The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	開発におけるマイクロファイナンスと資産流動化
Author(s)	上杉, 志朗
Citation	国際公共政策研究. 2000, 4(2), p. 153-173
Version Type	VoR
URL	https://hdl.handle.net/11094/4583
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

開発におけるマイクロファイナンスと資産流動化

Microfinancing and Securitization in the Context of Development

上杉　志朗*

Shiro UESUGI*

Abstract

Securitization has a wide range of flexibility in its applications. This paper considers one of them-application to Microfinancing. Microfinance is considered as one of the efficient means to the private sector development in LDCs, yet, its lack of access to the financial resource often creates challenges. Use of securitization technology in Microfinancing may provide a possible answer to the challenges. This paper presents basic framework for the application of securitization technique in Microfinance, and considers pros and cons so as to invite further considerations.

キーワード：マイクロファイナンス、資産流動化、直接金融、開発金融

Keywords：Microfinance, securitization, direct financing, development financing

* 大阪大学大学院国際公共政策研究科 博士後期課程

1. はじめに

本論では、マイクロファイナンスにおける資金調達の手段として、資産流動化の手法を利用することの潜在的な意義について議論する。マイクロファイナンスを提供する機関にとって、資金調達手段は限られている。資産流動化を利用することで、資金提供機関が新たな資金調達源を得ることができれば、その資金の利用者である零細業者を利することにつながるのではなかろうか。また、投資家にとっては、資産流動化の結果うまれる証券は新たな市場を創りだすことにつながらないだろうか。

このような潜在的な意義について考慮するために、本論では次のような視点から問題を検討してみた。まず、資産流動化やマイクロファイナンスに関する一般的な概念整理を行った。次に、マイクロファイナンスの証券化について考察した。これは、国内市場のモデル・ケースと国際市場のモデル・ケースをそれぞれ想定しながら行った。現在の金融市場のグローバリゼーションを背景とすると国際市場型モデルの方がより必要とされよう。さらに、これらのモデルに基づいてメリット・デメリットについて考察した。最後に、以上の考察に基づいて得られた課題とその解決方法について述べた。そして、開発目的という観点を敷衍してＮＰＯに対するファンディング・ソースとしての利用価値について考察した。

2. 資産流動化とは

資産流動化とは金融手法のうちでも近年になって頻繁に利用されるようになった証券化の一手法である。これは銀行などの金融機関から資金調達をする「間接金融」に対し、市場から資金調達をする「直接金融」の範疇に入る。アメリカにおいて1970年代後半に始まった抵当証券市場における資産流動化を契機に、急速に拡大している。

アメリカの例をとると、いわゆる証券化（securitization）とよばれるマーケット（資産流動化の実績を表していると考えられる）は、1990年から1996年にかけて、501億ドルから1,532億ドルへと3倍以上に拡大している。

では、資産流動化の基本的な要点とは何かここで確認しておこう。まず、資産流動化は基本的には証券以外の資産を証券化することである。証券化では「証券」が発行される。発行される証券の種類は、発行市場の金融行政の規制によって種類の細別に違いは出てくるものの、通常「債券（bonds)」「コマーシャル・ペーパー（ＣＰ)」である。証券化では、これらの証券が発行される際に、ある特定の資産に裏打ちされた、将来にわたるキャッシュ・フローが得られることが約束されていなければならない。言い換えると、将来ある特定のキャッ

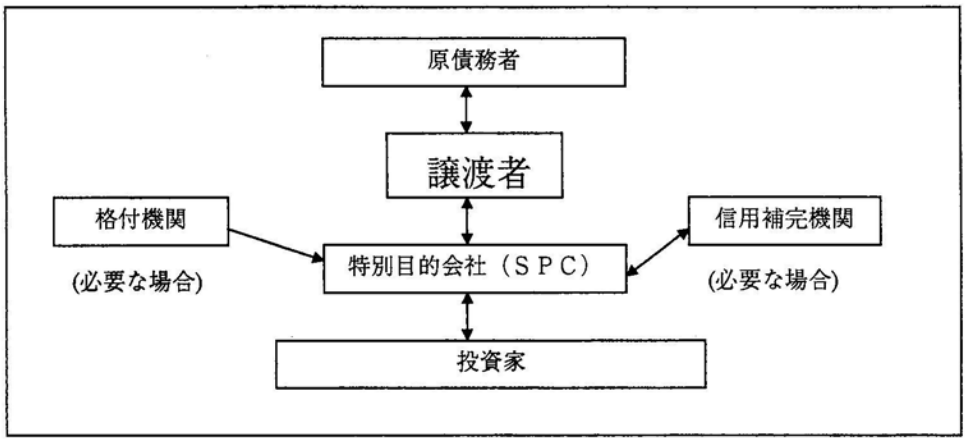
シュ・フローを生み出す特定の資産があって、その将来のキャッシュ・フローを見合いに債券やコマーシャル・ペーパーが発行される。これにより、現時点ではまだ発生していないキャッシュ・フローを見合いに、一般の投資家達から資金が調達される。すなわち、証券化が資産を流動化するという機能を果たすことになる。ここでは、資本市場において将来のキャッシュ・フローを担保に前倒しに資金調達をすることが可能になる訳だ。

資産流動化の特徴として、従来型の証券発行と異なる部分がいくつかある。なかでも、証券発行機関自身が十分な担保となる資産を有していなくとも、資産そのものの価値によって証券を発行できるという特徴は、マイクロファイナンスへの応用を想定した場合に重要である。資産流動化においては、通常、証券の発行機関は資産の代わりに将来にわたってのある特定のキャッシュ・フローを手にする権利を有する。この権利が証券の発行を担保する資産なのである。証券発行機関とキャッシュ・フローを手にする機関とは異なるのが通常である。

以下、基本的な資産流動化プログラムを（図１）に示す。通常、資産流動化プログラムには最低６者の参加が必要である。６者とは、説明順に「譲渡者」「原債務者」「特別目的会社」「投資家」「格付機関」「信用補完機関」である。

