

日米のダブル・ボトムライン投資ファンド

松尾順介

はじめに

御紹介にあずかりました松尾です。今日はこのような機会を賜りまして、どうもありがとうございます。

私はこの研究所に在職していたころ、もともと日本の社債市場を研究していたのですが、その後、社債のデフォルトの問題が起りましたので、デフォルト社債の問題あるいはそれを買う取る企業再生ファンドを研究しておりました。その

延長線上で、地域の再生にも関心をもつようになりました。と言いますのは、地域の中小・中堅企業の再生には、地域の再生が不可欠と考えたからです。実際、地域再生ファンドが登場しています。つまり、企業の再生だけではなくて、地域の再生をどうするべきか、またそこでどういう金融スキームや投資が有効なのかということを考えてきました。

そういう中で「ダブル・ボトムライン投資ファンド」にめぐり会いました。これは非常におもしろい考え方だと思いました。というのは、最近C

S Rに対する注目や関心が非常に高まっています。大学でも学生たちのCSRに対する関心は強いように思います。

以前は「メセナ」が話題になり、余裕のある企業は、文化や芸術に対しても支援する動きがありました。しかし、最近のCSRは余裕のある企業の取組ではなく、ある会社では、会社のあり方そのものがCSRであり、CSRこそが会社の存在基盤、存在意義だという捉え方をしています。そういう会社はかなり増えてきているのではないかと。そういう意味では、企業、つまりビジネスの主体が、社会のことを考えるようになってきている。つまり、ビジネスの社会化ととらえることができるのではないかと思います。

逆に、行政の側では、以前からその不効率性が問題視されています。そこで、行政といえども効率性や採算性を考えるべきだ、ビジネスの視点を

導入すべきだと言われるようになっていきます。その意味では、行政がビジネス化している部分もあります。ですから、ビジネスが社会化している部分と、行政や社会がビジネス化している部分と両方が交錯しているというのが大きな流れだろうと思います。その中で、この「ダブル・ボトムライン」の発想は非常に有益ではないかと思っています。

アメリカの地域再生とか都市開発に関する邦訳文献には、「ダブル・ボトムライン」(Double Bottom Line)という言葉が時々出てきます。しかし、日本の金融や証券投資の分野では、ダブル・ボトムライン投資とか、ダブル・ボトムライン投資ファンドという用語はほとんど出てこないもので、今日のセミナーは、この概念を御紹介したいと考えています。

(ダブル・ボトムラインのコンセプト)

ダブル・ボトムラインの意味は、決算書のトップラインに対するボトムライン、つまり利益です。ダブルですから、二つの利益を目指すわけです。一つ目は、ファースト・ボトムラインと言われていますように、投資家に対して市場実勢の経済・貨幣的なリターンを提供するものです。投資である以上、リターンが発生する、あるいはそれを目的とするのは当然で、これがファースト・ボトムラインです。

セカンド・ボトムラインは、そういう経済的、貨幣的なリターン以外に、地域社会や環境面でどれだけ貢献したかという面もリターンだと捉えて、これを目指すものです。ファースト・ボトムラインとセカンド・ボトムラインを明確に区別して投資をするというのがダブル・ボトムライン投資のコンセプトです。

さらに、場合によっては、地域社会と環境への貢献は区別されるべきだという観点から、地域社会の貢献をセカンド・ボトムラインとし、さらに環境への貢献はサード・ボトムラインと捉え、トリプル・ボトムラインという言い方もしているようです。しかし、ここでは両者をセカンド・ボトムラインとし、ダブル・ボトムライン投資について御紹介させていただきたいと思っています。

(米国のDBLファンド)

私が調査した限りでは、アメリカでは、不動産を対象としたプライベート・エクイティ・ファンドの形態でダブル・ボトムライン投資ファンドが幾つか設立されているようです。そこでは、低所得の地域の開発を目指すものが紹介されていました。後でも申し上げますように、アメリカの場合、旧市街地、オールドタウンがスラム化し、本来は非

常に立地条件がよいにもかかわらず、その資源や優位性が生かされない状態に放置されている。それを再開発することで、二つのリターンを目指すというコンセプトです。このような不動産関連以外にもダブル・ボトムライン投資ファンドは存在しているようですが、今回はこのような地域再生を目指しているファンドを紹介させていただきたいと思います。

典拠としているのは、デボラ・ラフランチとベルデン・ハル・ダニエルズによるダブル・ボトムライン・ファンドに関する共著論文です。この論文が非常に興味深かったので、これをベースに紹介させていただきたいと思います。

（日本のDBLファンド）

次に、日本ではどうなのか。こういう投資ファンドはないのかというと、そんなことはない。

「ダブル・ボトムライン・ファンド」という文脈では論じられていませんが、それに相当するファンドが存在しています。近年、注目されている再生可能エネルギー関連のファンド、森林ファンド、農業ファンドなどが登場しており、これらもダブル・ボトムラインの考え方を当てはめれば、このコンセプトに合致するのではないかと思います。したがって、日本におけるダブル・ボトムラインファンドについても考察したいと思います。

（内閣府の「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」）

三番目は、内閣府の「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会」の議論についてです。これは去年の八月に設立された協議会で、実は私も、この協議会の委員を担当し、参加させていただいております。この協議会は民主党政権の末期に、

古川国家戦略担当大臣の発案で設置されたと聞いております。この協議会の問題意識は、次のように要約できます。今、資金が地方に眠っている。

それが地銀に集まっただけで、国債投資に回されていて、地域に還流されない状態にある。したがって、それを地域に還流する金融スキームをつくらなければならない。それを「ふるさと投資」と呼んで、このスキームをつくるために、政府としてはどのような貢献ができるのか。それが、この協議会の問題意識です。協議会の議論は終わっていませんが、この協議会に参加し、様々な議論を聞くことができましたので、この協議会の取り組みも紹介させていただきたいと思います。

