IPO により、Compartamos が大きく取り上げられた結果、改めてマイクロファイナンスの金利について、非常に真剣な論争を巻き起こした。表 11 は、IPO 直前、2006 年 12 月末における Compartamos の概観である。

⁶¹ 1990 年に設立されたメキシコを中心に展開する MFI。

⁶² Rosenberg, 2007.

⁶³ 応募は公開株数の 10%までという上限があったため、これがなければさらに倍率が増えたものと考えられる。

⁶⁴ Rhyne and Guimon, p5.

⁶⁵ MIX Market, Profile for CompartamosBanco: <http://www.mixmarket.org>

⁶⁶ Rosenberg, 2007.

表11: IPO 直前の Compartamos 概観	
業態	商業銀行
地域的カバレッジ	29 州 (31 州中)
支店数	187
従業員	3,203
顧客数	616,528
女性顧客率	98%
ローンサイズ平均	446 USD
ローンポートフォリオ	2 億 7100 万ドル
Portfolio at Risk >30 日	1.1%
ROE	56%
ROA	23%
実効金利 (VAT 除く)	82%
経常経費 / ローンポートフォリオ	33.45%
株主資本	1 億 2600 万ドル
出所) Compartamos Annual Report 2006、Offering Circular、Microfinance Information eXchange、Rhyne and Guimon . 2007 より作成	

Compartamosの金利は、他のMFIsに比べてもかなり高い方であり、VAT (Value Added Tax : 付加価値税)まで入れると実に 100%を超える。ここでは、マイクロクレジットの 100%の金利というものが正当化できるのかという一般論には答えないが、株主資本をわずか 6 年間で 1 億 2000 万ドルも増やしたこと、ROE (株主資本利益率) が 56%もあることから、Compartamosが明らかに、必要最低限を大幅に超える金利を課しているのは分かる。Waterfieldは、Compartamos が、100 ドルの融資にも 1000 ドルの融資にも同じ金利を設定していること、現在の金利が、まだCompartamos NGO が一口 100 ドルの融資だけを行っていた設立当初から変わっていない点が問題だと指摘している⁶⁷。一般的に、ローンサイズが大きくなると、経常経費は小さくなる。また MISの導入など業態転換の過程で、営業コストはかなり圧縮されたはずである。

新株主の内訳は、メキシコ資本 18%、外国資本 82%、外国資本のうち、58%がヘッジファンドであった。株式を公開するにあたっては、株式利益を優先させつつ、いかにダブルボトムラインを達成するかが課題であるが、Compartamos はダブルボトムラインを重視する姿勢は変えず、ガバナンスを堅持するために、株の購入に際しては全株式に対して 3%までという制限を設けた。結果的には、多くの投資家がそれをはるかに下回る割合の株を保有することになった。

⁶⁷ “Who Benefits?” SEEP Panel Discussion.の議事録による。

REFERENCES

英文

- Abrams, Julie, and Damian von Stauffenberg. 2007. "Role Reversal: Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance?" MFInsights. MicroRate, February.
- Accion. 2007. "Microfinance Cracking the Capital Markets II." InSight 22. Boston, MA.: Accion International, May.
- BlueOrchard The fact sheet. 2006. "BOLD-one step further in the direction of mainstream capital markets." April.
- Burnhill, Lauren. 2007. "Innovations in Microfinance Capital Markets." Presentation. Accion International. September.
- Callaghan, Ian. 2007. Presentation at The Fredericks Microfinance Conference. Morgan Stanley.
- CGAP. 2004. "Financial Institutions with a 'Double Bottom Line': Implications for the Future of Microfinance." Occasional Paper 8. Washington, D.C.: CGAP, July.
- CGAP. 2006. "Good Practice Guidelines for Funders of Microfinance: Microfinance Consensus Guidelines." 2nd Edition. Washington, D.C.: CGAP, October.
- CGAP. 2008. "Who is Funding Microfinance? : Result of the First Global Suevery of Funders' Microfinance Portfolio." Presentation. CGAP, November.
- CGAP. 2008. "CGAP 2008 MIV Survery Main Findings." Presentation. CGAP. September.
- Citigroup Press Release. 2006. "Bangladesh: Citigroup Supports World's First AAA-Rated Microcredit Securitization." July 6.
- Desal, Rahul. 2007. "Securitization of Microfinance Credits –the Next Frontier?" Presentation. Accion International. October.
- Deshpande, R., Nestor, C., Abrams, J. and Littlefield. 2007. "MFI Capital Structure Decision Making: A Call for Greater Awareness." CGAP Brief. Washington, D.C.: CGAP, August.
- Ehrbeck, Tilman. 2006. "Optimizing Capital Supply in Support of Microfinance Industry Growth." A Working Paper for the Microfinance Investor Roundtable – Hosted by Omidyar Network. and the SEEP Network. Washington, D.C., October 24-25.
- Greeley, Martin. 2006. "Microfinance Impact and The MDGs: The Challenge of Scaling-up." IDS Working Paper 255. March. .
- Hechler-Fays/herbe, Nannette, and Yvonne Luscher. 2008. "Microfinance Investment Vehicles (MIVs)." Research Monthly. Zurich: Credit Suisse, August.
- Helms, Brigit. 2006. Access for All: Building Inclusive Financial Systems. Washington, D.C.:CGAP.
- Ivantury, Gautam, and Isabelle Barres. 2004. "CGAP/MIX Study on MFI Demand for Funding: Report of Survery Results." CGAP and MIX.
- Krauss, Nikolas, and Ingo Walter. 2006. "Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?" November 9.
- Krauss, Nikolas, and Ingo Walter. 2008. "Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?" Presentation at Microfinance Cracking The Capital Markets III. New York. March 10.
- Lauer, Kate. 2008. "Transforming NGO MFIs: Critical Ownership Issues to Consider." Occasional Paper 13. Washington. D.C.:CGAP, May.
- Ledgewood, Joanna, and Victoria White. 2006. Transforming Microfinance Institutions: Providing Full Financial Services to the Poor. Washington. D.C.: World Bank.

