

地域における資本市場機能と成長資金供給

～その現状と期待

平成28年12月2日

株式会社資本市場研究所きずな



地域に特化した個人投資資金の供給について

今月は地域の成長に対して資本市場機能がどうか関与しているか、その現状と可能性について見直したい。

先ず一般の個人投資家が参加可能な地域特化型の投資商品として、地域ETFや地域リートがある。地域ETFの実例としては、「MAXIS S&P東海上場投信」(銘柄コード: 1553)があり、東海地方に本社をおく50社の株式を組み入れており、トヨタ・JR東海・デンソーなど輸送機関連銘柄の比率が高いのが特徴になっている。このETFは、2011年2月に名古屋証券取引所に単独上場されており、現在は約40億円の時価総額となっている。地域リートでは、北九州地域の商業施設中心に資産を保有する「福岡リート(8968)」があり、2005年6月に福岡証券取引所と東京証券取引所に重複上場して、現在は約1,800億円の資産を保有している。なお、特定の地域への投資ではないが、地方への投資を7割以上とするポートフォリオ方針をもつ「まりも地方創生リート(3470)」が本年7月に東証に上場されており、161億円の資産を保有する。また、地域の成長

企業の株式新規公開の推進も、地方のリスクマネー需要に応ずるものだ。

しかし、これらのスキームによって個人投資家のリスクマネーを特定の地域に供給する為には、仲介者の金融商品取引業者として求められる態勢整備が高コストとなっており、その為にある程度資金ニーズが大きくなければ成長資金供給スキームとして成立しない。例えば、ETFなら少なくとも30億円以上の運用資産、上場リートなら200億円以上の資産規模となる見込み、IPOなら時価総額が20億円以上といった企業や事業の規模が必要だ。その為に、ETFなら投資運用会社、上場リートなら資産運用会社、新規上場ならIPO審査対応可能な証券会社で既存の有力金融商品取引業者となる場合が多く、これらは概ね東京に集中している。

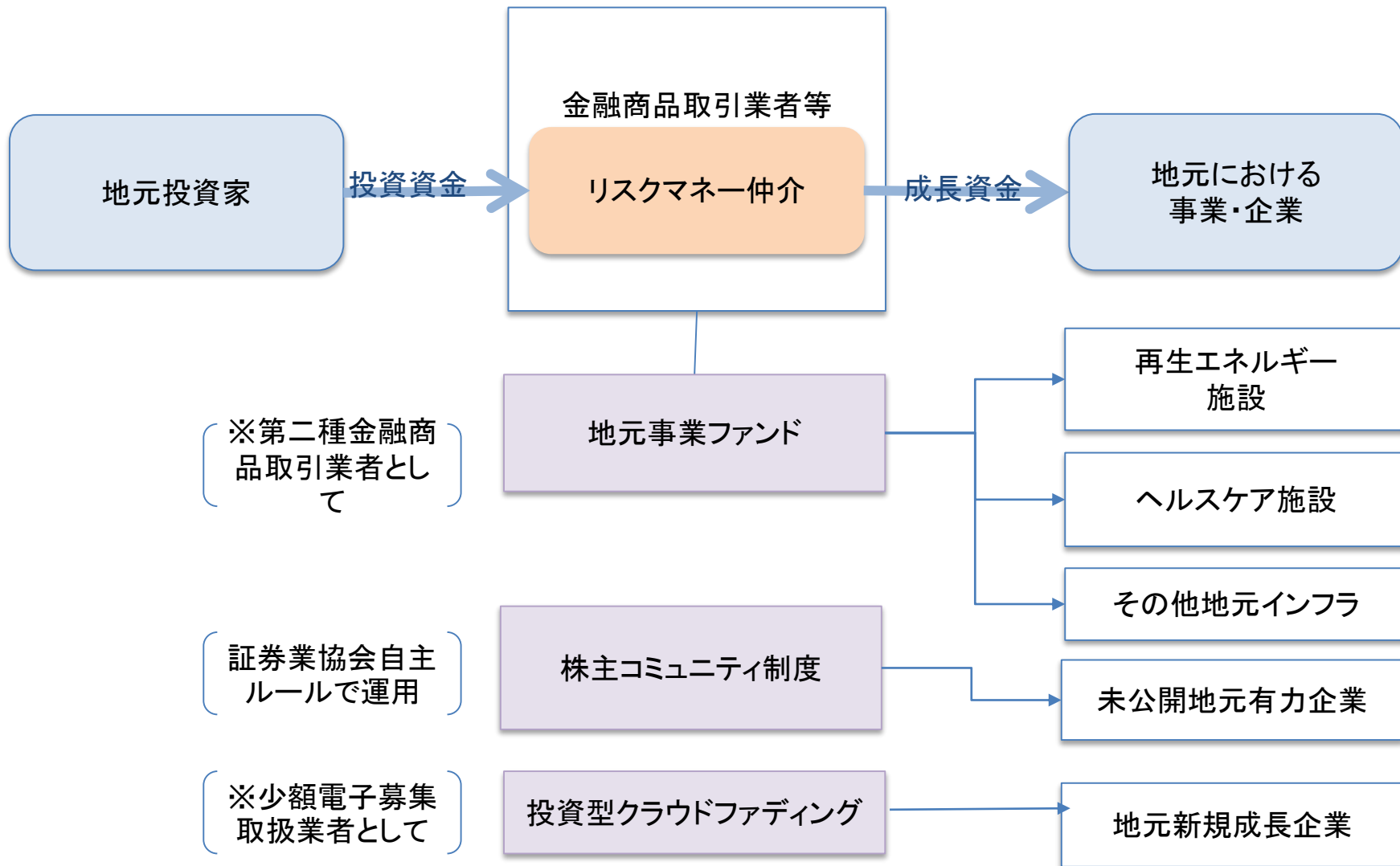
この様な状況の中では、地方の個人投資資金を積極的に地元企業や事業に振り向けようとのインセンティブが仲介者として働き難いのも、これら業者の実情ではないだろうか。

