

第1章 新たな「金融論」

1.金融論の射程と「周縁」-オルタナティブなファイナンス論の必要性

金融論という学問領域の確立の背景に、その中心的テーマとしての「金融理論」の深化と展開があることは、議論を俟たないと考えられる。今日みられる数多くの『金融論』のテキストの目次において「金融理論」が占めるものからも、それは明らかといえよう。

金融理論は、経済学という大きな枠の中における「理論経済学」に譬えることができるのではないか。摩擦によるロス（取引コスト）が発生せず情報伝達やその判断の不完全性も想定しない、いわば真空状態中でのそれ自体質量をもたない点のような主体による金融行動の分析と検討。それを起点として発展を遂げてきたものが金融理論そして金融論であるとの指摘には、一定の同意を得られるものと考ええる。

もちろん経済学の発展と同様に、今日の金融論は進化を続けており、「真空中」ではない現実世界の実態に即した分析も視座に組み込まれている。金融工学における金融デリバティブ等の考え方は、不完全合理性や情報コスト等の存在を前提とした、現実の市場を分析しそれに対応するためのツールといえる。それらの展開は、現実の金融活動の現場、現実の金融サービス供給主体（金融機関）からの実用的要請に応えるべくなされてきた「進化」と考えられるのではないか。

ところで今日、金融工学のような金融そのものにかかる手法ではないような種類の、現場からの要請が高まってきている。現実の金融機関は、社会において実体として活動をおこなうゆえ、それをとりまく様々なステイクホルダーの、暗黙のもの、現実化が想定されるものも含めた要請に応じること、いわゆる社会的責任が強く求められはじめている。例えば世界銀行グループの国際金融公社が、自身の持続可能性基準（sustainability standards）の強化に、今日取り組んでいる¹。世銀、IFCのように、影響力を有する特定のステイクホルダーからそれを求められたことを起点とはせず、自発的能動的に持続可能な社会の形成に取り組もうとするならば、行動にあたっての指針が求められる。

金融機関のそのような行動の視座として、「金融 CSR」や「CSR 金融」という論点が近年提起されている²。それらの緒に就いたばかりの研究領域は、金融論という括りの中では

¹ 国際金融公社のウェブサイト” Review and Update of IFC Sustainability Framework”の頁を参照。 <http://www.ifc.org/policyreview>

² 『季刊個人金融』2008年秋号では、特集「金融 CSR と CSR 金融」が組まれた。なお同特集で、川村(2008)は金融 CSR を「一企業として金融業務のプロセスにおける自社の CSR 経営の確立」、CSR 金融を「金融機能を通じた社会的課題の解決に向けた取り組み」と定義

現時点ではあくまで周縁的なものでしかないかもしれない。しかし金融という事業活動自体に、他の経済活動を円滑化するという独特の機能がある以上、括りの中の一領域としてその深化を図ることは、金融論にとって必要な進化の一つと言えないだろうか。

そこで展開されるべき論においては、なんらかの事例や現象から着想されたものや、社会学等他の学問領域の知見の導入はありうるべきと考えられる。とはいえ、括りに属する以上は、論じる対象が恣意的であるとの批判を避けるためにも、金融論的／経済学的社会観・理論体系と齟齬のないこと、語られるべき必然性の論旨が明確であることが求められるであろう。

2.ステイクホルダーからの要請 オルタナティブな金融論と個人金融の可能性

次にその新たな要請に関して、金融機関の行動に影響を与え、それによって金融論に影響を与えるところの、金融機関の利用者顧客の近年の動きと、その背景となる指向の変化について、概観しておこう。金融機関の「顧客」には、資金の預託を得る調達先顧客と、投融资の対象となる運用先顧客の2種類があるが、調達先顧客からみていこう。

調達先顧客にとって、金融機関への資金の預託はリターンを求めての「投資」である。このリターンについて、出捐金額を上回る金額の回収を期するファイナンシャルなリターンとするのが、金融論の基本的な考え方であった。ところが、投資のもたらす成果が回収金額に反映されることを必ずしも目的とせず、投資という行為に伴う影響力の行使と、それによる人々や社会の変化を目的とする、オーソドックスな金融論の視点からは投資と呼びがたいような行動が、豊かな社会の到来と価値観の多様化に伴い脚光を浴びはじめた。いわゆる社会的責任投資 SRI (socially responsible investment) である³。そのような「投資」行動は、近年では「インパクト投資 (impact investment)」とも称されている。

それが社会運動の一つの方法に止まるものであったなら、投資の周縁的な一手法として片づけることができたであろう。しかし、2000年頃より金融界としてその一部をとりいれる動きがみられはじめた。年金基金に対して、「社会性や環境性、倫理性」を運用にあたっての基準としてとりいれるならそれを明示すべしとする、2000年7月に発効したイギリスの年金基金法の改訂や、環境性や社会性を運用基準に入れることは、必ずしも金融機関の受託者責任 (fiduciary duty) に反するものではないとする見解が、アメリカでみられはじめたこと⁴などである。さらに、“ESG (environment, social & governance)”が企業経営

している。

³ 経済性だけでなく社会性も考慮した投資。従来の投資において外部効果とされ必ずしも考慮されていなかった、投資に伴って投資関係者に及ぼす影響力が積極的に用いられ、企業に環境や人権等について配慮を求めることなど、経済的価値に換算が困難なリターンや投資家自身以外の者にとってのリターン (社会的リターン) も目的とされる。「スクリーニング」、「エンゲージメント」、「コミュニティ投資」の3つの手法がある。

⁴ 例えば、反 SRI の論客教授が、2004年に American Enterprise Institute の会議で消極的ながら部分的承認に転じた報道 (Baue(2004)) を参照。

において、「マテリアル」な課題であるとする認識の広まりから、投資における ESG の重視を謳う国際連合の責任投資原則 PRI(Principles of Responsible Investment)に、今日多くのメインストリームの機関投資家が調印しているという状況に至っている⁵。投資において環境や社会といった要素を考慮することは、それがファイナンシャルなリターンへつながることへの期待を内包する形で、「メインストリーム化」が進んできたと考えられる。

金融機関の調達側顧客が、インパクト投資であれ ESG 重視の投資であれ、直接的かつ短期の金銭的リターンよりも社会性等を優先させる動きは、もはや周縁的と看過することができないということである。そして、そのような動きは、アーリーテイカーとしての個別投資家による行動から始まっていることも、注目すべきであろう。

1986年に設けられたアメリカの中低所得者層向け住宅建設に対して投入した資金に関する税額控除制度 LIHTC (Low-Income Housing Tax Credit) について、これへの資金投入の実績にかかる報告書が 2009年に発表された (Ernst & Young (2009))。同報告書では、制度を利用した投資家等について開示されており、当初は”individual”の資金が多くを占めていたものの、次第に”institutional”の資金の比率が増えていったこと、過半を占めるものの交代が 1993-4年に起きたことが、表わされている⁶。中低所得者層向け住宅建設への投資は、まさしく SRI の 3分野の一つであるコミュニティ投資に該当する。個別投資家が SRI のアーリーテイカーとなっている実例といえよう。当該調査ではこの個別投資家の内訳は明らかとされていないが、80年代以前の社会運動的性格が強い SRI⁷において、運動の趣旨に賛同する個人投資家の行動が、そのコアを形成していたことと符合するものと考えられる。

次にもう一方の、運用先顧客についてみていこう。こちらについても、近年新たな論点が提起され始めている。次章にて詳述するが、金融機関はその資金の運用にあたり、資金の真の拠出者の代理人として受託者責任を負うものであり、これに加えて市場における情報の非対称性と取引コストの存在から、一部の顧客層がその運用対象から審査以前に除外されるという現象がおこる。それら除外されてきた顧客層の中に、社会性を重視する事業者である社会的企業が存在する。ところが、今日先進国途上国を問わず社会的企業の活用が叫ばれており、それへの金融支援が取り組むべきテーマとなりつつある⁸。我が国におい

⁵ PRI の 2009 年度のアニュアルレポート (Principles for Responsible Investment (2009)) によると、2009 年の 5 月時点で PRI の調印者は 36 カ国の 538 社にのぼり、その運用資産は 18 兆ドルを超えている。

⁶ Ernst & Young (2009) pp5-6. なお同レポートでは、機関投資家の投入増の要因を制度の恒久化とデータの蓄積による環境の整備に求めている。これも Fiduciary Duty と関連付けて理解できよう。