一、米国のDBL投資ファンド

(1) 米国のDBL投資ファンドの概要

まずアメリカのダブル・ボトムライン・ファンドですが、先ほど申しましたようなコンセプトで設計されています。ファースト・ボトムラインとしては、主な投資家、すなわち銀行、保険、年金基金、財団、基金、富裕層に対して、市場実勢のリターンを提供する。セカンド・ボトムラインとしては、地域の雇用形成など、付加価値の創出、地域の活性化など、地域社会や環境に対するリターンを目指すというコンセプトです。

私が依拠した論文によると、一九九〇年代後半からこういうコンセプトのファンドが出てきて、九八年以降の一〇年間で、六〇億ドルが投資されたといわれています。投資先は、ニューイングラ

ンド、サウスカリフォルニア、サンフランシスコといった地域です。いずれも中低所得地域の経済発展と地域活性化を目指すことです。これは地域再生に限ってのダブル・ボトムライン・ファンドですから、定義を広くとれば、もっとたくさん出てくるのかもしれませんが、金額もふえるのかもしれませんが、ここで紹介されているファンドは、そういう規模、総額です。

中心的な手法としては、ダブル・ボトムラインの収益を目指した専門のファンド・マネージャーが運用するプライベート・エクイティのファンドスキームを採用しています。いわゆるPEファンドです。基本的には、こういう中心部の旧市街地は、先ほども言いましたように、もともと価値は高い。立地条件もいいし、交通の要衝でもあるし、古い歴史もある。歴史的な遺産も場合によってはある。そういう意味では潜在的な価値はある

けれども、都市化の拡大によって、郊外のほうに人口が流出し、中心地はスラム化し、見捨てられてしまった状況になっている。そこで、この地域をもう一度リニューアルすることによって、潜在的な価値を掘り起こすというのが、こういうタイプのダブル・ボトムライン・ファンドの手法であり、考え方であるわけです。そして、その中心市街地が活性化すると、当然雇用がふえ、またそれによって消費が拡大し、経済の活性化にもつながるというわけです。

このようなファンドが登場し、成長した背景としては、次の四つの点において、それが市場、社会、環境面の課題にこたえたからだとされています。

まず、ダブル・ボトムライン・ファンドは、エクイティ資金を集積・動員することで、資金調達が困難なデベロッパーや事業に対して、ファンド

スキームによって、資金調達手段を提供することができるという点です。

第二に、ファンドをつくることによって、専門のファンド・マネージャーを雇って、中低所得市場を開拓することができる。この研究では、一〇%半ばから後半あるいはそれ以上のトラック・レコードを達成していると言っています。ただし、この点についてはもう少し慎重に検討する必要がありますであろうと思います。というのは、この時期は不動産が非常に値上がりした時期ですので、そういう不動産ブームに乗っかっている面がかなりあると思いますから、これをうのみにするわけにはいかないと思います。

第三に、地域の利害関係者が、不動産建設やビジネス・ベンチャーに参加する機会を提供している点です。そして雇用や地域活性化を実現していることが指摘されています。

第四に、都市インフラを都心に集中させて、商業施設や住宅を輸送拠点の近くに配置するという点です。最近コンパクトシティとかスマートタウンなど、都市開発の分野で、中心市街地に都市機能を集めて開発するという構想がみられますが、そういうスマート開発あるいはスマートグロースのコンセプトと一致する面があると思われます。それによって、市場の付加価値を提供するというわけです。

そう考えると、後でも紹介する、日本の地域再生ファンドと、ある種似ている部分があると思います。つまり、地域再生ファンドも地域の活性化によって、経済効果を目指しているわけですから、その意味では似ているのですが、ただ、かなり違う面があると思います。それについては後でご説明したいと思います。

図表1 DBL投資ファンドの類型

	地域ファンド	全国ファンド
出資者主導型ファンド	出資者主導型地域ファンド	出資者主導型全国ファンド
マネージャー主導型ファンド	マネージャー主導型地域ファンド	マネージャー主導型全国ファンド

(出所) La Franchi, Deborah, Erin Flynn, James Nixon, Joseph Gross and Belden Hull Daniels. 2007. *The Double Bottom Line Handbook*, <http://www.sdsgroup.com/dbl-handbook.html>, 11ページ。

(2) DBLファンドの類型

ダブル・ボトムライン・ファンドは、次の三つの種類に分類されます(図表1、2)。一つは、出資者が主導するタイプの地域のダブル・ボトムライン・ファンド。もう一つは、マネージャーが主導するタイプのダブル・ボトムライン・ファンド。三番目は、いわゆるベンチャーキャピタル型です。特に一番目と二番目が注目されるところで

一番目の出資者主導型は、地域において、ある程度、お金を出す人たちが集まっていて、彼らがイニシアチブをとって、ファンド・マネージャーをどこからか雇ってきて、ファンドを設立するというタイプです。つまり、出資者がイニシアチブをとるのが出資者主導型です。例えば、日本では、後で紹介する再生可能エネルギーファンドが立ち上がったころは、このような形でファンドが

図表2 ファンド類型別のファンド数・資金調達額

	ファンド数	資金調達額
出資者主導型 DBL 不動産ファンド	14	12.8 億ドル
出資者主導型 DBL 事業金融ファンド	6	7.56 億ドル
マネージャー主導型 DBL 不動産ファンド	5	22.5 億ドル
マネージャー主導型 DBL 事業金融ファンド	5	8.42 億ドル
地域開発ベンチャー・キャピタル・ファンド	60	8.70 億ドル

(出所) 図表1に同じ。12～13ページ。

設立されたと思います。特に、風力発電ファンドの場合、地域住民が、例えば原発反対ということでお金を出しあつて、風力発電を導入するために、風力発電技術を持った組織に委託して開始したわけです。まさに、出資者主導型といえるでしょう。