「譲渡者」とは当初「原債務者」から特定金額を特定期間受け取る『権利』を有しているもののことである。逆に「原債務者」は特定期間、特定金額を「譲渡者」に支払う義務を有している。「特別目的会社（ＳＰＣ）」は当初「譲渡者」が「原債務者」に有している『権利』を「譲渡者」から購入する。ＳＰＣはまた、証券を発行する発行機関でもある。ＳＰＣが発行した証券は資本市場において「投資家」が購入することになる。資本市場における証券発行の条件を決定するために、「格付機関」が存在する。「格付機関」が与える格付が投資適格でない場合、「信用補完機関」が保証を行い、投資適格な証券を創り出すことになる。

（図１）　基本的な資産流動化の図式



ここで、資産流動化の代表である資産担保証券（Asset-backed Security: ABS）を例にとりながら、証券化の流れを（図1）を用いて説明しておく。

まず、資産流動化は「譲渡者」が資金調達のために、自らが「原債務者」に対して有している『債権』を『売ろう』と意図するところから始まる。たとえば、「譲渡者」が「原債務者」に対して金銭を貸しているとすれば、「譲渡者」は「原債務者」に対して特定の金銭を特定の条件で貸与していることが明白であることから、将来的に「原債務者」から特定のキャッシュ・フロー（金利および元本）を受け取ることが権利として確定していることになる。

「譲渡者」は将来のキャッシュ・フローを知っているので、その割引現在価値を計算することができる。そこで、「譲渡者」はその割引現在価値を上限として、自分が有する貸金債権を見合いに、現時点で資金調達を行おうと考える。そこで、「譲渡者」は「ＳＰＣ」に「原債務者」に対して有する債権（原債権という）を売却しようとする。

「ＳＰＣ」は「譲渡者」から「原債権」に対する請求権を購入することになるが、購入代金は証券の発行によってまかなうことになる。したがって、「格付機関」は「ＳＰＣ」が「譲渡者」から債権を譲渡される前に、証券化の条件、たとえば、将来発生する収入のキャッシュ・フローを検討し（ローンの条件を精査する）、貸倒れ率など回収リスクを踏まえて、原債権がどれだけの価値を有するか、証券を発行するに適格であるかどうかを明らかにする。

「格付機関」によって投資不適格であるという評価が下される場合、証券の信用補完が必要になる。保証料をとって、保証や保険を提供して信用補完をするのが「信用補完機関」である。ローンに関しては、保証や保険以外にも、「信用補完機関」が積立金を準備しておいて返済の遅延などの際には一時的な立替を行うことがある。

3. マイクロファイナンス

3.1 マイクロファイナンスとは

「マイクロファイナンス」はもっとも簡潔には「マイクロエンタープライズに信用（資金）を供与する活動」と定義することができる。しかしながら、実務上、また、政策上ではこのような定義では不充分であり、より適切な定義を考える必要があろう。だいたい「マイクロエンタープライズ」という定義ですら曖昧である。直訳して「零細企業」とすることは、その語感からいって内容を正確に表しているとは考えがたい。

とくに、開発目的のために議論を展開する場合、「マイクロエンタープライズ」のなかには途上国における家庭内でのちょっとした工芸品や手芸品の製造が含まれるであろうし、ひょっとすると、インドにおけるソフトウェア産業のように、規模は小さいけれども技術的には

高水準にあるようなものも含まれるかもしれない。したがって、一律に「マイクロエンタープライズ」を規模で捉えるにも無理がある。

さらに、地理的な違いも大きい。都市部における「マイクロエンタープライズ」と農村など地方における「マイクロエンタープライズ」とでは自ずと基準が異なってこよう。都市部においては「マイクロ」とみられるものも、農村においては相当の規模と内容を有することもありえよう。

ビジネス形態の違いも問題となろう。すなわち、ビジネスが「フォーマル」か「インフォーマル」かといった形態上の違いは法制度の違いを反映しているとはいえ「マイクロエンタープライズ」を区分する上で重要な視座を提供する。

ちなみに、アメリカ援助庁（USAID）では「マイクロエンタープライズ」を定義して「インフォーマルに活動しているビジネス活動であり、従業員規模が1人から5人のもの」という。彼らの定義では、「マイクロエンタープライズ」は「小規模企業（small enterprise）」や「中規模企業（medium enterprise）」と区別される。ここで、前者は従業員規模が6人から10人、後者は11人から100人を要するものとされる。「中規模企業」はさらに「フォーマルに活動している」という条件がつく。

このように見てくると「マイクロエンタープライズ」の基本的な特徴として次のようなものが浮かび上がってくる。まず、「インフォーマル」であること。規模が小さいこと、家内手工業的であることなどから、正規の企業体としての体裁を取っていることは少ない。次に、家族中心であること。生産の場、労働力など家族を中心として運営されているのが特徴である。また、非常に少ない資本で運営されていることも、前記と特徴と関連して上げられる。さらに、生産内容の特徴として、総売上高に対する利益率が高いこと（労働コストを始め生産費用がほとんどかからないため販売による利益率が高くなる）、資本の回転率が高いことなどが挙げられる。

3.2 本論における「マイクロファイナンス」の取り扱い

前節で触れたように、「マイクロエンタープライズ」をどのように捉えるかということは依然として定説を見ない。しかし、本論では「マイクロエンタープライズ」に対するファイナンスであるところの「マイクロファイナンス」を取り上げるので、その範疇を定めたい。本論では「マイクロエンタープライズ」の定義と直接結びつくように定義される「マイクロファイナンス」という見方はとらない。むしろ本論では「マイクロファイナンス」を実践している組織そのものに焦点をあてて議論を進めることにしたい。つまり、借り手である「マイクロエンタープライズ」がどのような形態をとっていようとも共通に対処できるような視座から議論をしたい。

Ryne & Otero (1994) によると「マイクロファイナンス」プログラムは、資金調達能力に応じて4段階に分けられる。まず、最も資金調達能力に欠けている第1段階では、補助金や外国からの開発援助にすべて支えられている段階で、伝統的にはこの形態が「マイクロファイナンス」の典型であった。現在でも多くの「マイクロファイナンス」機関はこの範疇に入るが、補助金や援助に頼っているために、自立性と持続性に欠けるという問題がある。