⁷ アパルトヘイト政策を続けていた南アフリカで事業を継続する企業に対するアンチ・キャンペーンや、株主になることで企業に意見を聞かせる行動などを想起されたい。

⁸ たとえばイギリスでは、2010 年の政権交代後も、内閣府が社会的企業への金融支援の取り組みへの支援をおこなっている。Funding Central ウェブサイトを参照。

<http://www.fundingcentral.org.uk/Default.aspx>

でも「新しい公共」の議論の中で、その担い手への金融支援が重要なテーマとされている⁹。ここでも「CSR 金融」への社会からの要請が、強まっているといえよう。

さらに、それら新興の社会性を有する事業者の多くは、個人事業者や小規模事業者であると考えられる¹⁰。すなわち、運用先顧客の面においても個人金融は、求められる新しい金融論に密接にかかわるテーマとなっている。

以上を踏まえ、本論文では金融論の進化に組み込まれるべき、新しい金融論の領域にかかる構想を「責任ある」金融のあり方を核として、個人金融という主題とからめながら、考察をおこなう。なお、本論文での「個人金融」概念は、野澤(2009)を参考に、「個人（消費および生業）と小規模事業者（法人格を有するものを含む）に関わる金融」と定義する。

第2章 ソーシャル・ファイナンス論とは

1. オソドクスなファイナンス論の限界とその超克

第1章で述べてきたように、金融のあり方に対して今日寄せられる要請は、金融工学等のこれまでの金融論の進化とは異なり、いわば金融の部外者であるサービスの利用者から生じたものである。要請が強まってきた背景には、価値観の多様化だけではなく、オソドクスで純粋な理論が捨象してきた部分の社会に与える影響が大きくなり、社会の関心が高まることで、もはやそれらの看過が困難になったという面もあると考えられる。そして、そのような捨象されてきたものとその影響は、オソドクスな金融理論では分析ができない。それらが存在しないことを前提として、理論展開がなされているからである。

では、そのようなものを分析する視点はどうすれば得られるか。金融サービス供給の現場において実際に具現化している社会課題を媒介とし、その背景となるロジックやそれらを取り巻く構造等を考えることで、金融論の進化形としての十分条件を満たすものを得られるとはいえないが、金融論の進化に必要とされる要素（必要条件）を求められるのではないか。このようなロジックで、次節で詳しくみていく「ソーシャル・ファイナンス（受容的で責任ある金融）論」を意義づけることができるのではないか。「ソーシャル・ファイナンス論」は、具体的な社会的課題として金融排除現象に着目し、それをめぐる構造や背景を分析することで、金融機関が現実に対峙するときに求められる視点を提示するものであり、それゆえに金融論の「進化」に貢献できるものとする。

2. 金融排除現象から考えるオルタナティブ

市場の失敗の具現化としての社会的課題である金融排除現象について考えていこう。具体的現象としてのそれは、アメリカにおけるレッドライニング問題や、イギリスにおける

⁹ 内閣府「新しい公共」円卓会議の議事録資料等参照。 <http://www5.cao.go.jp/entaku/> それに先立つものとして経済産業省(2008)「ソーシャルビジネス研究会」報告書も参照。

¹⁰ これもまた、後述するように審査対象からの事前除外の一要因であった。

ファイナンシャル・エクスクルージョン問題などが有名である。いずれも、ある特性を有する主体に対して、金融サービスの供給対象から事前に排除をおこなう現象といえる。それぞれについての詳しい説明は本論文の趣旨から離れるので割愛するが、それが社会に対してもたらしうる悪影響（金銭という資源にアクセスする権原¹¹を剥奪することにより、その対象を社会的排除のメカニズムにより貧困へのスパイラルに陥れる）ゆえ、それが取り組まれるべき社会的課題となっていることを、指摘しておく。

金融排除のメカニズムをそもそもの金融取引の定義に遡り、みていこう。その定義には、「資金の余剰者から資金の不足者への資金貸借に関する活動」¹²、「現時点と将来時点の間で資金の交換を行う取引」¹³や「現在のお金と『将来時点でお金を提供するという約束』の交換」¹⁴などがあるが、取引がおこなわれる時点では物的には交換（当事者間の資源の行き来）は終了していないことが、その取引の重要な特徴になっているといえる。すなわち、将来時点での資源の移動（の約束）の履行について、それを確実にするための付帯条件を付与することを含めた検討と取引可否の判断、すなわち先に資金を提供する側による与信判断が、先立っておこなわれる必要がある。

その際、情報の非対称性とエージェンシーコストの存在より、回収が可能にもかかわらず、出捐がおこなわれないことがあることが指摘されたのは、決して新しい話ではない¹⁵。しかるに、リレーションシップ貸出等、それらをどう補うかの議論こそみられるものの、それが関係者に及ぼす影響については、金融論周辺においてはなされてこなかった。

与信判断について、さらに詳しくみていこう。情報の非対称性ゆえに、完全な与信判断をおこなうことはそもそも不可能であるし、一方、判断の精度を上げるために可能な情報を集めようとすればするほど、それに要するコストは増える¹⁶。つまり与信判断をおこなわないことが、収益性の視点からは合理的である場合が考えられる。酒井・前多(2004)の指摘したリレーションシップ取引¹⁷の対象からの事前の排除がおこなわれることで、一部の主体はそもそも金融市場に入れないといった事態が発生する。

具体的には、①返済の履行がなされない場合の代替回収手段としての担保の提供が困難そうなもの、②取引金額規模が小さく固定的与信判断コストのカバーが困難と想定されるもの、③類似取引の蓄積がないため既往の判断補助材料が使えないもの、④返済の意思にかかる推定の困難が予想されるもの、⑤返済能力の推定の困難が予想されるもの、などの属性をもつものは、与信判断がコスト高となることが想定されるため、判断対象から事前

11 センのいう「エンタイトルメント」(Sen (1981) 参照) の意で用いている。

12 石川、花輪(1985)。

13 酒井、前多(2003) p2。

14 池尾和人(2010) p12

15 Stigritz and Weiss(1981)。

16 判断の不備を契約で補おうとするとこれもコスト増につながり、かつ、契約不履行発生の際のサンクションも実効性をもつか不確実である。

17 酒井、前多(2004) 第1章と第4章参照。金融市場のもう一つの取引形態である市場取引は「取引の対象が規格化された金融商品」(p78) であるため。

に外される可能性を有する¹⁸。カロミリスらの指摘した同一性の欠如という要因は、この③④⑤に該当するといえよう¹⁹

アメリカのレッドライニングは、インナーシティ住民の多くがマイノリティ層を多く含む貧困層であるという統計的推定²⁰に従い、①から⑤のすべてをもつ可能性ゆえの事前排除行動と考えられよう。イギリスの例も、被排除者層の属性分析²¹を勘案すると同様の構造によるものと考えられる。

我が国のソーシャルビジネス／コミュニティビジネス（SB/CB）など、「新しい公共」を担うべき主体となる企業やNPO法人の金融調達の困難性も、上記で説明ができる部分が多い。それらの多くが小規模事業ゆえ①②で撥ねられることがあろう。NPO法人は10年前の新設法人制度であり、積極的な取引が行なわれてきていないため③でも撥ねられうる。またわが国では公益的事業の担い手が、主に行政と公益法人等に委ねられるような社会分業が長く続いてきたため、それら以外が公益的事業に取り組んだデータの蓄積がない。ゆえにそもそもソーシャルビジネスは③に該当しがちとなる。金銭的リターンの追及を目的としないことを公言する主体²²は③から⑤に該当する。現状多くのSB/CBの担い手が、事業体のマネジメントよりもミッションの追及（社会的課題の解決）を重視しがちであることは、④⑤に抵触する。

金融排除が社会的課題となるのは先に述べたように、その対象となった者が金融市場に入れず、資金の運用調達に関して著しい劣後状態におかれることである。それは公平・不公平の問題を超え、社会にとっての不安定要因となるのはもちろん²³、そもそも市場メカニズムを利用したくても利用できない者が発生するという意味で、市場メカニズムの汎用の否定につながりかねないことに留意すべきである。

企業の社会的責任をめぐる議論のように、金銭的リターン追及視点のみからの合理性が今日問われていることを忘れてはならない。金融排除行動が問題視されていることの背景を考える必要がある。そのためには、そもそもの金融（機関）の機能、役割から考える必要がある。

¹⁸ この④と⑤の要因は、山岸(1998)の、「相手の意図に対する期待」と「能力に対する期待」を下敷きとしている。

¹⁹ Calomiris, Kahn & Longhofer (1994)