もう一つのマネージャー主導型は、もともと専門のファンド会社があつて、この地域は投資採算が合うという見込みで出資を集めるタイプです。日本の地域再生ファンドの場合、すでにいくつかのファンド運営会社があります。これらのファンド会社がイニシアチブをとってファンドを設立するわけです。日本の場合、地銀と連携しながらファンドを設立するケースが多いと思います。

マネージャー主導型の場合、全国展開するものと地域に特化したものがあります。日本の場合、先ほどのような地域再生ファンドの運営会社

は、全国展開していますので、いろいろな地域で投資ファンドを設立しています。アメリカの場合、その投資は一〇〇〇万ドルから四〇〇〇万ドル以上のエクイティ投資であると言われるいます。

これらのファンドの類型において、出資者主導型ファンドは、基本的には地域の行政機関やNPOが主導していると言われています。他方、マネージャー主導型ファンドは、専門のファンド・運営会社为主导することになるでしょう。いずれも日本でも同じようなタイプが見られます。

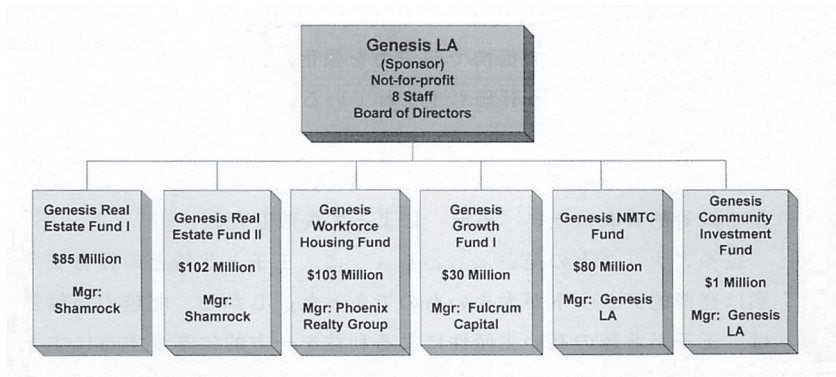
(3) DBLファンドの成功要因

ここで興味深いのは、ファンドの成功要因についてです。実は、私が依拠している論文の著者である、デボラ氏とベルデン氏のバックグラウンド

は、いずれもこのようなファンドを実際に運用している人たちです。したがって、彼らの経験に基づくといえますか、そこから導き出された成功要因を一〇項目挙げています。これらのポイントはかなり興味深いと思いますので、以下ご紹介します。

まず一つ目は、国内新興市場としての中低所得地域への投資というところからです。今までは見捨てられていた、もつと言えば、怖くて危ないと言われていたような地域を、そうではなくて、国内の新興市場だという視点で光を当てる。ここが重要なポイントだと思います。今後日本でもいろいろな地域に対して投資が行われていくと思います。その際、このように見捨てられた地域を、国内新興市場ととらえ、そこからリターンを上げるといふ発想の転換が必要だと思います。これがまず第一番目のポイントです。つまり、今までの偏

図表3 ジェネシスLAファミリー・ファンドの組織図



(出所) Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi (2006)、8ページ。

見を取り払いなさいという意味だと思います。

二番目は、地域経済全体への貢献という面です。一番目のポイントと関連するのですが、そういう地域が有効活用されると、その地域のみならず、周辺地域も含めた経済効果が生じるという面です。つまり、そういう効果を目指した開発を考えるべきだということです。

三番目は、二つのボトムラインを満足させるだけのファンドの規模が必要だという点です。ファンドである以上、ファンド投資の間尺に合う投資の規模を確保しなければならない。また、それを実現できるだけの能力を持った実績のあるファンド・マネージャーを採用しなければならないという点が三番目のポイントです。具体的には、これらのファンドは、図表3のように、ファミリー・ファンドの形態をとっていて、親ファンドの下に子ファンドが設立され、いろいろな地域に投資す

る形態をとっているようです。

四番目は、お金だけではうまくいかないという点です。つまり、地域のリーダーシップの強力な支援がないとうまくいかない。ヒト・モノ・カネという経営要素の中で、人材の問題が重要だという指摘です。ですから、いい人材をしっかりと確保しなければならぬ。やはりヒトの問題が重要です。

五番目は、非営利目的のファンド出資者による設立と監督という点です。これも非常に重要な点です。後でまたこの点を強調したいと思うのですが、私がダブル・ボトムライン・ファンドで、非常に興味深いと思った点は、ファースト・ボトムラインとセカンド・ボトムラインをはっきり分けて、それぞれ「見える化」するところです。経済的なリターンはこれ、環境に対するリターンはこれというふうに両者をはっきり区別し

て「見える化」する。そのためには、透明性の高い運用が行われ、それを担保する仕組みがなければならない。つまり、ディスクロージャーとモニタリングの仕組みがしっかりとしなければならぬ。そうでないと、ナイーブな志ある資金が投資されただけで、あいまいなものになってしまうのではない。したがって、しっかりとしたモニタリングの仕組みが必要だという指摘だと理解しています。

六番目は、実績のあるプライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーが従事すべきだという点です。これは先ほどと重なる部分だと思いますが、アメリカの場合どのファンドでも、スベシャリストがいて、それぞれのエキスパートイズが確立されています。