第2段階は、補助金や援助に頼る比率を相当程度引き下げた機関に当てはまる。この段階になると、ほとんどの「マイクロファイナンス」機関は資金調達を自ら行うことができるようになる。ただし、その際に適用される金利水準は依然として市場金利以下でなければならない。すなわち、差額分は補助金に頼ることになる。この段階にある「マイクロファイナンス」機関は、資金コストやオペレーティング・コスト（経常費用）を自分でまかなうことはできない。この段階にある機関の典型的な例が「コミュニティ・バンキング」である。これはコミュニティに基盤をおいた「マイクロファイナンス」活動である。これらはコミュニティによって運営される貯蓄・信用供与を目的とした組合である場合が多い。

第3段階には、より規模の大きな、より成功したプログラムが含まれることになる。たとえば、バングラデシュのグラミン銀行はこれに含まれる。この段階に達すると、ほとんど補助金は利用されないか、されても稀になる。この段階にまで達すると、多くの場合「マイクロファイナンス」機関としては完成の域にあるといってよく、次の段階にステップ・アップしようというケースは稀であるし必然性も大きくない。なぜならば、第3段階にあっては相当程度の自立性が確保されているため、ほとんど補助金を必要とせず、よって、当局やドナーなどからステップ・アップの要求がなされることもないからである。

最後の第4段階は、補助金をまったく利用しない、完全に自立性が確保された段階である。市場金利水準で資金を調達し、市場金利水準で預貯金を受け入れ、信用供与をおこない、必要とされる経費までまかなえる状態。これが第4段階であるが、この水準に達しているのは、ある種の信用組合（credit union）であるとか商業銀行である。インドネシアの BRI (Bank Rakyat Indoneia) Unit Desa system はこの例である。

本論で取り上げる資産流動化モデルは、基本的には上記の4段階のどのレベルでも適用可能ではあるが、「マイクロファイナンス」機関の事務レベルでの能力を考慮すると、第2、第3段階を想定しながら展開することが適切であろう。資産流動化には相応の人的資源と事務処理能力、とくに貸し金の回収には能力が要求される。すべての資金調達を政府や援助に頼っている第1段階はどちらかというと、資金の分配に機能的に偏っている。また、多くの場合、第1段階にある「マイクロファイナンス」機関は「マイクロエンタープライズ」への技術移転により焦点をあてており、自らの資金調達に対して資源を配分しているわけでもない。このように考えると、第1段階にある機関では貸し金の回収に割ける資源も少なく考慮の対

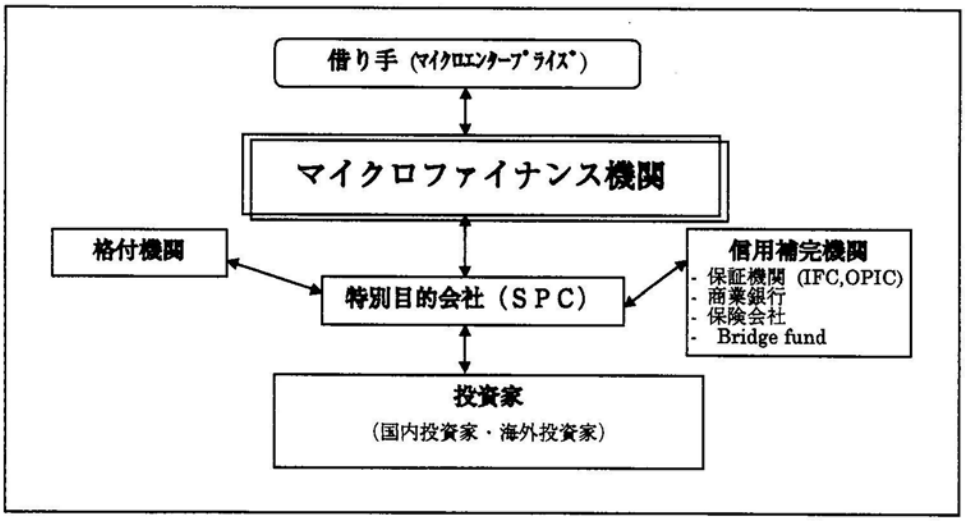
象から外す方が適切であろう。

4.　マイクロファイナンスにおける資産流動化

4.1　資産流動化のマイクロファイナンスへの応用

以上に鑑み、資産流動化プログラムをそのままマイクロファイナンスの設定に持ちこむことが可能であろう。第２章でみた資産流動化のフレームワークを利用してマイクロファイナンスにおける資産流動化について図示し直したのが（図２）である。

（図２）マイクロファイナンスにおける資産流動化



第２章との対比をすると、以下のようになろう。

原債務者　⇨　借り手（マイクロエンタープライズ）
譲渡者　⇨　マイクロファイナンス機関
特別目的会社　⇨　同　左
投資家　⇨　同　左
格付機関　⇨　同　左
信用補完機関　⇨　同　左

マイクロファイナンス特有の事情を加味して説明を加えると、第一に流動化される資産は、マイクロファイナンス機関が借り手（マイクロエンタープライズ）に対して有する貸金債権である。つまり、貸付債権（ローン）が流動化の対象である。この構造を踏まえてみると、原債務者は、基本的には事業体としての形をなしていないインフォーマルな家庭内の手工業

者を中心に相当広い範囲での「借り手」である。また、マイクロファイナンス機関としては、法的規制から預金を受け入れられないＮＰＯに始まり、信用組合やコミュニティ・バンクなど預金を受け入れられる金融機関まで含められる。さらに、特定目的会社については資本市場にみられるように金融機関が設立するＳＰＣのほか、ＮＰＯにより設立されることも想定できる。投資家も一般的な大衆や機関投資家に限らず、ＮＰＯや国際機関の運用として政策的にこのような証券に投資することも想定される。信用補完機関は商業ベースのもの以外に、開発援助機関、投資公社などが含まれよう。

4.2 マイクロファイナンスにおいて資産流動化と利用することの利点

Kendall (1996) は資産流動化のメリットとして12の項目を挙げている。(表１)
それによると、資産流動化は "consumers-borrowers" (借り手) と、"originators" (譲渡者)、それに "Wall Street" (投資家) を利することになる。つまり、「譲渡者」は資金調達コスト