²⁰ もちろんアローの「統計的差別」(Arrow (1973)) を念頭におくものであるが、ここではその「深層」部分の検討をおこなっている。

²¹ Kempson & Whyley(1999)によると、排除の対象には①通常現金しか使わない年配者(70歳超)、②若年であるために未取引となっている若年家計保持者、③安定した仕事に就く前にシングルマザーとなった者、④安定した仕事につけないパート等の周縁的労働者、⑤言葉や文化でハンディを持つ民族的マイノリティの5グループがあるとされる。

²² ソーシャルビジネスの定義に確定的なものはないが、2006年にノーベル平和賞を受賞したグラミンバンク創始者ムハマド・ユヌスによる定義では、利潤の最大化、利益の外部流出を是としていない。ユヌス(2008) pp54-5 参照。

²³ 金融排除ではないが、EUがその上位概念たる社会的排除に対して積極的に取り組む理由は、それがEU社会の統合を妨げる不安定要因につながるからである。

それにもかかわらず、金融の機能と役割、そこから導き出されるはずの金融の公益性という主題は、金融論のテキストで手薄な部分であった。金融取引の有する機能、そもそもそのような活動がなぜおこなわれるのか、その社会にもたらすものについて掘り下げる分析は、藪下(1995)²⁴などの数少ない例外をのぞき、ほとんど見られなかった。また「金融機関の公益性」は、現実の社会においてしばしば聞かれる言葉であるが、なぜ金融を円滑におこなうことが公益性を有するのかについても、その説明もほとんど見られなかった。そのことが、規範論的に自明のこととしてそれが唱道される、今日の状況につながっている感がある。

資源のやり取りを「交換」メカニズムを利用しておこなう場合、藪下の指摘するように、金融取引によって配分の効率化が可能となり、それによって経済全体の生産性や厚生を高めることにつながる。これが、金融取引の機能であり、公益性の根拠といえよう。金融機関が支持を広く得て、持続可能に事業を遂行するためには、そのステイクホルダーからの要請に応じ期待される役割を果たす必要がある。ゆえに、そのサービスのユニバーサルな供給、排除をおこなわないことこそ、要請を満たす方法の重要な一つといえる。そして、それにかかる検討をすることが、今日金融論に求められる要素といえるのではないか。そのような「レスポンスブル（要請に応える）」で「インクルーシブ（受容的）」な金融のあり方、そのロジックを筆者はソーシャル・ファイナンス論と称している²⁵。

金融の社会的なあり方、インクルーシブな金融への支持は、それに積極的に取り組むヨーロッパのソーシャルバンクへの預金の流入²⁶や、マイクロクレジット機関に投入される資金の増加²⁷などに、明確にあらわれているといえる。

3.オルタナティブな金融論

現状の「金融論」に対して、金融のあり方を問い直したりオルタナティブを提唱したりする動きが、これまでになかったわけではない。それらの中でも、今日相当の存在感を有するものに「イスラム金融」がある²⁸。イスラム教の戒律に適合した金融のあり方であり、利子の取得の禁止や現物取引前提といった特徴を有するものであるが、日本の企業がそれ

²⁴ 藪下は金融の機能について、「こうした金融取引によって、取引当事者は両者とも自らの資源配分をより効率的にすることができ、また経済全体の生産性や厚生を高めることになる」と指摘している。藪下(1995)を参照。

²⁵ ソーシャル・ファイナンスの定義として、「金銭的なリターンと同様に社会的なリターンもしくは社会的配当を追求する機関によって供給される金融」(TSA Consultancy (2003))とするものがあるが、「社会的リターン」「社会的配当」のような、従来の経済理論外の新たな概念を積み重ねる必要があることから、広く訴求しうる概念とはなりづらいと筆者は考える。

²⁶ 唐木(2008)を参照。

²⁷ Gonzalez (2009)によると、マイクロクレジット機関に対して投入される自発的預金の年間増加率の、2003-8年の平均は24.5%にのぼる。

²⁸ 近年それに対する関心の高まりから関連書籍の刊行も少なくない。イスラム金融検討会(2008)、北村、吉田(2008)など参照。

に適合する債券を発行する事例等も今日少なくない²⁹。しかし、資本出資やリース契約といった形態をとるなど、直接戒律に抵触しない工夫が開発されており、今日広まりつつあるそれは、従来の金融のあり方をイスラム教の戒律にあった社会観のもとに組みなおしたものと理解ができる。すなわち、従来のあり方を問い直す視点を提示するものとは事実上されていないといえるだろう³⁰。

規模感では相当に異なるが、地域社会の活性化と金融の視点で議論がなされている「地域通貨」にかかる議論において、「価値の低減する貨幣」というユニークな考え方がその理論的バックボーンとして語られる例が日本で見られる。シルビオ・ゲゼルの自由貨幣の議論を元に、通貨を退蔵させずに流通させる仕組みを組み込んだ地域通貨を利用することで、地域社会における経済活動の活性化を目論むものである³¹。しかし時間の経過に伴う「価値の低減」とは、すなわちマイナスの利子率を意味する。思考実験あるいは限定された地域内での試行としては大変興味深いのが、現在の市場社会の大勢に受け入れられたり、従来の金融のあり方を見直す起点となるべき考え方とはいえない。

従来とは異なる金融のあり方として近年提唱されているものに、「非営利金融」、「金融 NPO」がある。藤井(2007)では、前者を「金融機能を活用して、非営利な活動や一部の公益的な事業を支援する取り組みを非営利金融と位置付ける」(pp12-3)、後者を「自分たちの力で、自分たちの意志で、必要な資金を集め、必要なところに回そうではないかという市民の活動」(「はしがき」)と定義している。前者は、前節で述べたように従来の金融機関が取り組めてこなかった部分の指摘であり、それらに取り組むオルタナティブとして登場してきたものが後者であると位置付けられよう。金融に関するトピックのこれまで必ずしも可視化されてこなかった部分を摘出し、社会的関心を喚起した点は評価されるべきと考えるが、肯定的に評価しづらい部分もあると考える。

オルタナティブを「非営利/NPO」と称するところまでは仮に譲るとしても、「既存金融機関」と「金融 NPO」を、それぞれ「営利金融市場」と「非営利金融」に棲み分けるものとしたうえで、それらをつなぐものが求められるとの指摘は、わかりにくいのではないかと。藤井が例示する「金融 NPO」には、アメリカのショアバンク³²など、既存の金融機関と同

²⁹ 直近では、2010年7月6日に野村ホールディングスがマレーシアでの約1億米ドルの調達を発表している。

<http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/holdings/20100706/20100706.html>

³⁰ イスラム的市場を交換と贈与が混交した市場ととらえる見方もある。桜井(2008)参照。

³¹ 例えば泉(2001)。このあたりは、ゲゼル研究会のウェブサイトも詳しい。

<http://grsj.org/local-currency/>

³² 筆者も2001年6月11日に同行の訪問調査を実施している。その際の Business Banking 担当 Vice President の Leon Smith 氏のインタビューでの「競合金融機関が増え利幅が以前ほどとれなくなった」との発言からは、「非営利性」は感じられなかった。また参加を許された business banking loan committee meeting での融資案件審査では、キャッシュフローを重視したオーソドックスな案件審査がおこなわれていた。筆者の「差別をおこなわないことが、最小限かつ否定されづらい”ソーシャル”」という考え方は、それらの経験を起点としている。なお同行はサブプライム危機後、預金保険公社による資産劣化懸念の警告を

じ制度的ステイタスで事業をおこなうものが挙げられているし（すなわち制度的には「既存金融機関」が「非営利金融」に取り組むことは可能ということになる）、クレジットユニオン／信用金庫・信用組合がどちらにカテゴライズされるのかも不明瞭である。また、資金の受託者としての「金融 NPO」の運用（与信判断・管理・回収）能力への疑問をもつことなく³³、「既存金融機関」の役割を、直接運用の対象は「営利金融市場」に限定し、「金融 NPO」に資金をつなぐべき存在にとどめる位置づけにも、疑問が残る。

アカデミックに地道な検討がなされているものがないわけではない。由里(2009)は、金融と地域社会との関係の考察を深めるうちに、従来の金融論の領域を超える領域に踏み込んでいる。由里は同書の主題を「地域社会の「ソーシャル・キャピタル」(相互信頼に根ざした社会的ネットワーク)、コミュニティ・バンクおよび地域 NPO・地域財団・NPO バンクといった地域内の資金仲介・協働のための諸組織、そしてそれらが連携しあった「地域の協働のネットワーク」の意義を、地域金融機関のリレーションシップ・バンキングの推進と関連づけて論じることにある」(p19)と掲げ、アメリカのコミュニティ・バンクにおいては、リレーションシップ・バンキングの遂行と地域の協働ネットワークとが相乗効果を挙げていることをいくつかの事例から引き出し述べている。そして、彼地でしばしば聞かれる概念“social fabric”を「協働とまとまりのある地域社会」と訳し、それは決して「与件」ではなく積極的な維持と増強が必要であること、地域金融機関は事業を通じてその維持と増強に取り組むことで、一方その果実を得ることができると述べている。