ここで、興味深いのは、こういう過小評価された地域への投資は、割安株を安く買って高く売

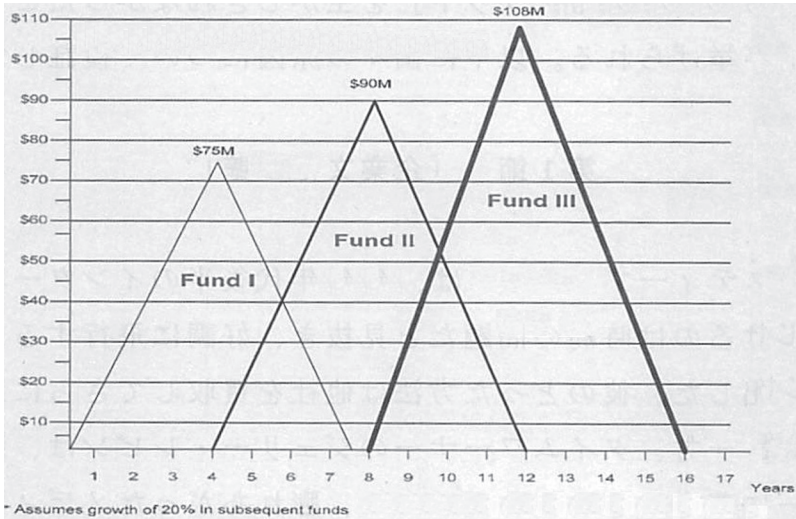
る、逆張り戦略に近いわけです。その場合、投資はゼロサムゲームの要素があり、裁定取引の側面があるのではないか。つまり、一方の得が一方の損になるような要素があるのではないか。投資の面からは、どうしてもそういう見方をしてしまうのですけれども、単なる利益移転とは決定的に違うのだと彼らは指摘しています。つまり、この投資は新しい価値を創造しており、単なる逆張りや裁定取引ではないことが強調されています。

七番目も、非常に興味深い点ですが、「ファースト・ボトムラインなくしてセカンド・ボトムラインなし」というフレーズが提唱されています。これは、ダブル・ボトムライン・ファンドの非常に重要なコンセプトだと思います。というのは、セカンド・ボトムラインだけを重視すると、社会に貢献して、何かいいことをしているのだから、貨幣的なリターンに拘泥することがためらわれる

面が出てくるのですけれども、そうではない。これは寄附ではないのですから、明確なファースト・ボトムラインを確保することでセカンド・ボトムラインも生きてくるという発想は、とても大事ではないかと思います。そうでないと、寄附と余り変わらなくなってしまう、寄附も投資もごっちゃになってしまうって、情緒的なものに流されてしまうのではないか。ファースト・ボトムラインを明確にするというのは大事なことだと思います。

八番目は、規模の大きな機関投資家の獲得です。それも規模が大きいだけではなくて、投資期間の長い富裕層とか年金などを吸引しなければならぬという点です。羨ましいことに、アメリカの大学、特に伝統ある大学は、巨額の基金を持っていて、日本の大学とは比較になりません。そういう投資家を吸引するというのは大事なことだと

図表4 スマート・グロース・ファンドⅠ-Ⅲの事例



(出所) Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi (2006)、16ページ。

思います。日本では、国民全体の金融資産残高は積み上がっているのですが、このような投資に向かうような投資家がいるのかどうか、この点が課題だと思っています。

九番目は、さっきも触れましたように、ファミリー・ファンドのような形を目指すべきだという指摘です。例として挙げられているのが図表4です。ここではスマート・グロース・ファンドⅠからⅢが挙げられています。ファンドを設立して、ファンドⅠで投資をしていく。ファンドⅠの投資が回収されて、さらにそこでリターンを生めば、次に、より大きなファンドⅡに再投資され、ファンドⅡはファンドⅠよりも大きくなるというイメージです。ですから、再投資をしながらファンドを大きくしていく。そして投資資金を拡大させていくというスキームを考えるべきだというのが九番目のポイントです。

最後の一〇番目は、やや精神論的な点ですが、三つのEを目指しなさいという指摘です。一つは、エコノミーのE、もう一つはエクイティ（公平性）のE、それから環境のEということで、三つのEが重要だと主張しています。

以上がアメリカについてのご紹介です。

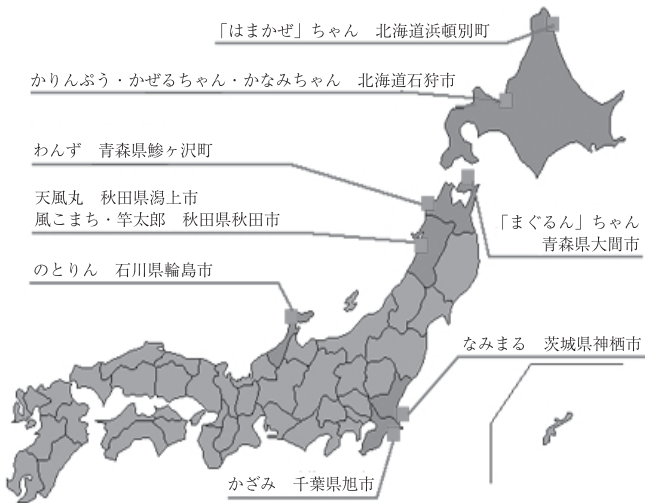
二、日本のDBL投資ファンド

翻って日本のほうはどうかというと、日本ではダブル・ボトムライン・ファンドというコンセプトを明確にうたっているものを私は一つも知りません。しかし、日本でもこのようなコンセプトで運用されているのではないかと思われるファンドは、最近いろいろと目にするようになってきているように思います。

ここからいくつかのタイプに分類して紹介させ

ていただこうと思います。まず、まず第一に、風力発電ファンドがあります。三・一一の原発事故以降、自然（再生可能）エネルギーに対する関心が高まってきましたが、それ以前からもこういうファンドが設立されています。二つ目は、太陽光発電ファンドです。これも風力発電と同じような仕組みで市民が出資しているものがあります。三つ目に、小水力発電ファンドも、市民出資で設立されているものが登場しました。四つ目に、グリーンエネルギーファンドというバイオマスのファンドもあります。五番目が農業ファンドで、農業に出資するファンドも出てきています。六番目は林業ファンドです。アメリカでは、森林ファンドはかなりの規模のものがありますが、日本は余りない。最近まで日本の林業は衰退産業の象徴のようにみなされていましたが、その見方が変化している面もあると思います。それが林業に対