(表１) 資産流動化のメリット

Benefits to consumers-borrowers
1. Lower cost of funds
2. Increased buffet of credit forms
3. Competitive rates and terms nationally and locally
4. Funds available consistently
Benefits to originators
1. Ability to sell assets readily
2. Profits on sales
3. Increased servicing income
4. More efficient use of capital
Benefits to investors
1. High yields on rated securities
2. Liquidity
3. Enhanced diversification
4. Potential trading profits
Benefits to Wall Street (investment bankers)
1. New product line
2. Continuous flow of originations and fees
3. Trading volume and profits
4. Potential for innovation and market expansion

Source:
A Primer on Securitization (1996), edited by Leon T. Kendall and Michael J. Fishman, p13, (Table 1.4) Benefits of securitization
表中 Kendall が用いている用語は次のように読み替えられる:
"Consumers-borrowers" ＝原債務者・借り手。"Originators" ＝譲渡者。

を金利面および流動性の面から低下させることができるので、「借り手」にもそのメリットが反映される。「投資家」からすれば新たな投資対象が生まれてメリットがある。そのような構図が描かれている。同様のことがマイクロファイナンスにも言えよう。

より詳しくいうと、資産流動化（貸付債権の流動化）によって、マイクロファイナンス機関は資本市場から資金を調達する機会を得ることができる。これは、預金受け入れを制限されている機関にとって非常に大きなメリットである。たとえば、アメリカに本拠地をもつＮＧＯが国際的な支援を展開するためにラテンアメリカでマイクロファイナンス・プログラムを展開しようとする。現時点では多くの場合、現地で自立的に資金調達までまかなう例はあるにはあるが珍しい（後述）。その理由は、ＮＧＯが現地で預金の受け入れをしようとすると、金融機関としてのさまざまな規制をクリアしなければならず、業務内容が限定されてくるからである。したがって、大抵のケースでは自らは資金調達業務を行わず、本国からの援助を資金源としてマイクロエンタープライズに提供している。それが、資産流動化により自身での資本調達が可能になれば、プログラムの自立性と持続性が高められることになる。

また、たとえ預金受け入れを行っている組織ですら、その資金調達力が十分でないことが多い。たとえば、Magill (1994) によると信用組合（credit union）は「加入者の資金需要にこたえるに十分な資本を調達できていない。借り入れに対する需要は預金による資金供給を上回り、ほとんどの信用組合において深刻な流動性不足を招いている。」この事態は信用組合が Ryne & Otero (1994) の描いた段階の次のステップに進む上での深刻な障害となっている。資産流動化はこのような障害を取り除く手立てとなりえるかもしれない。

つぎに、資金調達の手段が増えるということ以外にもメリットが挙げられる。Kendall (1997) のリストをみると、譲渡者の利点として “Ability to sell assets readily” と記載されている。これは、マイクロファイナンスでいうと「ローンを流動化することで、時宜に沿った資金調達が可能になる」ということにあたる。この利点は農村にあるマイクロファイナンス機関にとっては殊更重要である。その理由は次のとおりである。

農村にあるマイクロファイナンス機関は通常資金需要の季節変動に直面する。すなわち、種蒔時になると農業事業者からの資金需要が急激に高まる。それに対して預金の原資たる資金余剰はなく、季節変動に対処する術を持たない。農村のマイクロファイナンス機関は概ね同質の顧客層を抱えているため金融機関どうしの資金融通もままならない。このような状態に対処するには、資産流動化は有用な手段である。つまり、必要に応じて時宜に即した資金調達を行い、季節的な超過需要に対応することができるようになるからである。

３番目の特徴として、資産流動化によって、資本の有効利用が促進されるという面がある。ひとつの例は、資産流動化によって、マイクロファイナンス機関はオフバランスで資金を供給することが可能になる場合があること。これは手元流動性の回転期間を上げることにもつ

ながる。また、Kendall (1997) が指摘しているように、資源の一点集中も可能になる。たとえば、Ryne & Otero (1994) の指摘するところでは、第3段階にある機関にとって、預金受け入れ業務は組織全体のさらなる発達にとって足枷になっているという。マイクロファイナンス機関が預金受け入れの代わりに資産流動化によって資金を調達できれば、「預金受け入れ」機能を発展させる必要がなくなるので、組織全体の機能向上につながることが期待できよう。

最後に Kendall (1997) が指摘するように、資産流動化の操作そのもので利益が生まれることも考えられる。金利の期間構造次第ではマイクロファイナンスの資産流動化の対象であるローン債権と市場金利との乖離を利用して利益を生み出すことは可能である。

5. 資産流動化の場合分け

資産流動化を考えるときに、国内市場だけを対象とするのか、それとも国際市場を対象にするのかという場合分けができる。それぞれについて、市場ごとに特有の状況がうまれる。この章ではその違いを生み出す構成要素をみながら、それぞれのモデルの利点・欠点について考察を加える。

5.1 国内市場型モデル

国内市場型モデルは、4章の（図2）で示された関係者全員が国内にいる状況を想定したものである。つまり、すべての取引関係が国内で完結するような場合を想定しており、国内に拠点をもつマイクロファイナンス機関が、国内でＳＰＣを設立し、国内市場で投資家を募り資金を調達するという状況を示す。

5.1.1 構成要素

国内市場型モデルの基本的な構成要素は、前章の（図2）でみたとおりである。ここでは、それ以外に国内市場においては、資本市場における金利の期間構造、組織・機関の違い、もともとのローンの質などの点について考慮すべきである。

まず、資本市場における金利の期間構造についてであるが、これの違いによって、発行される証券の種類（債券にするか、ＣＰにするか）が変わってくる。証券の発行体はＳＰＣではあるが、証券発行によって調達された資金が原資となってマイクロファイナンス機関の手元流動性になってくるので、この差異は看過できない。

マイクロファイナンス機関にとって、金利の期間構造の違いを利用して、より有利な資金調達をおこなうように戦略を立てることができよう。まず、一般的に、長期金利が短期金利よりも低い場合、つまり金利の期間構造が逆イールドになっている場合は、比較的長期の債

券発行が有利となろう。これは、マイクロファイナンスのローンが短期貸付中心であり、それがたびたび書替えられながら継続していることが多いという特徴に見合った戦略となっている。資産流動化の場合には後ろ盾となる資産（この場合は貸付債権）とＳＰＣが発行する債券との間に対応関係がなければならない。したがって、長期の債券を発行するためには貸付約定も長期の約定でなければならない。ただし、適用金利は短期に見直される。このようなオペレーションには商業銀行では多くみられるものであるが、二つのメリットが指摘できる。第一にマイクロファイナンス機関の収益構造を改善し自立性を高めること、第二に短期貸付の金利水準を市場金利水準に抑制することである。