同論考は第一に、リレーションシップの相手を個別顧客から、その営業基盤たる地域社会全体に広げている面がユニークであると考えられよう。健全な金融機関の運営のための直接的な金融収益獲得のため以外の活動も、事業運営上重要となりうることを指摘しているとみることでもできる。金融機関のマネジメント視点を起点としても、金融 CSR／CSR 金融には到達可能であることが示されている、とみることでもできよう。とはいえ、アウトリーチの具体的対象の明確化やそのロジックといった、何がなぜ求められるのかという必要条件部分までは踏み込めていない感があり、配慮の必要性までしか主張できない。そのた

受け、2010年5月、多くの主流的金融機関からの出資を受け入れると同時に、大手銀行 Bank One の前副会長を創業者会長に代わる新会長として受け入れることが公表された。

³³ 運用能力への信頼なくして、資金の受託者たる「既存金融機関」は「金融 NPO」に資金をつなぐことはできない。運用対象（NPO バンク）の持続可能な運用能力は、看過できない前提要件である。藤井の指摘する欧米でのそれを支える仕組みの代表例たるアメリカの地域再投資法でも、その条文（12 USC Chap.30, Sec.2901(b)）に金融機関としての安全性と健全性との調和が前提であることが明記されている。しかるに、日本の現状の「NPO バンク」の場合、最も大きいところでも資金量が 2 億円規模程度である。それが市中金融機関より低金利で貸出をおこなうことで、得られる金利収入＝運転資金の規模は知れよう。貸出審査では近隣金融機関等から無償の協力を得られても、貸出実行後のきめこまかい管理は困難であること（それが規模の拡大ができない理由の一つになっていること）を、中小企業基盤整備機構経営支援情報センターの平成 20 年度ナレッジ調査事業「事業型 NPO 法人・支援型 NPO 法人の現状と課題」に関与の際に実施した複数の NPO バンクとその関係者に対するインタビュー調査で、筆者は再確認した。

め、個人金融的視点には届いていない。さらに、課題解決的視点で述べるならば、コミュニティ・バンクの中には、その現在有している”social fabric”を護持するために、それに従うことができないものを排除してしまうものが現れる可能性も指摘できる。

4. ソーシャル・ファイナンス論と個人金融

本論文では、ソーシャル・ファイナンスの具現化事例としてのアメリカのコミュニティ投資に注目し、個人金融をキーワードとして、それが実態的に受容的であることをその運用先との取引状況をみることで確認する。それが受容的であるならば、運用先顧客の属性において、伝統的金融機関が得手としない先柄が少なからず存在することが想定されよう。

また一方、コミュニティ投資を支えるものであるその調達先についても、同じく個人金融をキーワードとして、その実態の調査検討をおこなう。コミュニティ投資における出捐者の求める「リターン」は、本章 2 節でみたコストの存在から、必ずしも金銭的リターンの最大化ではなく、投入元本を上回る程度の金銭の回収とその投資が社会にもたらすインパクトであることが想定される。インパクトの追及は、純粋な市場の主体で資金の媒介者（受託者義務を負うもの）の行動として全面的に妥当とは言い難いこと、受託者としてではなく自らの可処分資源の運用（投資というより消費的性格ももつもの）としておこなわれるべきと考えられるからである。すなわちその出捐者としては、コミュニティ投資の受益者である個人金融主体と同一ではないことが想定されるが、やはり個人金融主体であることが想定されよう。

第 3 章 コミュニティ投資

1. コミュニティ投資とそれをめぐる構造

コミュニティ投資は、第 1 章でも触れたように SRI の一領域とされるものであるが、必ずしも明確な定義のうえで論じられているわけではない。SRI 推進団体ソーシャルインベストメントフォーラムと、環境面でより持続可能な社会を目指す市民団体グリーンアメリカによって運営され、その推進に取り組むコミュニティインベストメントセンターのウェブサイトにおいても、それに含まれる機関等について混乱が見られる³⁴。それを定義することは本論文の目的ではないので、ここでは同センターの説明の趣旨を踏まえ、(1) それを事業目的とするコミュニティ開発金融機関 CDFI (community development financial institutions) や、(2) 行政による地域開発促進制度を利用して、”under-served”な（劣後

³⁴ Community Investment Center のウェブサイト参照。 ”What is Community Investing” のページではその担い手を CDFI とする一方、 ”Community Investing Industry Structure” のページでは、地域住民の事業を支援する中間支援的社会的企業も含めている。そのような事業者も、後述の CDFI 基金が認証する地域投資機関 CII s (community investment institutions) にあたるためと考えられる。この後者が「行政による制度」に該当する。
<http://www.communityinvest.org/index.cfm>

した状況に置かれている) 地域に対して、寄付ではなく資金回収も見込みながら資金を投入することとし、論を進めたい。

とはいえ、コミュニティ投資という言葉自体、金融論の文脈においては必ずしも広く知られている概念ではないと思われるため、検討に先立ち、簡潔に概観しておこう。

アメリカにおいて、「偉大な社会」政策による繁栄と富裕化の一方で、都市中心部 (inner city) や農村部などの「衰退するコミュニティ」が、1970 年代頃より取り組むべき社会的課題と広く認識されてきた。これに対する行政や開発事業者等の主導による施策が十分な成果を上げられない一方で、80 年代以降、地域住民自身による自立的で自律的な経済開発 (community economic development) が一定の成果をあげる例がみられはじめ³⁵、それに対して支援をおこなう開発手法が脚光を浴びはじめた。90 年代、CDFI に当時の大統領クリントンは注目し³⁶、1994 年に財務省の外郭に CDFI 基金 (次節で詳述) を設けたり、地域再投資法の改訂³⁷をおこなうなど、行政による制度的支援の取り組みが積極的になされた。それらの地合いを受けつつ、SRI に対する関心の広まりや推進団体によるキャンペーン³⁸等もあり、「地域への投資」に流入する資金は次節で示すように、増加を続けてきた。

2. 具体的な「投資」のあり方

では、コミュニティへの資金供給がどのようにおこなわれるか、前節の (1) CDFI と (2) 行政による地域開発促進制度について、詳しくみていこう。なお後段でみるように (2) を背景として (1) へと流入する資金もあるため、両者には重複する部分がある。

(1) CDFI

CDFI は、まさに伝統的金融機関から排除されがちであった地域住民による事業活動に、さまざまな金融サービスを提供する金融機関である。その業態によって以下の 4 つに分類され、それぞれ形態に応じた機能を果たしている。なお、調達と運用の状況については次章以降でも別途論じる。

① コミュニティ開発銀行 (CDB)

営利企業 (商業銀行および貯蓄貸付機関等) の形態で社会的な総合金融サービスの提供を行う。預金保険の対象となる預金 (それゆえ預金保険機関等の金融当局の監督下におかれ、当局の求めるアカウントビリティを要する) を広く一般市民、企業から集め、主に企業や不動産開発業者、個人の住宅資金等に対して貸出の形態で資金の供給を行う。

³⁵ 例えば、日本青年奉仕協会、明治生命共編 (1999) など。

³⁶ クリントンは大統領就任前のアーカンソー州知事時代に、域内活性化のためのコミュニティ開発銀行サザン・バンコプの立ち上げに関与し、その有効性を認識していた。

³⁷ 地域再投資法の 1995 年の改訂で、CDFI に対する預金や貸出等の出捐を含む「適格投資 (qualified investment)」を評価する「投資テスト (Investment Test)」が、新たに加えられた。

³⁸ 上述のコミュニティ・インベストメント・センター主導の”1% or More in Community Campaign”は、文字通り運用資産の 1% 以上を地域への投資に振り向けることを呼びかけるもので、「寄付」に勝る「投資」のメリット (資金の反復利用が可能) が主張された。

②コミュニティ開発クレジットユニオン (CDCU)

単一の「コモン・ボンド（共有されたつながり）」を持つ者の集まりを基盤とするクレジットユニオン。預金保険の対象となる預金を、組合員となる個人や広く一般市民や団体等から集め、組合員である主として個人事業者に対して貸出の形態で資金の供給を行う。