図表5 市民出資の風力発電



(出所) 株式会社自然エネルギー市民ファンドの資料による。

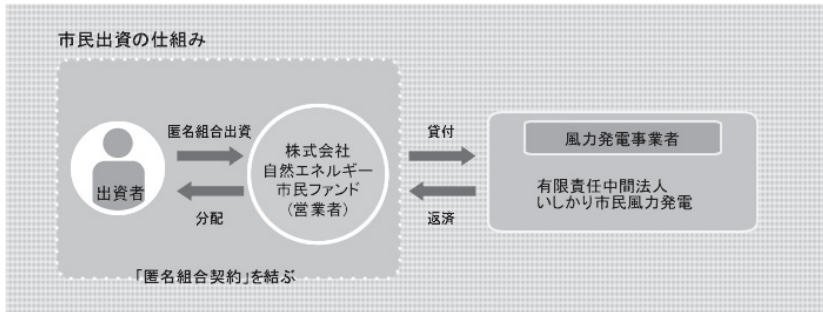
する投資につながっているように思います。七番
目が地域再生ファンド。この一〇年ほどの間に多
数設立されています。

以下、これらのファンドについてかいつまんで
御紹介していきたいと思います。

(1) 風力発電ファンド

風力発電は、再生可能エネルギー関係のファン
ドのなかでは、日本で最も早く設立されたものと
思います。十数年前から風力発電を市民出資で設
立するという動きがありました。図表5に示され
ているように、北海道や東北地方を中心に各地域
で、地域市民が出資した風力発電ファンドが登場
しています。一口五〇万円程度を集めて、風力発
電設備を設立するというスキームです。そして生
み出された電力を地域の電力会社買い取らせ
て、そこから得た売電収入をファンドのリターン

図表6 「市民風車ファンドいしかり」の仕組み



(出所) 自然エネルギー市民ファンド HP、
http://www.greenfund.jp/fund/fund_karinpu.html 参照。

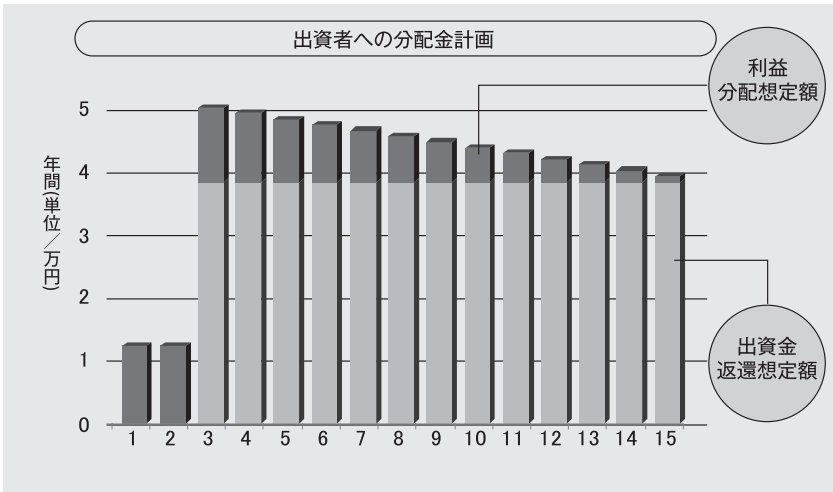
として還元するというものです。

もともと環境問題などに強い関心を持っていた人々で、地域のエネルギーを地産地消しようという志のある人たちが、こういう運動に参加して、ファンドをつくったというのが、バックグラウンドだと思います。

ファンドのスキームは、図表6と図表7に示される通りです。図表6は匿名組合出資を集めて、ファンドの営業者に出資し、それを風力発電事業者に貸し付けるというスキームです。この場合、貸付という形をとっていますので、売電収入をもとに返済され、さらに出資者に分配されるという流れです。図表7は、出資者への分配の計画です。一五年の分配計画で還元していくというやり方です。

日本の市民出資型のファンドは、数億円規模で風力発電を一基ごとくつくっていますが、海外で

図表7 「市民風車ファンドいしかり」の分配計画



(出所) 自然エネルギー市民ファンド「市民風車ファンド・いしかり」 出資のご案内、参照。

は、市民出資でも相当大きなファンドがつけられていて、銀行預金のような感覚で出資しているような地域もあるようです。日本の場合、まだそのような規模には達しておらず、数百人規模のファンドというところです。

興味深いのは、初めは地域の人たちだけが出資して、ほとんどが地元の人たちの出資だったようですが、だんだんこういうファンドが認知されるにつれ、むしろ地域外への出資者の広がりが見られるようになり、全国規模でお金が集まるようになっていと言われています。

難しいのは、市民出資で単独の風力発電施設をつくった場合、分散投資ができないという点です。ある風力発電の設備に不具合が生じた場合、リスクはその風力発電設備に出資した人だけに偏ってしまい、分散投資ができないというのは難点です。その一方で、「グリーンパワーインベス

トメント」の取り組みなどは、市民出資ではなく、機関投資家や商事会社、銀行などから億単位のお金を集めて、風力発電設備を数基つくって運用しますので、分散投資が可能になります。たとえば、一基が不具合を起こしても、全体としては一定程度のリターンが見込めるという形になるかかと思えます。

ただ、「グリーンパワーインベストメント」は、ユーラスエナジーの元代表取締役会長の堀俊夫氏が設立した会社で、同氏の個人的なバックグラウンドに依拠して設立された会社だと思えます。つまり、同氏は海外で風力発電事業に長年取り組んでこられましたので、今も同社では海外案件がかなり多いようです。国内案件は高知県大月町で一二基の風力発電設備を運営しているようです。現在、再生可能エネルギーの固定価格買い取り制度（FIT）が導入されていますので、今後は国内