- Littlefield, Elizabeth. 2008. "Landscape of Microfinance Investment in 2008." Presentation. CGAP.
- Lopez, Cesar. 2007. "Commercial Banks in Microfinancing: Downscaling to reach the majority." Presentation at ADB Conference on Banking at the Bottom of Pyramid, Manila, Philippines. Accion International. September.
- McKee, Kate. 2008. "Building Financial Systems for the Poor: Meditations on the US Sub-Prime Crisis: Implications for International Microfinance." Presentation at Silicon Valley Microfinance Network. CGAP. May 19.
- Microfinance Information eXchange (The MIX). 2002. The MicroBanking Bulletin. Issue No.8. Washington, D.C.: MIX, November.
- Microfinance Information eXchange (The MIX). 2007. The MicroBanking Bulletin. Issue No.15. Washington, D.C.: MIX, Autumn.
- MicroRate. 2006. "Microfinance Investment Vehicles: An Emerging Asset Class." MFInsights. MicroRate, November.
- Morgan Stanley Press Release. 2007. "BlueOrchard Loans for Development 2007-1 ("BOLD 2") Prices." London. May 31.
- O'Donohoe, Nicholas P., Frederic Rozeira de Mariz, Elizabeth Littlefield, Xavier Reille, and Christoph Kneiding. 2009. "Shedding Light on Microfinance Equity Valuations: Past and Present." Occasional Paper 14. Washington, D.C.: CGAP and J.P.Morgan, January.
- Planet Finance. "Downscaling in Microfinance: A market opportunity for banks." Paris: Planet Finance.
- Rahman, Ray and Saif Shah Mohammed. 2007. "BRAC Micro Credit Securitization Series I: Lessons from the World's First Micro-Credit Backed Security (MCBS)." Boston: Analytics Ltd, March 20.
- Rhyne, Elisabeth.,and Brian Busch. 2006. "The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006" Council of Microfinance Equity Funds, September.
- Rhyne, Elisabeth, and Andres Guimon . 2007. "The Banco Compartamos Initial Public Offering." InSight 23. Boston, MA.: Accion International, June.
- Rosenberg, Richard. 2007. "CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case Study on Microfinance Interest Rates and Profits." Focus Notes No.42. Washington, D.C.: CGAP, June.
- Saltzman, Sonia, and Darcy Salinger. 1998. "The ACCION CAMEL - Technical Note." Accion International, USAID - Microenterprise Best Practices (MBP) Project.
- Schrevel, Jean-Philippe, and Camilo Mendez. 2006. "Reducing barriers for Investment in Microfinance: The Role of Structured Finance, Rating, and Benchmarking. BOLD 2006-1 Securitization." Presentation. Germany. September.
- UNCDF. 2005. "Microfinance and the Millennium Development Goals." UNCDF, October.
- United Nations. 2006. Building Inclusive Financial Sectors for Development. New York.
- Women's World Banking. 2007. Presentation at The Fredericks Microfinance Conference 2007. WWB, July 13.
- World Economic Forum. 2006. "Blended Value Investing: Capital Opportunities for Social and Environmental Impact." Geneva, March.
- Xavier, Reille, and Ousa Sananikone. 2007. "Microfinance Investment Vehicles." CGAP Brief. Washington, D.C.: CGAP, April.
- Xavier, Reille, and Sarah Forster. 2008. "Foreign Capital Investment in Microfinance: Balancing Social and Financial Returns." Focus Note No.44. Washington, D.C.: CGAP, February.

和文

阿部淳一「特別レポート：小企業金融の潮流（前編）－アジアでの技術協力を通じて」『国民生活調査月報』January 2006, No. 537

阿部淳一「特別レポート：小企業金融の潮流（後編）－アジアでの技術協力を通じて」『国民生活金融公庫調査月報』February 2006, No. 538

ADB「特別レポート：変貌しつつあるマイクロファイナンス業界－貧困層のための金融システムの構築」『アジア開発銀行年次報告書2004』、2004年

菅正広「マイクロファイナンスのすすめ－貧困・格差を変えるビジネスモデル」東洋経済新報社、2007年

森田太郎「中小企業金融の技術協力－その現場から－：第1回“スモールビジネスファイナンス”の空白」『国民生活金融公庫調査月報』July 2003, No. 507

Global Partnership, LLC「マイクロファイナンスに関する米国における官民の動向」独立行政法人国際協力機構国際協力総合研修所、2007年

ウェブサイト

MFAalytics Ltd. "Sample Deal: BRAC Micro Credit Securitization.":

<http://www.mfalytics.com/index.php?linkto=sample1&PHPSESSID=24806e3cc4829b4310224dce0e41446f>

MIX Market <http://www.mixmarket.org>

日本政策金融公庫 国民生活事業 国際交流への取り組み:

<http://www.k.jfc.go.jp/kokukin/kokusai/index.html>