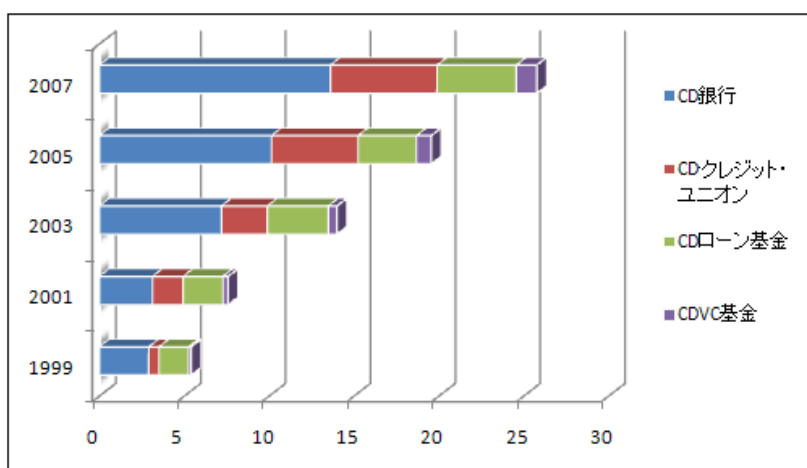
③コミュニティ開発ローン・ファンド (CDLF)

主に融資関係に機能を限定し、コミュニティ開発他の社会的事業を支援する。預金保険対象の金融機関には対応が困難な、より多様なニーズに対応が可能。債券発行や借入等で財団や基金、機関投資家等から資金を調達し、NPO や小規模・個人事業者・不動産開発プロジェクト等に対して貸出の形態で資金の供給を行う。

④コミュニティ開発ベンチャー・キャピタル・ファンド (CDVCF)

債券発行や借入等で財団や基金、機関投資家等から資金を調達し、雇用の創造等で地域に貢献しうる企業に対して主に出資の形態で資金の供給を行う。一般的な融資よりも期限等の設定を緩やかにすることが可能である。

図表 1：アメリカ CDFI の資産規模推移 （単位：10 億ドル）



出典：Social Investment Forum のトレンド・レポート 1999 から 2007 年版より筆者作成

CDFI への資金流入は、SRI の他の 2 つの領域への資金の急速な流入が止まった 2003 年以降も、増加を続けてきた（図表 1 参照）。

(2) 行政による地域開発促進制度

アメリカの連邦や州政府による地域開発促進のための制度は、第 1 章でふれた LIHTC など多種多様に亘っているが、ここではまさにコミュニティ投資の活発化支援を目的に設置された、前節で紹介した CDFI 基金³⁹による取り組みについてみていこう。

CDFI 基金の事業は、当初、①CDFI を支援したり直接コミュニティ経済開発に関わる一般金融機関を表彰する「バンク・エンタープライズ・アワード・プログラム」と、②CDFI

³⁹ 詳しくは CDFI 基金ウェブサイト参照。 <http://www.cdfifund.gov/index.asp>

に対する金融・技術支援等を行う「CDFI プログラム」、③ネイティブ・アメリカンの事業活動に金融面の支援を行う「ネイティブ・イニシアティブズ」から始まり、のちに2000年に④地域開発に携わる主体に対する投資に対して課税上の特典を与える「NMTC (New Market Tax Credit) プログラム」、さらにサブプライム問題に発する金融危機を経て、2010年に⑤住居の購入者に金融教育をおこなう優れた団体を表彰する「金融教育とコンサルティング・プログラム」と、⑥居住用不動産の開発や管理に携わる団体を助成する「CMF (Capital Magnet Fund) プログラム」が加えられた。また②と④に関する付帯事業として、それぞれの対象としての適格性を認証する事業もおこなっている。本論文ではそれらの中でも、一般投資家によるコミュニティ投資に対して直接的な恩典を与える NMTC プログラムについて、詳しくみていく。

NMTC プログラムは、CDFI 基金が認証したコミュニティ開発主体 CDE (Community Development Entities) に対して投資を行った場合に、一定金額の税額控除を認める制度である。控除額は1年目から3年目までが投資金額の5%、4年目から7年目が6%で、7年間合計で39%の金額が税額控除となる。CDE には CDFI だけではなく、地域住民の事業を支援する中間支援的社会的企業も認証される。この仕組みは、政府が事前にその大枠を決めるものの、具体的な公共的な事業に対する投資の資金を直接的には政府が負担しない、ユニークなモデルといえよう。このプログラムを通じて地域社会に投入された資金は、投資約束(コミットメント)分を含めると設置以来の9年間で、約170億ドル近くにのぼる。ただし、2008年秋のサブプライム危機の影響か、2008年以降の失速感は否めない(図表2参照)。

図表2：NMTC 適格投資の投入額推移 (単位：100万ドル)

年次	認証募集額	投資実施額	投資約束額	残枠
Round1(2001-02)	2,491	2,486	5	0
Round2(2003-04)	3,500	3,493	0	7
Round3(2005)	2,000	1,871	25	104
Round4(2006)	4,100	3,716	87	297
Round5(2007)	3,909	2,731	88	1,090
Round6(2008)	5,000	2,035	98	2,867
Round7(2009)	5,000	316	0	4,684
合計	26,000	16,648	302	9,050

出典：CDFI 基金の *NMTC Qualified Equity Investment Report* より翻訳転載

第4章 コミュニティ投資の運用先と個人金融

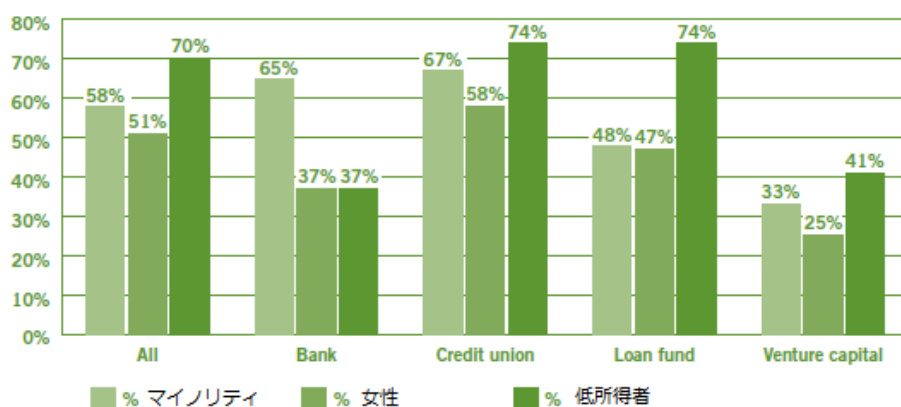
1. CDFI の運用先

CDFI に関する諸計数については、CDFI の業界団体である CDFI コアリションやオポテ

ユニティ・ファイナンス・ネットワーク OFN をはじめ、CDCU や CDVCF など業態ごとの業界団体やシンクタンク（アスペン・インスティテュート）などが協働し、CDFI データ・プロジェクトとしてデータを収集し、2001 年度より公表している。調査参加金融機関は例年 500 団体位であり、アメリカ国内で事業実施中の CDFI 約 1200 位の半数弱の計数を含むものとなっている⁴⁰。以下 CDFI のデータについては、このプロジェクトの 2006 年度報告書からみていくこととする。

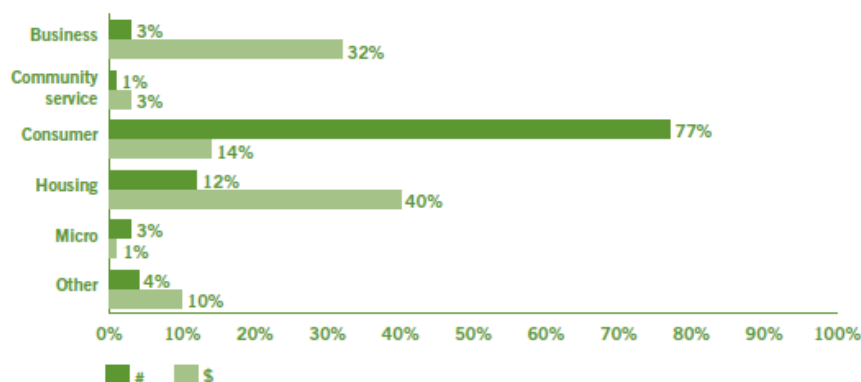
CDFI の顧客は、その成り立ち上、伝統的金融機関から相手にされない層が主体となると考えられるが、マイノリティや女性、貧困者層等の顧客比率が相当程度を占めるデータは、それを裏付けるものと考えられる（図表 3 参照）。また、貸出実行対象の内容は、件数的には消費資金が多いが、金額規模では住宅開発や事業資金が主体となっている（図表 4）。