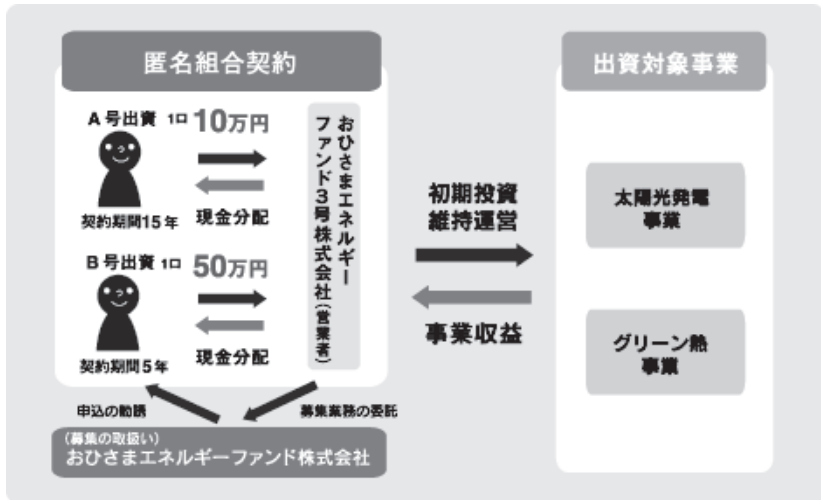
でもこのような取組が増えていくのではないかと思います。

(2) 太陽光発電ファンド

太陽光発電ファンドについては、「グリーンエネルギーファンド」が嚆矢とされているようです。これは、新居浜の地域住民がお金を集めて太陽光発電ファンドを設立した事例で、小規模ですが、二〇〇四年に設立されたそうです。

最近、よく紹介されているのは「南信州おひさまファンド」で、長野県の飯田市で設立されています。この「南信州おひさまファンド」については、図表8-9をご覧ください。このファンドは、一口一〇万円と五〇万円の出資を募りました。聞くところによると、飯田市は日照時間が比較的長いようで、太陽光発電に大変適していることから、太陽光発電ファンドが設立されたようにで

図表 8 おひさまエネルギーファンドの仕組み



(出所) おひさまエネルギーファンド HP、
http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_system.html 参照。

す。ファンドの仕組み自体は先ほどの風力発電とよく似ており、小口の資金を集めて、売電収入で分配していくというスキームです。

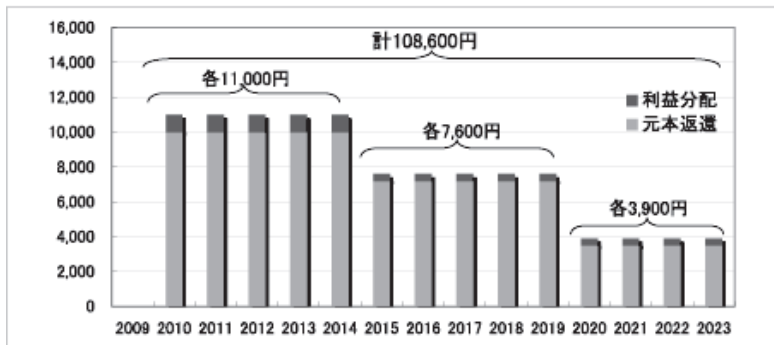
現在太陽光発電は、日本でかなり注目されていますので、最近では、民間の金融機関などこういうファンドを設立する動きも見られるようになっていきます。今後は、市民出資型ファンドだけでなく、大規模なファンドがメガソーラーを建設するような展開が出てくるものと思われます。

(3) 小水力発電ファンド

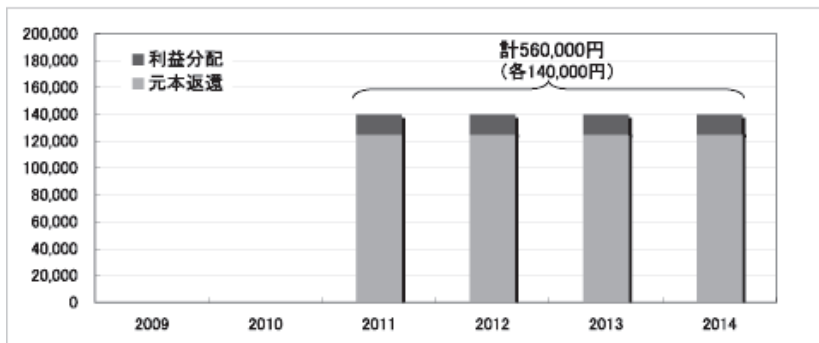
三番目の小水力発電ファンドですが、小水力発電というのは人工のダムではなくて、自然の水流を利用した発電です。昔の水車のようなイメージです。富山県の立山アルプスを水源とする小早月川でこの施設をつくる、ファンドの取組が進められており、すでに設備は完成し、最近稼働開始し

図表 9 おひさまエネルギーファンドの分配計画

■ A号出資者への現金分配予想図（1口10万円あたり）

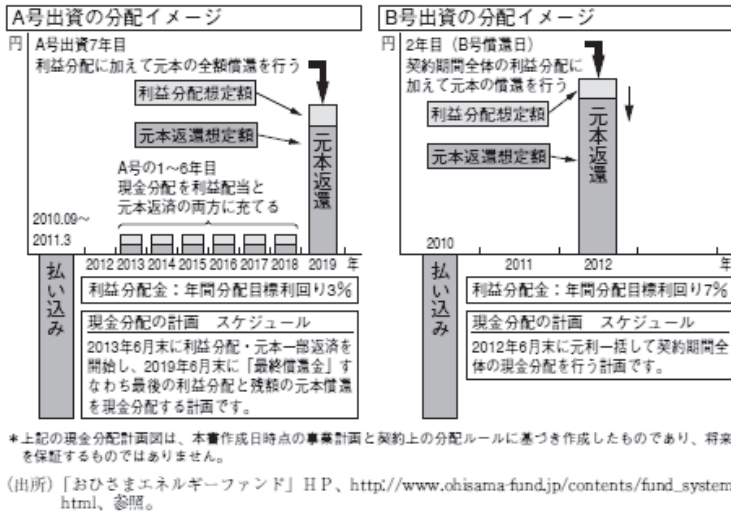


■ B号出資者への現金分配予想図（1口50万円あたり）



（出所）おひさまエネルギーファンド HP、
http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_share.html 参照。