一方、各地方において事業や企業を地元の個人投資家と結びつけようという地元金融商品取引業者等の動きも出始めている。現在、地域では太陽光エネルギー施設や風力発電・地熱発電施設の再生可能エネルギーやサービス付き高齢者向け住宅などヘルスケア施設などの建設や運営・稼働が進んでいるが、これらの事業は地域に必要なインフラとして、地元住民の賛同を得やすい。その為地元証券会社等にとって、地域住民から資金を集める私募の地元事業応援ファンド(一部、私募リート形式)であれば、第二種金融商品取引業者として組成したり募集することも出来る。また、地域の有力企業に対して証券会社が株式の流動性を与えようとする試みも始まっている。これは株主コミュニティ制度で、対象となる地元企業が株主や投資家を集めてコミュニティを組成、それを証券会社が管理することで株主コミュニティ内の当該企業株式の売買が可能となる。

地域の新規成長企業への取組みとしては投資型クラウドファンディングがあり、これは実質的に昨年6月から制度が始まっている。株式型は証券会社、ファンド型はファンド業者が少額電子募集取扱業として行うが、現時点では

株式型の事例はなく、ファンド業者の取組みが実績を積み上げている。但しこれは成長企業へのリスクマネー提供というより、地域の特産品のeコマース対応のような実態となっており、地域企業の活性化策としては意味があるもの成長企業へのリスクマネー供給という本来の目的には未だ遠い。

地域に特化した個人投資資金の供給の流れ



地方証券会社における株主コミュニティ制度 の現状と可能性

先ず株主コミュニティ制度の現状とその可能性について取り上げたい。この制度も昨年の6月から始まっており、現在、今村証券(コミュニティ数11社)、島大証券(同、5社)、みらい証券(同、2社)がそれぞれの株主コミュニティを維持している。最も大きなコミュニティは北陸鉄道のもので参加数は180名となっているが、株主優待狙いの地元住民の取得や持株会などの買付も行われおり、制度開始以来本年10月21日までの取引総数は349,002株、取引金額4億42百万円(日本証券業協会調べ)に達している。

同制度の現状は、北陸地方を中心とした地元有力企業の株式に流動性を与えることが中心となっているが、このこと自体は平成30年3月までに廃止が決定しているグリーンシート市場の代替も兼ねて意味があるだろう。但し、地元企業へのリスクマネー供給というところまで同制度が進化する為には幾つかの新しい仕組みや他の資本市場機能との提携が必要だろう。

証券会社と同制度のコミュニティの関係について述べると、コミュニティは株主やその会社に興味がある投資家等から組成されるが、証券会社は個人投資家に対して株主コミュニティに入ることを勧誘できない。つまり、株主コミュニティ組成は地元企業自らが働きかける必要がある。但し、一旦株主コミュニティが組成されれば、証券会社が参加者に対して勧誘活動をすることが許されているので、株主が一定の規模以上となった場合は、ファイナンス関与など証券会社のビジネスに繋がる。初動は地元企業の株主コミュニティ組成意欲に頼ることになるが、単に自社株式の流動性確保だけではなく、資金調達や、IPOなどその先の資本市場機能をステップアップして使うイメージが同制度に対して定着していけば、地域における地元企業へのリスクマネー供給システムの一環となる可能性もある。