たとえば、ボリビアにおけるマイクロファイナンス機関の代表例ともみられる Banco Solidario (BancoSol) を支援しているアメリカの NGO “ACCION International” は、1997年に BancoSol のローン債権を流動化しようとしているが、その際にボリビアの短期金利が長期金利水準よりかなり低いことに着目して、長期で資金を調達して短期で融資にまわすことで、長期金利と短期金利との差額を還元しようと考えていた[1)]。

つぎに、マイクロファイナンス機関の組織形態の違いに着目しよう。これらの機関にはフォーマルな機関もあればインフォーマルな機関もある。「フォーマル」とは当該国における企業としての法人格をもって、もしくは法人格はもたなくとも金融活動を公式に認められている機関である。この差は原債権であるローンの質を評価する上で重要である。たとえば、前述の BancoSol はボリビアの銀行法の下で営業しているフォーマルな機関である。したがって、彼らは活動上の法的な規制用件を満たしている。それゆえに、ローン債権の評価は公表された資料を基に、高い透明性を保ちながら行うことができる。

それに対して、マイクロファイナンス機関がＮＧＯだったとする。多くの場合、ＮＧＯは金融当局の規制を受けない。したがって、BancoSol がしているような水準での資料の公表もしていない。そうなると、ローン債権の評価は、たとえば、個別に一本ずつのローンを評価し、全体的な統計をまとめるというような手段をとらなければならなくなり、銀行が公表している資料に基づいて行われるものよりも、当然手間が掛かる。そうするとその手間の分が資金調達コストに反映されることになるため不利になる。

３番目に考慮すべき点は、資産流動化の原債権となるローンの質の違いである。一般にローンの質が高い（貸倒率が低く、回収の遅延が少ない）場合、信用補完機関の果たす役割は小さい。しかし、マイクロファイナンスの場合、総合的な評価からすると、現実的には貸倒率が低く、回収の遅延が少ないものが多いので、ローンの質は高いといえようが、投資家からすると、マイクロエンタープライズは情報量がすくなく信頼性に低いものであるため、信用補完機関による信用補完が望まれるであろう。

1）結局この資産流動化は、条件が折り合わず、フィージビリティ・スタディを終えただけで実行までは至らなかった。

信用補完機関が提供する信用補完機能には2通りある。第一に、「信用補強者（credit enhancer)」としての役割である。これは流動化の対象となる資産（マイクロファイナンスにおいては原債権であるローン）の信用を強化すべく、保証を提供する役割である。基本的にはこの保証は貸倒れに対する保証である。資産流動化では、原債権から発生するキャッシュ・フローが証券に対する支払い原資となるため、ローンが貸倒れてしまってそこからキャッシュ・フローが入ってこなくなると証券の債務不履行になってしまう。これを避けるために、原債権からの入金がない場合の補償をする役割である。具体的には、信用保証状（Letter of Credit）や公的保証、保険という形態がある。

類似したものとして、前述の ACCION International が設置している「つなぎファンド（Bridge Fund)」がある。これは Banco Sol が本体で債券を発行する際、アメリカ国債を基本財産とする基金（この名称が Bridge Fund である）を設置して、これがアメリカの銀行で信用保証状を開設して、Banco Sol の債券を保証したものである。資産流動化の場合には、Banco Sol が本体で債券を発行する代わりに、彼らが有する貸付債券をＳＰＣに譲渡して、ＳＰＣが発行する証券を、同様の手法を利用して保証するということが可能であろう。

上記以外の信用補完機能としては、「流動性補完者（Liquidity Provider)」としての役割がある。これは、証券に対する支払いが発生した際に、たとえ原債券が債務不履行に陥ってなかったとしても、支払いの遅延によって流動性の供給が間に合わない場合に必要となる。通常、商業銀行がこのような業務に携わることが多い。

5.1.2 利点

国内市場モデルの利点で最も重要なのは外国為替を取り扱わない点である。国内ですべての取引が完了することで、国際市場における直接の為替変動リスクを避けることができる。これは比較的長期の債券が発行される場合とくに重要な要素である。というのは、期間が長ければ長いほど為替リスクをヘッジする費用もかかるので、そもそもその心配がないということは大きなメリットである。

次に、国内市場に特化していることは情報コストの削減という意味からも有利である。一般に国内投資家にとっては国内の情報にアクセスする方がコストは低い[2)]。これはローンの格付をする際にも適用される考え方で、国内の格付機関は国内の産業に関する情報に対するアクセスの方が海外のそれよりも優位であるので、国内市場の投資家に対してより有益な情報を提供することが可能であろう。

最後に、国内市場型モデルは国内の関係者だけを対象にした言わば閉じた取引関係を想定しているので、関係者の数や種類が少なく、より単純な取引で構成できる。このことは、取引費用を低く抑えることに役立つ。取引費用としては、たとえば、弁護士費用など法的費用、

2) マイクロファイナンスの原債権になっている小規模な企業活動について当てはまる。

信用補完機関に支払う費用、ＳＰＣが証券販売にかける費用などが挙げられる。

5.1.3 欠点

国内市場型モデルには大きく２つの欠点がある。第一に、国内の資本市場の問題である。マイクロファイナンス機関が利用できる市場は多くの場合いまだに発展の途上であることが多い。つまり、資金量が十分にあるかどうか、また、資金量が十分にあったとしても、市場参加者の顔ぶれが限られていて、特定の資産にしか運用がまわされないとか、当局の規制多かったりして、結局のところ、資産流動化取引自体が広く認知されない恐れがある。要するに国内市場は国際市場よりも小規模であるので自由度が低いという欠点がある。

さらに、国内市場に特化すると、すべての関係者は国内で自前でまかなわなければならない。これには相当の人的資源の投入が必要である。たとえば、国内の格付機関の養成ひとつをとっても相当の時間とコストがかかる。国内ですべてをまかなうには内制化の費用を覚悟しなければならない。