図表 3：CDFI 顧客に占めるマイノリティ等の比率



出典：CDFI Data Project (2008), p9

図表 4：貸出実行の内容



出典：CDFI Data Project (2008), p9

⁴⁰ データ・プロジェクトの最新版 CDFI Data Project (2008) より。

中小規模ならびにごく小規模の事業者に対する 2006 年度中の貸出実行は、債務者数で 8,185 件、金額規模で 43 億ドルにのぼり、それらの事業によって 35,000 人以上の雇用が生まれた⁴¹。住宅開発は主に中小低所得者層向け住宅の開発・建設等にかかるもので、同年度中の貸出により、収入の 30%以下を家賃の水準とする住宅が約 7 万軒供給された。また消費資金貸出は、病院費用や教育や転居、高利金融業者からの借り換えや統合に用いられ、利用者の支払金利の低減に役立っているほか、貯蓄の奨励や金融リテラシー教育を実施する事業も取り組まれている。データ・プロジェクト開始以来の実行内容比率の推移は図表 5 のとおり、多少の振れはあるものの例年概ね類似した比率を保っているといえよう⁴²。

図表 5：貸出実行対象の比率の推移

項目	2002 年度	2003 年度	2004 年度	2005 年度	2006 年度
事業資金	18%	19%	17%	13%	32%
地域サービス	6%	8%	8%	9%	3%
消費資金	12%	23%	15%	24%	14%
住宅開発	60%	44%	56%	48%	40%
ごく小規模	2%	1%	2%	2%	1%
その他	1%	5%	3%	5%	4%

出典：CDFI Data Project の各年度のレポートより⁴³

なお、貸出・投資先の属性にかかるデータについては、これ以上詳しいものは得られなかった。しかし業態ごとの貸金の 2006 年の中間値（CDB：9 万ドル、CDCU：6 千ドル、CDLF：5 万ドル、CDVCF：39 万ドル）や、貸出実行対象ごとの同年の中間値（事業資金：9 万 3 千ドル、住宅開発：5 万 4 千ドル、地域サービス：12 万 7 千ドル。以外は 1 万ドル以下）⁴⁴を勘案すると、CDFI の運用にあたっての主たる対象は、規模感的には「個人（消費および生業）と小規模事業者（法人格を有するものを含む）に関わる金融」に該当するといえそうである。また、OFN によるコミュニティ投資の概説書⁴⁵での紹介事例からも、CDFI の運用先顧客の多くが「自己雇用 self-employment」として、事業をおこなうもので

⁴¹ コミュニティ投資においては、その衰退状態からの改善を測る具体的な指標として、雇用者数を用いる例が、CDVCF の効果測定ツール Measuring Impacts Toolkit などしばしばみられる。

⁴² 2007 年度以降のデータについて、CDFI コアリションや OFN に対して、数次にわたり e メールやファクスで問い合わせたが、回答を得られなかった。

⁴³ 2001 年度の数値は明らかな異常値がみられるため（クレジットユニオンがその貸出の約 80%を「その他」としたため、全体でも「その他」が約 60%を占めた）、表から除外した。

⁴⁴ CDFI Data Project (2008) p12 より。

⁴⁵ Opportunity Finance Network (2008)。

あることがみてとれる。自己雇用がなんらかの差別と関連づけられうることから⁴⁶、衰退する地域においては自己雇用者層のプレゼンスが高くなり、CDFI の融資先の多くが個人金融主体となるとの説明も可能であろう。

2.CDFI 基金 NMTC を利用した投資の対象先

CDFI 基金では、NMTC 事業開始来それを利用した投資の 2006 年までの累積実績について、2008 年に報告書として公開した⁴⁷。同制度を利用した投資の諸データについては同報告書の計数を引用する。

同報告書によると 2006 年までに実行された投資件数と金額は、1543 件で 55 億 6 千万ドル。そのうち、他の CDE からローンを購入したものが 68 件 1 億 1 千万ドル。したがって、1475 件 54 億 5 千万ドルが「真水」となる。これのうち、753 件 37 億 2 千万ドルが直接的な不動産購入の資金であり、残りの 722 件 17 億 3 千万ドルがそれ以外の資金であった。さらに 722 件の内訳であるが、不動産事業者に対するものが 204 件 5 億 9 千万ドル、最後に残った 518 件 11 億 4 千万ドルが、その他事業者に対する運転資金ということになる。

すなわち「真水」のうち、件数では 64.9%、金額では 79.1%が、不動産事業者ないし不動産の取得にかかる資金ということになる。NMTC における不動産事業（者）は、中低所得者層向け住宅の開発等にかかわるもので、すべて CDE として認証を受けたものであり、日本の不動産開発事業のイメージで考えるのは妥当というべきではないだろうが、それでも不動産関連への傾斜感は否めないといえよう。それでも、資金投入の用途は、被排除層（中低所得者層）への資源（住居）の供給により地域の状況を改善する地域の事業者への金融であり、まぎれもなくコミュニティ投資である。NMTC 認定投資の資金の受け皿である CDE について、前出の NMTC Qualified Equity Investment Report にて具体例をみていくと、CDB が LLC を作り不動産開発資金を調達している例⁴⁸や、大手銀行が同様に LLC を用い不動産開発資金を集める例⁴⁹、有力 CDLF が事業者向け融資の資金を集める例⁵⁰などが含まれていることがわかる。

ただし、NMTC による資金の供給対象が個人金融的事業主体に流れているかどうかは、制度の利用で資金を得た CDLF による融資の対象がそれらであろうことは推測されるが、CDFI 基金が公開している入手可能な資料では不詳である。

⁴⁶ 例えば Moore R.L.(1983)など。

⁴⁷ Community Development Financial Institutions Fund (2008)

⁴⁸ 2008 年度のウェインライト銀行（ボストンに立地する有力 CDB（ただし 2010 年 6 月に近隣のコミュニティ・バンクと統合を発表））による AI Wainwright LLC など。

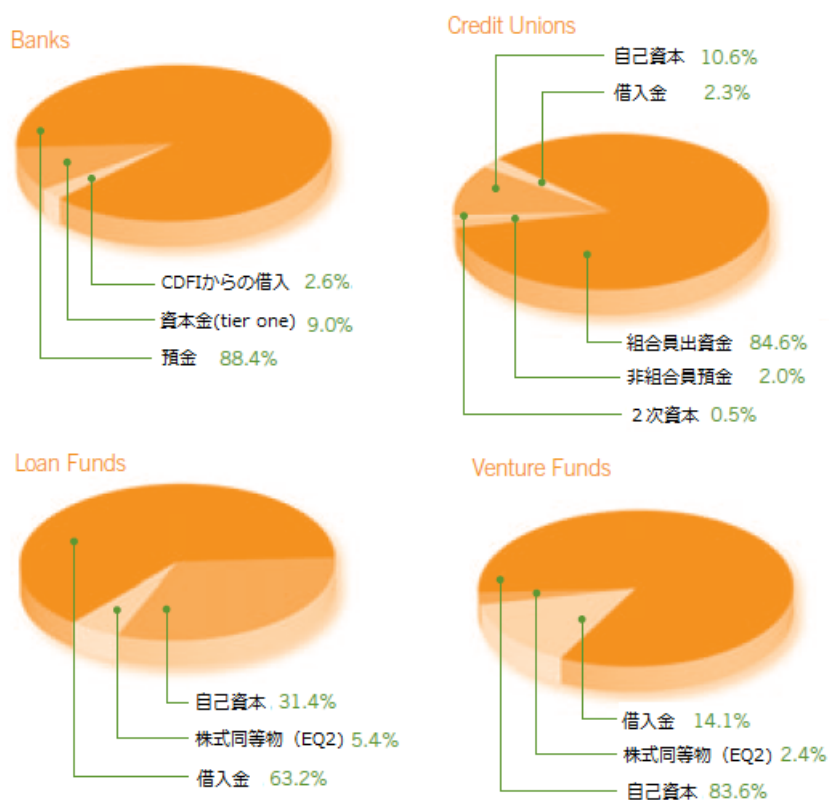
⁴⁹ 2003、06、07、08、09 年のバンク・オブ・アメリカの Bank of America CDE, LLC など。

⁵⁰ 2003、06、08,09 年のボストン・コミュニティ・キャピタルなど。

第5章 コミュニティ投資の調達先と個人金融、考察

1.CDFI の調達先について

図表 6 : CDFI 業態ごとの調達構造



出典 : CDFI Data Project FY2006, p7

CDFI がどのような資金を得ているかについて、詳細にかかる公的な資料は今日存在していない。前章で利用した CDFI データ・プロジェクトでは、4 業態の資金調達構造を円グラフで示している（図表 6）。それぞれ第3章での業態説明と整合した調達構造と考えられる。ただし、預金や資本金等の出自については、データの開示はない。預金保険の対象となる CDB は、その監督機関に対して届け出た財務諸表をインターネットで閲覧可能であるが、預金や資本の出自は開示されていない。