同制度が他の地域にも広まっていく為には、地方証券会社にとってビジネスとして成り立つか見ていく必要があるが、基本的には企業の株主コミュニティを管理する為のコストと、この制度から期待できる収益の見合いとなる。具体的なコスト要因は、株主コミュニティを取り扱う地元企業を証券業協会の自主規制に基づいて行う審査・

コミュニティ参加者への定期的情報発信の為の体制・コミュニティの管理コスト等があるが、これらの経常費用をまかなう為に、同制度参加企業より定額費用(上場会社の上場費用に相当)を負担してもらうのは直接的な収益だ。また、従業員数が多い企業などでは職場NISAや確定拠出年金制度のアドバイザー機能提供による間接的な収益効果も期待できる。しかし、証券会社にとって最も大きな期待収益は、株主コミュニティを使ったファイナンスやM&Aなど、参加企業の資本政策や事業戦略に関与していくことだろう。

次頁の図は、現状で取組み可能な株主コミュニティ制度の他の資本市場機能との連携策を想定してみた。地域の成長企業にリスクマネーと供給し、企業成長の為に段階的支援を行うことを目的としているが、地方証券会社にとっては、株主コミュニティ組成に必要な審査機能や管理機能について、実務的な支援をプロ向け市場やIPO関連助言会社等から受けることが出来る(勿論、審査判断や管理責任は証券会社が負う)。地元の投資家にとっては、日頃接している企業活動や証券会社から提供される企業の財務情報などから投資判断が出来るし、加えて株主コミュニティ

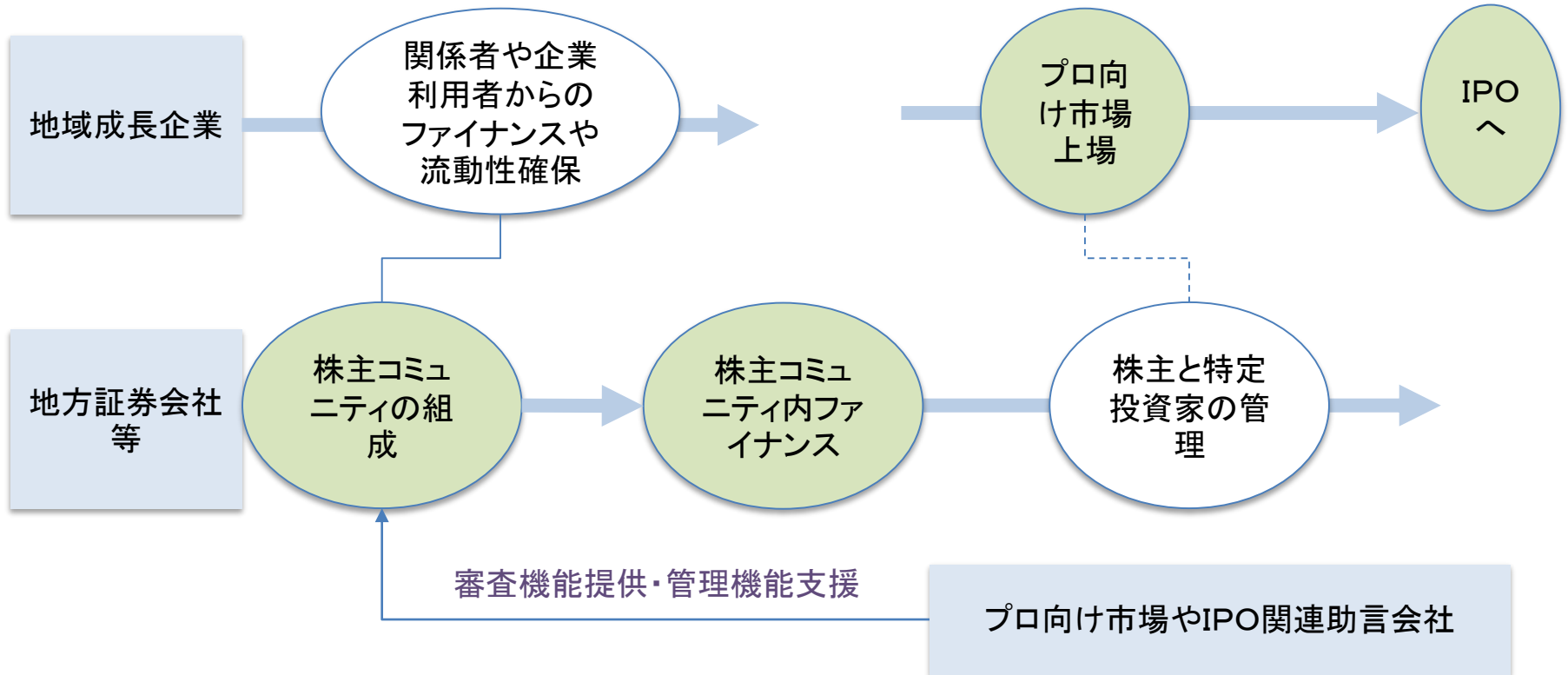
制度→プロ向け市場(TOKYO Pro Market)→新規株式公開(IPO)との成長シナリオが見えてくれば、当該企業に対する期待も高まる。なお、プロ向け市場は特定投資家の参加を前提としているが、既存株主であれば市場で売却することも可能となっている。