5.2 国際市場型モデル

国際市場型モデルは必要に応じて国際的な関係者を巻き込みながら資産流動化プログラムを作るというモデルである。

5.2.1 構成要素

国際市場型モデルが国内市場型モデルと最も顕著に異なるのは、国際的な投資家を巻き込むという点である。国際市場での投資家を巻き込むとは、証券の発行が自国通貨建ではなく外国通貨建でなされるということであり、そのため、外国為替リスクを取り扱わねばならないという事情がでてくる。外国為替リスクを取り扱う際には主に二つのリスクに直面する。ひとつは価格リスクであり、今一つは流動性リスクである。価格リスクは為替相場の変動によって元本の自国通貨建ての価値が変動するため損益が生じるというリスクである。具体的には発行証券が外国通貨建である場合、自国通貨の価値が外国通貨に対して下落してしまうと、証券の価値が相対的に上昇し、証券に対する利払い・償還の元金となる自国通貨建のキャッシュ・フローが不足し債務不履行になるというリスクである。

このリスクを避けるために、さまざまなヘッジ手法が存在する。もっとも単純にヘッジを行うには先物予約を取ることであるが、これにも問題がない訳ではない。たとえば、自国通貨と外国通貨との為替市場に持出規制などの規制がかかっている場合や市場自体が未発達である場合などでは、ヘッジのコストが高く証券を発行するメリットのひとつである低金利による市場からの資金調達という目的を達成するのが難しくなってしまう。また、たとえヘッジの為に契約を結んでいたところで通貨危機のように為替市場に急激な変動が生じた際には市場の資金量が希少になってしまって契約を履行することが困難になることも想定される。

これが流動性リスクの問題である。

流動性リスクは外国通貨を入手することが非常に困難になる場合に発生する。主な原因は急激な為替変動（理由は経済的、政治的さまざまな要因がそうていされる）であるが、このような際には個々の投資家や証券の発行母体（ＳＰＣ）では基本的にはどのような対応も有効とはいえない。なんとなれば、このリスクは国家のリスクであるからだ。

そこで、このようなリスクに対処するために信用補完機関に頼ることになる。国際市場型モデルではこのような国家リスクに対応できる信用補完機関についても考慮に入れておく必要がある。たとえば、アメリカの海外民間投資会社（Overseas Private Investment Corporation: OPIC）はアメリカの投資家が海外で直面するこのようなリスクに対して保険を提供しているし、世界銀行グループの国際投資公社（International Finance Corporation: IFC）はバングラデシュのグラミン銀行の資産流動化プログラムへの保証を提供している。

5.2.2 利点

国際市場型モデルの利点としては、市場規模のメリットと資金以外にも国際的な資源を利用できるメリットの２点が挙げられよう。

まず、市場規模については、国際資本市場での証券発行を行うことは潜在的な投資家数および資金量の点で、国内資本市場を凌駕することが利点である。たとえば、日本の一般家庭部門の貯蓄金額は1200兆円とも言われるが、このうちのほんの僅かな金額がマイクロファイナンスの資産流動化証券に宛てられたとしても、量的にみてマイクロファイナンス活動に多大なる効果がもたらされることは間違いない。日本市場に関していうと銀行預金の低金利を背景に利回りの良い投資先に対する需要がみられるし、一般に、投資家のポートフォリオでは危険債権でも高利回りなものを幾らかは含めるような分散方式がとられるので、マイクロファイナンスの資産流動化証券もそのような投資対象になるのではないか。

第二のメリットである資金以外の資源活用とは、たとえば海外の保証機関の利用、格付機関の利用などである。国内市場型モデルの欠点で取り上げた、内制化のコストを国際市場型モデルでは外国の既存組織を活用することで低減させる事ができるということだ。たとえば、ＳＰＣを海外に設立することで外国の投資家に対してアクセスしやすくなるし、海外の規模の大きな保証機関や国際機関を利用した信用補完のほうが費用は安い。既存の組織を利用することで全体的なコストを下げることは可能である。

たとえば、アメリカの「コミュニティ再投資基金（Community Reinvestment Fund）」は独立したＮＧＯだがＳＰＣとしての機能を有しており、経験もある。彼らはアメリカ国内のマイクロファイナンス・ローンの購入と証券化、アメリカ国内の投資家に対するその証券の販売に特化しているが、途上国のマイクロファイナンス機関と提携して国際的なプログラムを創ることは可能であろう。

5.2.3 欠点

国際市場型モデルの欠点は、国内市場型モデルで見たもののミラーイメージになるが、2点挙げられる。

第一に、国際市場型モデルは国内市場型モデルに比較して複雑である。たとえば、関係者にしても、国際的なプレーヤーを含まねばならない。ここに含まれる信用補完機関は国を超えた、カントリー・リスクを取り扱える規模と機能を有する必要がある。また、国内市場に特化しておれば直面する必要のない外国為替リスクにも対処せねばならない。このような複雑化によって新たにコストが上乗せされることになる。たとえば、通常の先物外国為替取引では少なくとも1ベーシス・ポイント（0.01%）の手数料がかかる。また、通貨種類、契約種類によってはもっと高いコストがかかることになる。国内と海外で事務を行おうとするとそれぞれ2つの法律事務所を利用しなければならないかもしれない。法律関係費用は倍増してしまう。

第二に、ＳＰＣが果たす役割が海外の投資家に対する証券の発行を含むようになり、より複雑化することになる。もし、ＮＧＯがマイクロファイナンス機関を支援しようとしてＳＰＣを設立するのであれば、国内型モデルであればＳＰＣを単なるペーパーカンパニーとしてその事務を代行出来たかもしれないが、国際型モデルではその事務に外国為替の取り扱いとカントリー・リスクの取り扱いも含まれることになり、相応の陣容（海外のオフィスを含む）を要しなければ単独での運営は難しくなる。

6. 課題

以上の議論を踏まえ、以下ではマイクロファイナンスにおいて資産流動化を導入する上での課題について考察をしたい。大きく分けて課題は、(1)実務上の課題、と(2)政策的課題に区別できる。ここではそれぞれについて考察を加え、考えられる対処方法についても提示していきたい。

6.1 実務上の課題

実務上の課題としては、標準化の欠如、統計の不足、初期資本の不足と運転資金の不足、人的資源や設備の不足、金利水準の不明確さ、流動性リスクと為替リスク、の6点が挙げられる。