そこで、前章第1節のように調達においても「個人金融」との関係性を調べるべく、ワシントン DC とそれに隣接する州に立地し、CDFI 基金の認証を取得している 38 団体の CDFI に対して資金調達にかかる調査を試みたが、不調に終わった⁵¹。そこで、マイクロクレジット機関への投資も含めたコミュニティ投資の金融商品である「カルバートコミュニ

⁵¹ 2010/03/20 より 5 月末まで、eメールないし Fax による質問票調査を実施した。しかし、回答の回収は不調で、わずか 3 件に止まり、しかも計数の入った回答は皆無であった。

ティ投資ノート」⁵²を募集している、象徴的な CDFI であるカルバート財団（正式には Calvert Social Investment Foundation）⁵³に対象を絞り、粘り強いアプローチの結果、電話での取材調査協力を得た⁵⁴。以下の3点は、そこから得られた同財団の「ノート」購入者募集におけるポイントである。

- ・「ノート」募集のみを目的とする予算は確保されていない。
- ・「ノート」の募集のために積極的に情報を提供するターゲットグループは、地域再投資法を意識する一般金融機関、プログラム関連投資（program related investment）を運営する慈善財団、法個人に対して資産運用等の助言をおこなう金融アドバイザーの3つ。個人投資家層へのアプローチは金融アドバイザー経由であり⁵⁵、直接のアウトリーチはしていない。
- ・しかし、長期的視点に立つならば個人顧客の確保は重要と考える。

また、当初の質問票調査が不調だった背景についても意見を得られた。金融事業者の預貯金の調達先について、その法個人を分別管理することを求める法規制が存在せず、分別計数管理がされていないのがアメリカでは通常であるため、通常業務外かつ相当の作業を必要とする要請と受け取られ、協力が得られなかったのではないかというものである⁵⁶。日本においても分別管理を求める法規制は無いものの、筆者がかつて在職していた都市銀行では調達における個人預金の計数を分別管理していた。日米の違いは、個人金融主体に対するアウトリーチのあり方の違い（日本では個人金融主体をマーケティング対象として明確に位置付け、マス・マーケティング手段を積極活用するか、既存優良顧客からのリレーション・マーケティングを重視する（金融アドバイザーの不在））に対し、アメリカでは対象として明確な位置づけをしておらず、むしろコストのロジックから、資金運用ニーズを有する顧客をもつ金融アドバイザーをむしろ訴求の対象としている（自己判断する個人は、訴求の対象としては劣後する）可能性を指摘できるのではないか。

CDFI の資金調達をめぐる先行研究に、Smith(2008)がある。同論文はタイトルに CDFI の資金の出自と利用（"The Sources and Uses of Funds for CDFI"）とあるものの、CDFI

⁵² カルバート財団が投資家から期間3か月から10年の期間で資金を預かり、低中所得者向け住宅の開発やマイクロファイナンス等の事業者への投融資のほか、CDFIに対する資金預託等の運用をおこなうもの。投資家の利回りは0から3%の間で、0.5%刻みで投資家側が指定できる。金額は小口の場合20ドル以上、通常は1千ドル以上。小口については、オンライン投資窓口である MicroPlace (<https://www.microplace.com/>) を利用し、オンラインでの取引も可能。

⁵³ Calvert Foundation ウェブサイト参照。 <http://www.calvertfoundation.org/>

⁵⁴ 2010/07/16の16時（日本時間2010/07/17の6時）より、約半時間、コミュニティ投資アソシエイトのパトリック・デイビス氏に電話インタビュー調査を実施。

⁵⁵ 提携金融アドバイザーの組織化を実施している。

⁵⁶ これが、第1章で紹介した LIHTC の資金の出自調査で、機関投資家に相対する個別投資家についてのより踏み込んだデータがないこと背景にある可能性を、指摘できよう。

とステイクホルダーとの間の関係性（監督と報告、連絡関係）の分析に重点が置かれ⁵⁷、資金にかかる分析はおこなわれていない。しかし、CDFI にかかる水平的／垂直的ネットワークの関係性分析という視点は、今回の調査を経てみると、実際に資金の流れを分析する際にも示唆的でありうる可能性を感じる。

2.CDFI 基金 NMTC 制度を利用した投資の資金の出自について

CDFI Fund(2008)によると、NMTC を利用した投資の、資金の出自である投資家の属性とそれぞれの金額は、図表 7 の通りである。

図表 7：NMTC 利用投資の投資家とその金額内訳（当初から 2007 年末まで累積）

Investor Type	Number of Investors	Percent of Investors	\$ Amount of QEIs Issued (Finalized)	Percentage of QEIs Issued (Finalized)	Average QEI
Bank or Other Regulated Financial Institution	639	24.58%	\$2,900,771,873	32.14%	\$4,539,549
Foundation or Other Philanthropic Organization	1	0.04%	\$1,212	0.00%	\$1,212
Individual Investor	25	0.96%	\$53,546,613	0.59%	\$2,141,865
Insurance Company	12	0.46%	\$16,618,445	0.18%	\$1,384,870
Investment Bank	548	21.08%	\$582,387,250	6.45%	\$1,062,750
Leveraged Fund	1,047	40.27%	\$4,215,929,599	46.71%	\$4,026,676
Other Type of Investor	188	7.23%	\$720,400,197	7.98%	\$3,831,916
Pension Fund	6	0.23%	\$800,000	0.01%	\$133,333
Real Estate Developer or Investment Company	123	4.73%	\$533,582,050	5.91%	\$4,338,065
Utility Company	10	0.38%	\$2,075,787	0.02%	\$207,579
Venture Fund	1	0.04%	\$250,000	0.00%	\$250,000
Total	2,600	100.00%	\$9,026,363,026	100.00%	\$3,471,678

出典：CDFI Fund(2008)p16 より

図表 7 を詳しくみると、一投資家当たりの投資額が小さくないこと、投資家はレバレッジド・ファンドの占める割合が多いこと等から、現状の NMTC はその調達面においても、「個人金融」と親和的とはなっていないと考えられよう。

運用先については、対象事業者とその要資事情を勘案するならば個人金融主体と直接つながらないことは、妥当性をもつものと考えられる。運用先対象事業者が最終資金需要者である個人金融主体と、投資家を結び付ける仲介者となっていると理解できるからである。しかし調達先については、個人金融主体と親和的ではないことを確定させるべきロジックがない。個人金融主体にとっても、税額控除の恩典に魅力がないとは考えづらいからである。

それにかかる答えを出すにはそのための調査が必要であろうが、考えられる理由を一つ

⁵⁷ Smith(2008)p33 の CDFI とステイクホルダーの関係図を参照。

挙げておこう。CDE は、ある程度大口の出資見込み先を想定したうえで NMTC 認定に応募しており、NMTC 適格の出資の募集をオープンに実施していない可能性があるのではないか。たしかに、サブプライム問題に端を発する金融危機以降、市場における投資環境は決して良くはない。しかし、図表 2 にみられた NMTC 適格投資の残枠が多額となっていること背景には、CDE の資金募集の方法に工夫の余地がある可能性を指摘しうるのではないかと考える。

第 6 章 むすび：個人金融とソーシャル・ファイナンス

1. 調査検討結果と今後の可能性

CDFI の運用サイドについては、第 4 章での検討から、CDFI による投融資の対象においては個人金融主体が相当のプレゼンスをもっており、かつそれらは伝統的金融機関の取引対象から排除されがちな属性をもつものであることが確認された。NMTC 利用の投資については、地域の改善に資する不動産関連投資に使われるものが多いが、一部は CDFI に流れ、そこ経由で地域の儒資者に流れていると推測されるものであった。

一方、調達サイドについては第 5 章で検討をおこなったものの、CDFI についても NMTC についても、個人金融主体との関係性は明確なものとはならなかった。むしろ、それらに関する計数等の包括的な資料が存在しない可能性が高いことが判明したといえる。調査者（強い影響力をもたないステイクホルダー）という立場から、その数値の計測を当事者に依頼委嘱することは現実的ではないこともあるため、別ルートを考える必要があるとも考えられる。

しかるに、このアメリカのコミュニティ投資のエッセンスを他国に移植しようとするならば、コミュニティ投資へ流入する資金がどこからどれだけ、どのようなロジックで出ているかを事前に知っておく必要がある。それがわからなければ、導入してもその運用が機能する保証は得られないからである⁵⁸。