現在のプロ向け市場は、2012年7月に東京証券取引所に開設されて4年経つが、上場企業数16社に留まっており、資本市場として活発に利用されているとは言い難い状況だ。これは個人投資家が参加しにくい意ということもある。その為、成長企業をこの市場への誘導する証券会社等も限定されているが、上場企業としての品質維持のためデューデリジェンス機能や支援機能は維持されている。この機能を、株主コミュニティを取扱う地方証券会社が利用し、一方プロ向け市場の方は上場以前にコミュニティを通じた地元個人投資家の投資ニーズを掘り起しをすることが出来る。現在の双方の不足と思われる機能を相互に補完することで、両制度が成長企業へのリスクマネー供給や我が国の資本市場裾野拡大に資することに期待したい。

株主コミュニティ制度とプロ向け市場の段階的利用例

株主や潜在株主の整理と拡大

上場企業としての体制整備と助走



地域事業ファンドにおける地方証券業務の役割

地域に必要なインフラや事業に対して、住民の資金が提供されることに地元の金融機関や証券会社は関与することが出来る。嘗ては、地方公共団体の発行する住民参加型市場公募地方債(ミニ公募地方債)があり、証券会社を中心に集められた地域住民の投資資金の一部は、地域の図書館や市民施設などの建設費に充てられた。平成18年度には3,500億円以上のミニ公募地方債が発行されたが、本年度は10月までで160億円に留まっている。これに対して、最近では証券会社や地域金融機関がファンドスキームを使って、再生可能エネルギー施設やヘルスケア施設の建設・運営に関与する事例が出始めている。

次頁の図は、その代表的な事例としてヘルスケア施設の私募リート関係者イメージを簡略化して示したものだ。実際の地域インフラの私募リートは開発型と運用型の2種類があって、インフラ施設の土地購入から施設建設終了までが開発型、施設完成後に実際のヘルスケア業者が事業を開始してからは運営型となる。

当然開発型は、施設建設までに伴うリスクがあるが、

施設建設に関して地元住民の生活向上などに貢献するものであれば地方公共団体などから建設の為の補助金が出たり、政府系の地域活性化ファンドから低利の開発資金融資は受けられることもある。また、建設後のキャッシュ・フローを確保するために事業者と施設の賃貸予約契約を結んでおくのも資産価値を確保するために行われている。私募ファンドを販売する証券会社としては、建設に伴うリスクを判断するとともに施設の資産価値が適正であることを担保する仕組みをチェックした上で、投資リスクに対する期待収益が十分か確認することとなる。

一方運営型は、施設の資産評価が適正であることを担保する仕組みが問題なく、施設の減価償却や修繕計画・修繕費用・施設運営などにかかる費用と、私募ファンドの唯一収益源となる施設の賃貸料が適切で、投資家が期待する投資収益がキャッシュ・フロー上で確保・管理されていることが重要となる。また、金融機関からの借入れが実行されれば、投資家への配分率を上げることにもなるが、これは投資レバレッジを上げる仕組みとして上場されているリートと同様である。なお、ヘルスケア・リートの特徴として施設を賃貸するヘルスケア事業者の財務内容やレピュテ