6.1.1 標準化の欠如

マイクロファイナンスの対象がごく小規模で短期のローンであるため、個別の事情は大きく異なる。そこで、これら条件の異なった小口ローンを流動化可能な金額の一本の証券にま

とめるにはむりがある。通常証券化をするためには、一定のキャッシュ・フローが一定時期に得られることが条件であるし、金額も100万ドル程度にまとまった方が金利の条件がよい。

これに対する対処方法として提示されるのは、マイクロファイナンスのパッケージ化である。具体的には、「500ドル相当の現地通貨を用立てし、1ヶ月間現地のプライムレートに5％を上乗せして貸し付ける」というようなパックをつくり、借り手を募集するのである。ACCION International でラテン・アメリカ部門のヴァイス・プレジデントである Cesar Lopez によると、この様なパッケージ化は Banco Sol での経験からして現実味があるそうだ。

このようなパッケージ化は、それ自体に実践的な意味があるだけでなく、パッケージについての統計を集めることで、利用者に関する統計のデータベースを構築する上でも役に立つ。これは次に挙げる課題とも密接に関連してくる。

6.1.2 統計の不足

格付機関にとって、また、格付をする上で債務不履行率などの統計データベースが必要である。研究によってはマイクロファイナンスの債務不履行率は通常債権並みかそれ以下であると言われているが、まだまだ統計データは不足している。

一つの対策方法は、先に述べたパッケージ化によりデータ収集をおこなうというものだ。これにより、マイクロファイナンスを継続しながらデータ収集が可能になろう。

もう一つの方法は、公的信用補完の利用である。国が信用補完を提供することで、証券の格付は、ローン債権のリスクではなくカントリー・リスクと同格とみなされる。一時的に公的な信用補完を利用してパッケージ化されたローン債権の流動化をおこない、データの収集を繰り返して、必要なデータを収集してはどうか。

6.1.3 初期資本の不足と運転資金の不足

ＳＰＣを新たに設立する費用は、たとえば日本では約4000から5000万円かかる。この費用はＳＰＣの設立だけにかかる費用で、全く返ってこない費用である。この金額はマイクロファイナンス機関の予算を用意に超過してしまうため、マイクロファイナンス機関が自らＳＰＣを設置するのは困難である。

さらに、その他の取引にかかる費用が運転資金を圧迫する。先に挙げたアメリカの故み「コミュニティ再投資基金（Community Reinvestment Fund）」は証券化の費用として額面の3から」5％の先払いを要求している。これらの費用には、弁護士費用、デューディリジェンス費用、証券の販売コスト、人件費などが含まれる。当然のことながら、資産流動化の利用によって得られるメリットがこれらの費用を上回らなければ、資産流動化をする意味がない。

考えられる対処策としては、一回の資産流動化の規模を大きくしてそこから得られる便益の絶対額を大きくして、費用をまかなえるようするという方法があるが、それでも、初期投資は必要なのには変りがない。

6.1.4 人的資源や設備の不足

マイクロファイナンス機関にせよＳＰＣにせよ、十分な人的資源を有しているかどうかという問題がつぎの課題である。マイクロファイナンス機関が資産流動化に自ら携わるとすれば、事務手続きのために追加的な人的資源を必要とするであろう。とくに細かなローンが多数ある場合にはその管理の為に、人的資源の充実に加えてコンピュータ投資も必要となろう。この場合も重要なのは資産流動化による資金調達上のメリットと、全体的な費用との均衡点をはっきりとさせることである。

では、海外ＮＧＯがマイクロファイナンス機関に資産流動化を勧めたらどうか。この場合、海外（とくにアメリカ）のＮＧＯには国内の資産流動化を通して身につけた経験がある。これをマイクロファイナンス機関に技術協力の形で提供することができる。必要な場合は人材の派遣も考慮の対象とすべきであろう。また、ＳＰＣの設立においても技術協力のほか、自らが海外でＳＰＣとして証券発行および売りさばきの業務を通じて途上国のマイクロファイナンス機関を支援することが考えられる。

そのほか、投資銀行が収益をあげるために途上国のマイクロファイナンスの資産流動化に関与してくるかもしれない。このような場合はＳＰＣの設立などは彼らの資源が有効に利用されるであろう。ただし、国内におけるローン債権の管理はマイクロファイナンス機関に委ねられることになるので、その人材育成は欠かせない。

いずれの場合にせよ、コンピュータなどの必要機材を外国からの援助に頼るのは悪くない考えである。その際、人的資源開発のための訓練を忘れずに抱き合わせておかねばならない。訓練を誰から提供されるのが良いかは既に述べたとおりである。

6.1.5 金利水準の不明確さ

金利水準が不明確であるという点は、マイクロファイナンスの資産流動化を考える上で重要である。当初このような証券が発行されたとしても適切な金利水準を決めるのは容易なことではない。資産流動化の大前提として、市中の高利貸しが要求している水準の金利は高すぎる、という見方があるが、では、レベルが借り手のリスクを正確に反映した金利水準になるのかというのは、かなり難しい判断を要する。

通常の金利判断基準は、債務不履行率、為替変動率、政治の安定性などである。マイクロファイナンスの資産流動化に際しても、投資家達は、格付機関がこれらのリスクを勘案して与えた証券の格付に頼らねばならなくなる。格付機関が与えるレーティングが低すぎれば誰も買い手がつかなくなる。とくに海外の投資家からすれば、わざわざリスクのある証券に投資するからには、それなりの収益が期待されなければ手が出せない。かといって、金利水準があまり高くては市中の高利貸しと変らなくなる。

また、国内型と国際型では取り扱いが異なってくる。

国内型では、リスクは基本的には借り手の信用リスクを限度としている。そこで、金利水準もその信用リスクを補償できるように設定する方策を講じればよいことになる。

国際型では、借り手の信用リスクに加えて、より多くの関係者を含むようになるのでその人件費を反映せねばならないし、また、為替リスクのヘッジに要する費用も考慮の対象にせねばならない。

いずれにせよ、妥当な金利水準を事前に導出するのは非常に困難であるため、ＳＰＣが販売を行う際には何度かインディケーションを出してみて市場の反応を見ながら対処するよりほかあるまい。