図表10 「立山アルプス小水力発電事業」の分配金支払計画

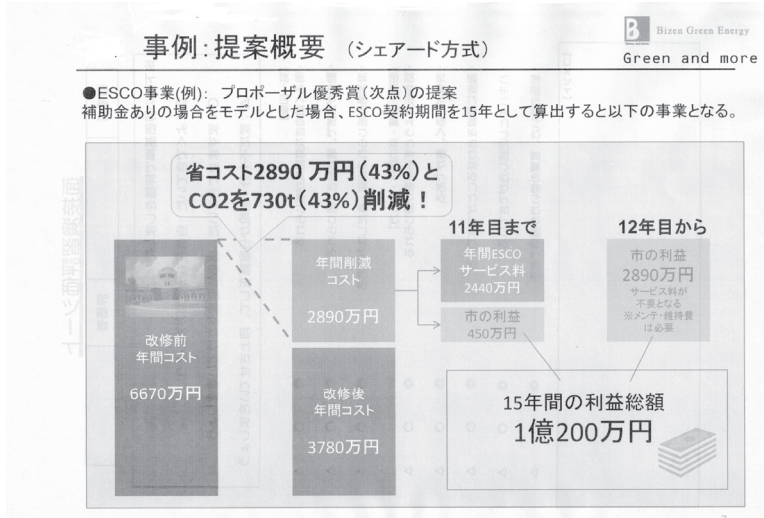


たと聞いております。このファンドも先ほどの風力発電ファンドと大体同じようなスキームです。一〇年程度の期間で運用していくということです(図表10)。

(4) グリーンエネルギーファンド

さらに、太陽光とか小水力とか風力ではなくて、バイオマスのファンドをつくる動きがありましたので、それも紹介します。具体的には、岡山県の「備前グリーンエネルギー株式会社」が二〇〇五年に設立したファンドです。ただし、この会社自体は、必ずしもファンドに特化しているところではなくて、ESCOという事業が主です。ESCOというのは、エナジー・サービス・カンパニーの略で、公共機関とか民間企業の省エネのソリューションビジネスです。いろいろな省エネの設計を担当して、そのアドバイスをするというビ

図表11 備前グリーンエネルギー株式会社のESCO事例（シェアード方式）

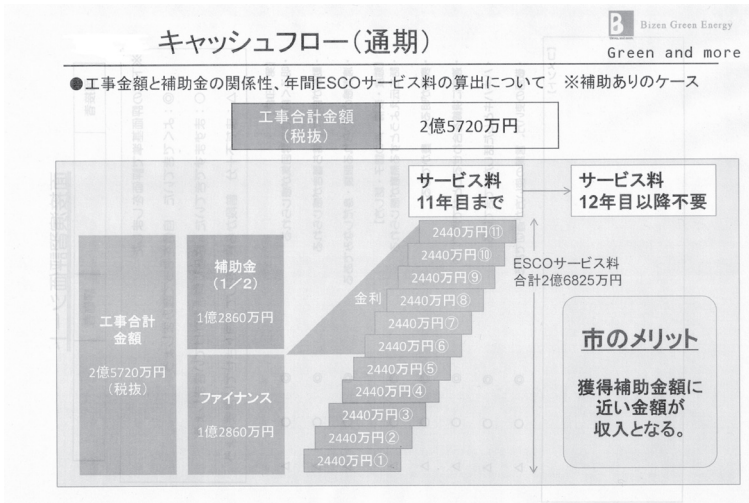


(資料) 同社資料「ESCO事業の概要」より。

ビジネスモデルです。具体的なビジネスモデルのあり方は、資料11に書いてある（キャッシュフローは図表12参照）のですが、いくつかの方式があるようです。この会社が、バイオマスのファンドも設立したわけです。

ただし、バイオマスのファンド自体は、一口一〇万円で集めたのですが、これはその後余り大きく展開することはなかったようです。金融機関から借りたほうが資金コストが安いというのが主たる理由のようです。この点は今後、市民出資のファンドのほうがいいのか、それとも金融機関からの借入を使うほうがいいのか、悩ましい議論があると思います。というのは、市民出資はどうしてもコストがかかる面をもっています。風力発電の市民出資などは、そのコスト負担を、NPOとか環境関連の団体が担っている面があります。その結果、資金調達コストが安く済んでいるよう

図表12 同事例のキャッシュフロー（通期）



(資料) 同社「ESCO事業の概要」より。

(5) 農業ファンド

五番目の農業ファンドは、いろいろなタイプが

に私には見受けられます。しかし、そこをビジネスとして進めるとなると、かなり資金調達コストは高くなりますので、銀行借入れのほうが安く、効率よく資金が調達できるという結論になる可能性は高いと思います。初期の段階では、風力発電など、あまり理解されなかったために、地銀から資金を借り入れることが難しかったので、市民からお金を集めざるを得なかったという事情がありました。しかし、これだけ再生可能エネルギーに注目が集まってくると、地銀からも投資や融資が引き出せるようになると思います。そうすると、調達側も、こちらのほうが安いという可能性は出てきますので、調達コストについて今後悩ましい面があると思います。

あります。逆に市民出資のものは少ないです。早
くに設立されたのは、一〇年ほど前にできた「ア
グリビジネス投資育成株式会社」で、この株主は
日本政策金融公庫や農林中金などです。同社が
ファンドを設立・運用しています。ただし、それ
ほど運用規模は大きくありません。むしろ政策的
な支援をしているというのに近いような印象があ
ります。