その状況を打開する一つの可能性として、受容的な金融の一つの代表たるマイクロファイナンスにおいて、その資金の出自を調べる動きが 2010 年春にあらわれた。Gonzalez (2010) は、経歴が浅く小規模なマイクロファイナンス機関がいかに資金を得るかに着眼し、調査をおこなった。アメリカにおいてもサブプライム危機以降、CDFI をめぐる状況は大きく変化している。注 35 で述べたように CDB のシンボリック存在が、その会長を大手の伝統的金融機関から受け入れざるをえなくなったり、注 52 で触れたように近隣のコミュニティ・バンクとの統合を余儀なくされる CDB の事例もあらわれている。アメリカの CDFI 自体がその調達に注意を払うべき状況となりつつあるといえる。マイクロファイナンスと同様の問題意識が広まれば、他国の金融機関や研究者が CDFI の調達にかかる情報を得やす

⁵⁸ CDFI を社会的企業への金融のツールとして導入したイギリスにおいて、アメリカほどプレゼンスが上がってこないこと背景には、これがあるかもしれないといえよう。

くなる可能性があるのではないか。

また、マクロをとらえるのではなく、ミクロの事例から演繹していく手法では、第 5 章で触れた Smith(2008)の関係性分析を、資金により焦点を当て分析をおこなう方法が考えられよう。この方法は CDFI だけでなく NMTC の資金募集团体にも適用できるであろう。

2.日本へのインプリケーション

冒頭の第 1 章で述べたように「新しい公共」を担う主体に対する金融支援が、取り組むべきテーマとなりつつある。しかし、既存の金融機関の多くは、NPO 法人への融資の取り組み状況にみられるように、それらへの取り組みに積極的にかかわる体制にないものが多数を占めているといわざるをえない。一方の「金融 NPO」も、第 2 章の注 33 で指摘したように広く資金を受け入れて運用を増やすべきモデルとはなっていない。資金の流れを改めてデザインすることが求められる状況にあるといえる。

コスト負担の妥当性を考えるならば、行政が主導して新たな制度や主体を導入し活用する方法が好ましいとは、筆者は考えない。既存の金融機関のうち地域に立脚するものが、アメリカのコミュニティ投資等からの示唆を得て、取り組むべきと考える。しかし、資金流入のロジックが不明では、「可能性のあるモデル」に止まり、「成功モデル」の導入たりえない。

一方で、現状ではまだ極めて小規模ではあるが、「金融 NPO」に流入する資金にみられるように、金銭的リターンのみを重視するのではない、個人の「志」ある資金の流れは顕在化をはじめている。今回論文では十分な説明はできなかったが、個人金融とソーシャル・ファイナンスとの親和性は決して低くないと考える。「志」ある資金の流れを太く強くしていくために、ソーシャル・ファイナンス研究の深化が求められると考えられる。

3.残された課題

繰り返しになるが、コミュニティ投資の調達サイドと個人金融の関係性の説明は必須である。その核となる部分の分析には、本章第 1 節で言及したマイクロファイナンスのルールを辿る方法もありえよう。

関係性を説明するための必要条件として、投資家のリスク選好、アーリーテイク行動や、それらの背景にあるロジックの説明も必要といえる。

さらにそもそも、数値をもって語るができるために、計測の利用がしやすくなることを念頭に置いた個人金融概念の精緻化も求められる。

【参考文献】

- Arrow, K. J. (1973) "The Theory of Discrimination", in Ashenfelter, O. & A. Rees (ed) *Discrimination in Labor Market*, pp.3-33
- Baue, W. (2004) "Fiduciary Duty, Undivided Loyalty, and Socially Responsible Investment Performance", *Socialfunds.com News Letter*, October 01, 2004
- Calomiris, C. W., C. M. Kahn & S. D. Longhofer (1994) "Housing-Finance Intervention and Private Incentives: Helping Minorities and the Poor", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.26, no.3, pp634-674
- CDFI Data Project (2008) *Providing Capital, Building Communities, Creating Impact: FY2006 Report*, http://cdfi.org/uploads/other/CDP_fy_2006.pdf
- 中小企業基盤整備機構経営支援情報センター(2009)『事業型 NPO 法人・支援型 NPO 法人の現状と課題』中小機構調査研究報告書第 1 巻第 2 号
- Community Development Financial Institutions Fund (2008) *Promoting Investment in Distressed Communities: The New Market Tax Credit program*, US Department of the Treasury
- Ernst & Young (2009) *Low-Income Housing Tax Credit Investment Survey*
- 藤井良広(2007)『金融 NPO—新しいお金の流れをつくる』岩波新書
- Gonzalez, A. (2010) "Microfinance Funders Profiles", *MIX Data Brief No.6*, Microfinance Information eXchange
- Gonzalez, A. (2009) "Microfinance at a Glance – 2008," Microfinance Information Exchange, <http://www.themix.org/publications/microfinance-glance>.
- 池尾和人(2010)『現代の金融入門【新版】』ちくま新書
- 石川常雄、花輪俊哉編著(1985)『金融概論』有斐閣
- イスラム金融検討会(2008)『イスラム金融-仕組みと動向』日本経済新聞社
- 泉留維(2001)「地域通貨の役割と日本における進展」『ノンプロフィットレビュー』Vol.1 No.2 pp151-62
- 唐木宏一 (2008)「CSR 金融とソーシャルバンク」『季刊個人金融』Vol3, No.3 pp37-47
- 唐木宏一 (2007)「アメリカのコミュニティ開発金融機関」谷本編著 (2007) の第 9 章 I
- 唐木宏一 (2006)「ソーシャル・ファイナンスの開発」谷本編著(2006)の第 5 章
- 唐木宏一 (2005)「金融のオルタナティブ—『企業と社会』、排除と受容の視点から」一橋大学大学院商学研究科博士学位論文
- 川村雅彦(2008)「日本の CSR の系譜と金融機関の 2 つの CSR」 『季刊個人金融』Vol3, No.3 pp2-14
- Kempson, E. & C. Whyley(1999) *Kept out or opted out? : Understanding and combating financial exclusion*, The Policy Press
- 北村歳治、吉田悦章(2008)『現代のイスラム金融』日経 BP 社

- Moore R. L. (1983) "EMPLOYER DISCRIMINATION: EVIDENCE FROM SELF-EMPLOYED WORKERS", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 65, issue 3, pp496-501
- 日本青年奉仕協会、明治生命共編(1999)『NPO は地域を変えるーニューヨーク・ブルックスの奇跡を中心にー』はる書房
- 野澤隆(2009)「個人金融とは何か」『個人金融』Vol4, No.1
- Opportunity Finance Network (2008) *The Next American Opportunity – Good Policy for A Great America*, Opportunity Finance Network
- Principles for Responsible Investment (2009) *Annual Report of the PRI Initiative, 2009*, UNEP Finance Initiative
- 酒井良清・前多康男(2004)『金融システムの経済学』東洋経済新報社
- 酒井良清・前多康男(2003)『新しい金融理論』有斐閣
- 桜井秀子(2008)『イスラーム金融ー贈与と交換、その共存のシステムを解く』新評論
- Sen, A. (1981) *Poverty and Famines: An Essay on Entitlement and Deprivation*, Claredon Press (黒崎卓 山崎幸治訳『貧困と飢饉』岩波書店、2000年)
- Smith, B. C. (2008) "The Sources and Uses of Funds for Community Development Financial Institutions: The Role of the Nonprofit Intermediary", *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, vol.37, no1, pp19-38
- Stigritz, J and A. Weiss (1981) "Credit rationing in markets with imperfect information", *The American economic review*, vol.71, issue 3, pp393-410
- 谷本寛治(2006)『CSR-企業と社会を考える』NTT出版
- 谷本寛治編著(2006)『ソーシャル・エンタープライズ-社会的企業の台頭』中央経済社
- 谷本寛治編著(2007)『SRI と新しい企業・金融』東洋経済新報社
- TSA Consultancy (2003) *Social Finance in Ireland*, Dublin Employment Pact
- 藪下史郎(1995)『金融システムと情報の理論』東京大学出版会
- 山岸俊男 (1998) 『信頼の構造：こころと社会の進化ゲーム』東京大学出版会
- ユヌス, ムハマド(2008)『貧困のない世界を創る』早川書房
- 由里宗之(2009)『地域社会と協働するコミュニティ・バンカー米国のコミュニティ銀行・クレジットユニオンとNPO』ミネルヴァ書房