6.1.6 流動性リスクと為替リスク

国際市場型モデルについていうと、外国通貨を巻き込むため、流動性リスクと為替変動リスクという課題が生じる。

途上国の為替市場は弱体で、規制が強い場合が多い。ＳＰＣが為替リスクのヘッジを必要としても満足に実施できないとすれば、国際市場型モデルそのものが成り立たなくなる。

この問題に対する簡便な対処方法はない。資本市場と外国為替市場を発展させ、規制のない市場をもつ他ないのだが、これには金融当局の指導と協力が不可欠である。

6.2 政策的課題

政策課題としては、金融政策上の課題、金融グローバリゼーションとの関係、法的課題の３点が挙げられる。

6.2.1 金融政策上の課題

金融政策上の課題では、資産流動化と政策との整合性の問題がある。政府が貯蓄を勧奨している時に、資産流動化は反動的に見えるかもしれない。

政治判断が下される必要があるとは思うが、グローバリゼーションのなかでの傾向としては資産流動化を含む証券化がみられる。本来、資本市場と貯蓄増強政策とは同時に達成し得るものであろう。商業銀行に資産流動化事務を許し、貯蓄と証券化業務の両者を同時に発達させてはどうか。証券化は必ずしも貯蓄行動の代替ではなく、貯蓄を補完するものだから。商業銀行にとっても、オフ・バランスによる資金調達の市場を創り出す事になり、決して損ではない。

6.2.2 金融グローバリゼーションとの関係

国際市場型モデル関する問題として、資産流動化が外国からの資金流入をもたらし、金融のグローバリゼーションに拍車をかける、という問題が提起されよう。こうなると、政府としても規制を廃止することを求められるであろう。市場が国内成因だけでなく損なわれる恐れもでてくる。

この問題は政治的判断で対処されるほかない。

6.2.3 法的課題

資産流動化の法的背景は国によって異なっている。依然として貸付債権の流動化を認めていない国もある。債務不履行となった再建の取り扱いも国毎に異なっており、標準化した法的な取り扱いを定めることは困難であろう。財産権の定義や法律関係機関のあり方も国ごとに異なっている。

マイクロファイナンス機関の資産流動化プログラムを設立するためには、これらの法的課題について国別に対処するほかない。

7. 結語

マイクロファイナンスにおいて資産流動化を導入するのは、資金調達の方法としては実現可能な手法であろう。資産流動化を導入する大きなメリットとしては、低金利による資金調達に加えて、資金調達の事務機能分散を図ることができる点である。預金を集めなくても資金を提供できるようになるという点は、その最も重要な点である。そうすることによって、マイクロファイナンス機関は自身の資源配分を資金提供の方にまわして、より有効に利用することが可能となる。また、自身で資本の増強を図るよりも資産流動化を利用したほうが季節変動による需要変動に対処しやすいし、長期と短期の資金調達・供給のミスマッチにも対処しやすい。資産流動化はオフ・バランスによる資金調達を可能にし、それゆえに限られた資本の有効利用につながる。

利用者からすれば、資産流動化により資金調達コストが下がれば、その分のメリットを享受できる。高利貸しのように高収益をもくろんだ金利水準が適用されるわけではなく、市場金利が適用されるからである。

本論では試みにさまざまな課題を挙げ、対処方法を考察した。本論の守備範囲はあくまでも一般的な枠組みを提示し、今後の具体的な検討方向を示したところに留まる。

そこで国毎での細かな事情の違いに触れて検証するところまでは及ばない。しかしながら、資産流動化の基本的な構造は変らないので、それぞれの国にあった方法で資産流動化の方法を改造しながら、もっとも適した形で利用するよう具体的な検討の方向性は示したつもりである。

マイクロファイナンスにおいては、いったん資産流動化のめどがついたならば、それは必ずや国際市場型モデルに展開するはずである。なぜならば、国内市場型に比して国際市場型モデルのメリットはあまりに大きいからである。そうすれば、マイクロファイナンスの資産流動化はたんなるマイクロファイナンス機関にとっての資金調達という意味以上に、外国資

本の直接投資の機会をつくり出す仕組みになり得る。

また、マイクロファイナンスは国際市場型にならなかったとしても、国内でのインフォーマル・セクターやＮＰＯへのファンディング・ソース足り得る点は重要である。これは特にわが国において、ＮＰＯの活動資金、とくに運転資金を賄う仕組みとして、公的保証の利用方法を含め、新たに有効な資金供給メカニズムを生み出す潜在性を有している。この点に焦点を絞った研究は将来の研究課題として残したい。

参考文献

書籍：

Berenbach, Shari and Diego Guzman. (1994) "The Solidarity Group Experience Worldwide," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Boomgard, James J. and Kenneth J. Angell (1994) "Bank Rakyat Indonesia's Unit Desa System: Achievements and Replicability," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Brugger, Ernest A. and Sarah Rajapatirana. eds. (1995) **New Perspectives on Financing Small Business in Developing Countries**. Institute for Contemporary Studies. California.

Clark, Kim. (1997) "On The Frontier of Creative Finance," *Fortune* April 28, 1997.

Glosser, Amy J. (1994). "The Creation of BancoSol in Bolivia," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Holt, Sharon L. (1994). "The Village Bank Methodology: Performance and Prospects," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Kendall, Leon T. and Michael J. Fisherman. eds. (c1996) **A Primer on Securitization**. MIT Press. Cambridge, Massachusetts.

Magill, John H. (1994) "Credit Unions: A Formal-Sector Alternative for Financing Microenterprise Development," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Rhyne, Elisabeth and Maria Otero. (1994) "Financial Services for Microenterprises: Principles and Institutions," in *The New World of Microenterprise Finance: Building Healthy Financial Institutions for the Poor*, edited by Maria Otero and Elisabeth Rhyne. Kumarin Press. Connecticut.

Web pages:
Community Reinvestment Fund.http://www.crfusa.com
Peoples Fund.http://www.peoplesfund.com

インタビュー：
Official of the Bank of Tokyo-Mitsubishi, Products Development Division, April 28, 1998.
Cesar Lopez (ACCION International), April 29, 1998.

講義：
Hatice Jenkins (HIID), February 9, 1998. "The Answer is Microcredit. What is the Question? The Misconceptions and Challenges of Microfinance."