ーションも重要だが、最近ではヘルスケア事業者が大手企業によりネットワーク化されることが進んでいて、施設の賃貸契約はこれら大手企業（地元事業者へは転貸契約）となされるケースも増えている。事業者評価に関しては、ローンを貸し付ける地元金融機関の信用情報に頼る場合もある。

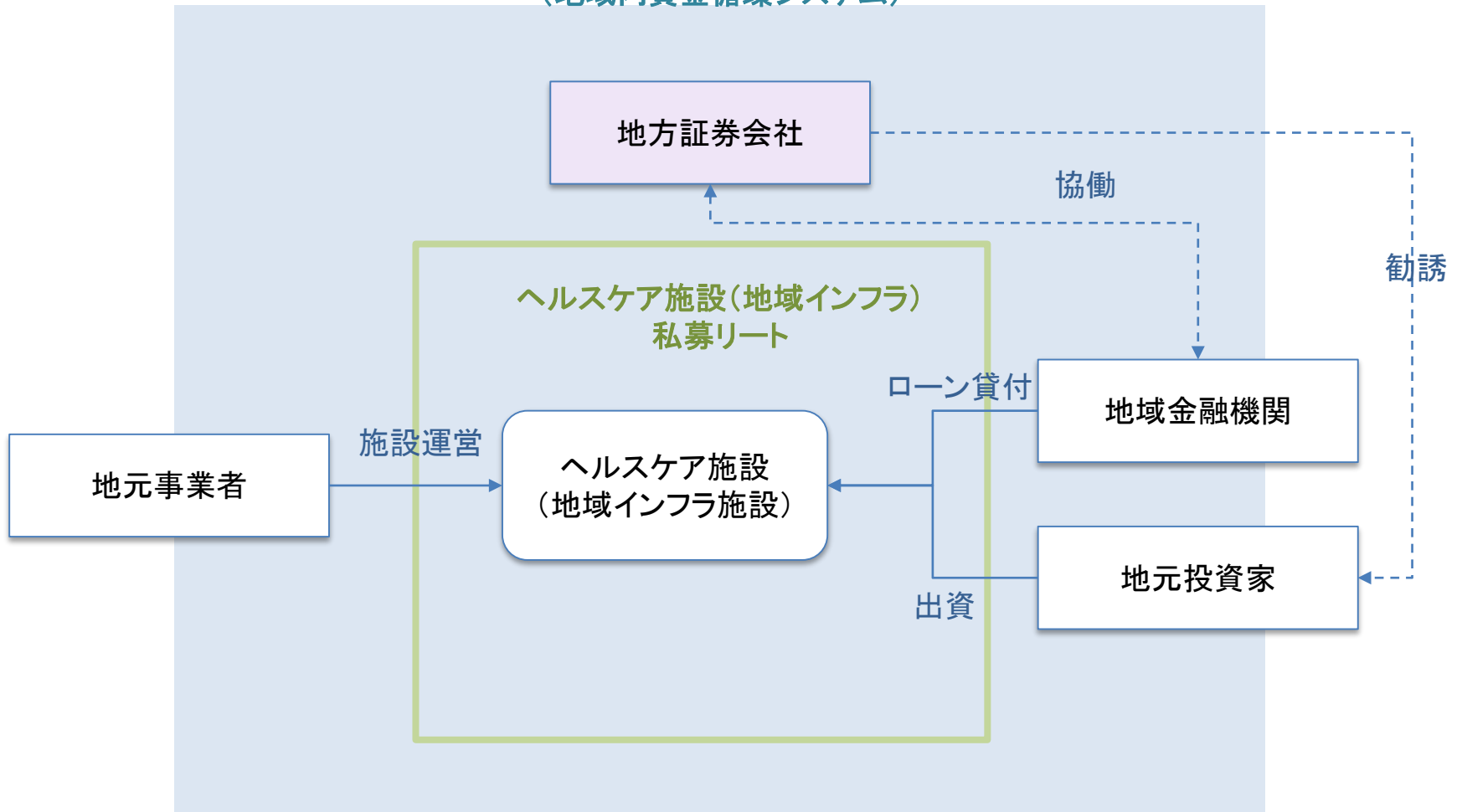
一般的に証券会社のビジネスは、企業などの成長性に頼るものが多いが、地域の密着したインフラなどの事業ファンドの場合、事業そのもののキャッシュフロー管理と事業者の信用力を判断することが重要で、どちらかと言えば地域金融機関の得意とするビジネス領域である。しかし、地元住民の投資資金を地域が必要とするインフラ事業に誘導してくることに本来は証券業務の延長線上にある。当然だが、事業リスクや投資リスクの説明と投資勧誘を行うことには証券会社が一日の長がある。

また、私募リート型の地域事業ファンドであればそのEXITとして上場リートに買収される可能性もあり、地方証券会社がこのような私募リート販売に主導的に取り組むことで、私募リート自体の将来のM&Aに関与していく可能性

も高まる。地域金融機関との関係においても、単に地域ファンドへのローンの出し手としてだけではなく、リートへの投資も行っている投資家として地方証券会社での対応が進んでいけば、地域においてオール地元関係者による資本市場機能利用が増えるはずだ。

ヘルスケア私募リート関係者イメージ図

(地域内資金循環システム)



地域住民の投資資金が地域の成長に寄与するために

地域のインフラや事業に対して、地元住民の投資資金がリスクマネーとして提供されることは、資本市場の機能としても大きな意味がある。この事は、お金の流れ方を指して地域内資金循環ということもあるが、通常は効率性や規模を求める資本市場の在り方と異なった地元の個人投資家による地域貢献といった目的が大きい。簡略化して言えば、“地元住民のお金を地域の為に”という事に帰結するが、そのお金の流れを資本市場の機能やルールを使って行うことが重要となる。

地域の活性化に関する政策を見ると、第二次安倍内閣の主要政策として“地方創生”とういキーワードが流行り、2014年9月に「まち・ひと・しごと創生本部」が内閣府に設置されている。今年6月に閣議決定された「まち・ひと・しごと創生基本方針2016」における地方創生関連予算では、地方公共団体の地方創生の深化に向けた自主的・主体的な取組を支援する新型の交付金が事業費で2千億円、地域づくりや地域間の連携などの為の予算が約6.5千億円、地方財政計画の歳出に1兆円、子育て支援新制度や

医療・介護サービスの提供体制改革推進に7.9千億円が計上されている。大型の事業などは、大手事業者などや中央官庁が中心になって進めると見られるが、地域に密着した数億円～数十億円の地域インフラに係る事業であれば、地元事業者や地域金融機関の関与するケースが増えてくると予想される。その際に、地方創生関係交付金・補助金を利用した地域インフラ事業において地域内資金循環の仕組み利用されていけば、地域住民参加の地方創生政策が推進されることにもなるし、政策の波及効果も期待できる。

地域金融機関と資本市場の関係を見ていくと、本業の方ではリレーショナルシップバンク(地域密着型金融、所謂リレバン)の機能強化ということで10年以上取り組んでいるが、地元企業の私募債引受けや私募債保証などでは相当の実績を積んでいる。但し地方金融機関自らが、この私募債を個人投資家に販売することで直接に地域内資金循環を行う為には、未だ相当の距離感がある。現在、地方銀行は地元での個人向け証券戦略を進めているが、上位地銀以外でも地元での証券子会社設立が相次いでいる。また、投資運用業務強化を進める動きも目立っているが、これは

個人への金融商品販売及びその収益性強化一環として行われているので、リレバン業務との関連性はない。つまり、地域金融機関において地元住民の投資資金を地元事業へ向ける地域内資金循環の中心に立つには、今後段階的に証券関連業務を進化させていく必要があり、当面が既存証券会社との協働となると予想される。

一方、地方証券会社にとって投信販売に比重が寄りがちな金融商品の取扱いで、確定利回り商品の不足が目立っている。これは日銀のマイナス金利政策で、銀行や一部大企業の劣後債以外に個人の投資に適した公募債券の発行が滞っているためで、特に地方証券会社への配分もある個人向け地方債や電力債発行が減少している。この為、地方金融機関が手掛けた地元企業の私募債を地域の個人投資家に販売するニーズは高いとみられるが、その為には地域金融機関との提携強化が必要だ。また、地方証券会社では地元での事業経営者を個人富裕層として顧客化しているケースも多いが、彼らが行う地域インフラ事業において、地元住民の投資ニーズを仲介(マッチング)することを率先して行えば、地域内資金循環の中心に立つことも可能となる。これが進めば、地元企業や事業者そのもの

顧客として、ファイナンスやM&Aに関与する地元特化の法人関連ビジネスも成り立っていく。

資本市場機能を利用した地域内資金循環をそれぞれの立場で推進することで、行政のいう地方創生に対して地域金融機関の地元での業務推進や地方証券会社の事業モデル改革が進むことに期待したい。

地域内資金循環の全体像イメージ