このほか、地方銀行も農業ファンドをかなり設
立していて、特に農業県に多いように見受けられ
ます。北海道の北洋銀行の「農業者関連事業者向
けの出資ファンド」、愛媛銀行の「えひめガイヤ
ファンド」、鹿児島銀行の「ドーガン・インベス
トメンツ」、宮崎銀行の「宮崎ネオアグリファン
ド」など、農業県の地銀が農業ファンドを設立し
ています。それほど規模は大きくないのですが、
地域の農業法人に対して出資をしているようで

す。

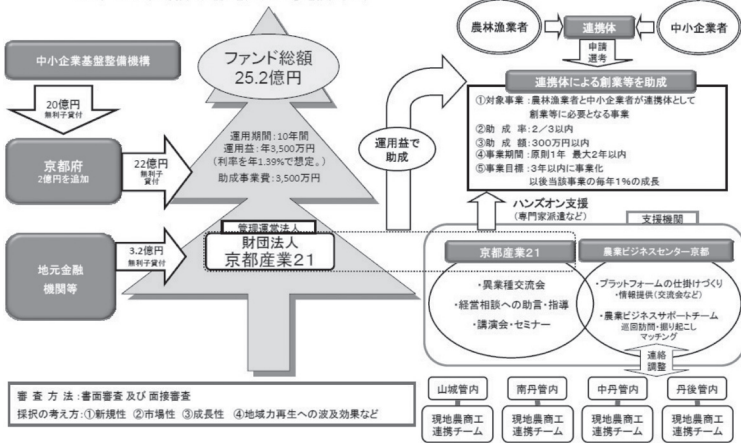
これらの農業ファンドの出資案件は様々です
が、ざっと見ると、いわゆる農業の第六次産業化
を目指す事業が多いように思います。農業は第一
次産業ですけれども、第一次産業だけだと、なか
なか収益が上がらない。それを加工し、消費者に
届けるという流れをつくる。つまり、第一次産業
の要素をベースにして、第二次産業と第三次産業
の要素をつけ加える。一＋二＋三＝六ですので、
農業の第六次産業化といわれるようです。このよ
うな第六次産業化を促す取り組みに投資する案件
が多いように思われます。

他方、メガバンクは農業ファンドについて余り
大きな動きはないようですが、全くないわけでは
なくて、東京三菱UFJ銀行は「MUFJアグリ
ベンチャーファンド」を三年ほど前に立ち上げて
います。ただし、この動きについては、その後余

図表13

きょうと農商工連携応援ファンド スキーム図

京都府における農商工連携を積極的に進めることを目的に、農林漁業者と中小企業者が連携した事業を支援するため、「きょうと農商工連携応援ファンド」を設置する。



(出所) 京都府HP:

<http://www.pref.kyoto.jp/nougyo-business/resources/1270607455487.pdf#search=>

「きょうと農商工連携応援ファンド」

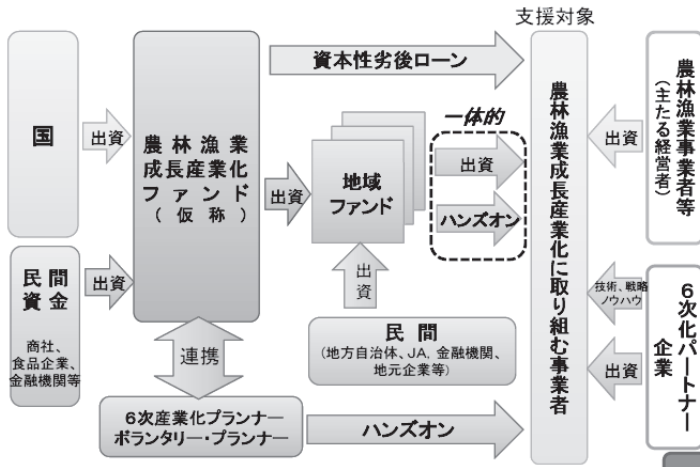
り情報がありません。それから農林中金も、農業ファンドをつくっています。

地方自治体などの動きとしては、「きょうと農商工連携応援ファンド」というのもできていて(図表13)、地域の行政が主導してファンドをつくっていることもあります。

政府の動きとしては、農林水産省が、以前、「農林漁業成長産業化ファンド」(図表14)を立ち上げるというアナウンスをしています。ただし、現在このファンドの構想がどのように展開しているのか、あまり情報がでていません。

民間では、ミュージックセキユリティーズの組が注目されます。この会社については、よく最近メディアに取り上げられる証券会社ですので、ご存じの方も多と思います。同社が農業ファンドを設立しています。ミュージックセキユリティーズは、小松社長が元ミュージシャンであっ

図表14 農水省の「農林漁業成長産業化ファンド（仮称）」スキーム



（出所）農林水産省HP、
http://www.maff.go.jp/j/kanbo/saisei/pdf/3_rokujika.pdf#search=農林漁業 ファンド 農水省

たということから、ミュージシャンを育てる音楽ファンドを設立して注目されました。そして、さらに拡大展開して、音楽ファンド以外にも、森林ファンド、酒蔵ファンド、放牧豚のファンド、ジーンズファンドなど、いろいろな個性的なファンドを展開していらっしやいます。

その一つとして、石川県の「ぶった農産」という会社に出資をするファンドを立ち上げています。「ぶった農産」というのは、歴史のある米づくり農家で、同社は「ぶった農産特別栽培コシヒカリファンド」を設立しています。一口五万円の出資を集め、収穫された米の販売に応じてリターンを提供するというスキームです。有機栽培米とか無農薬米など、投資家によるオーダーメイドな生産をするという点が特徴だと思います。さらには出資者にはお米を分配しているそうです。

(6) 林業ファンド

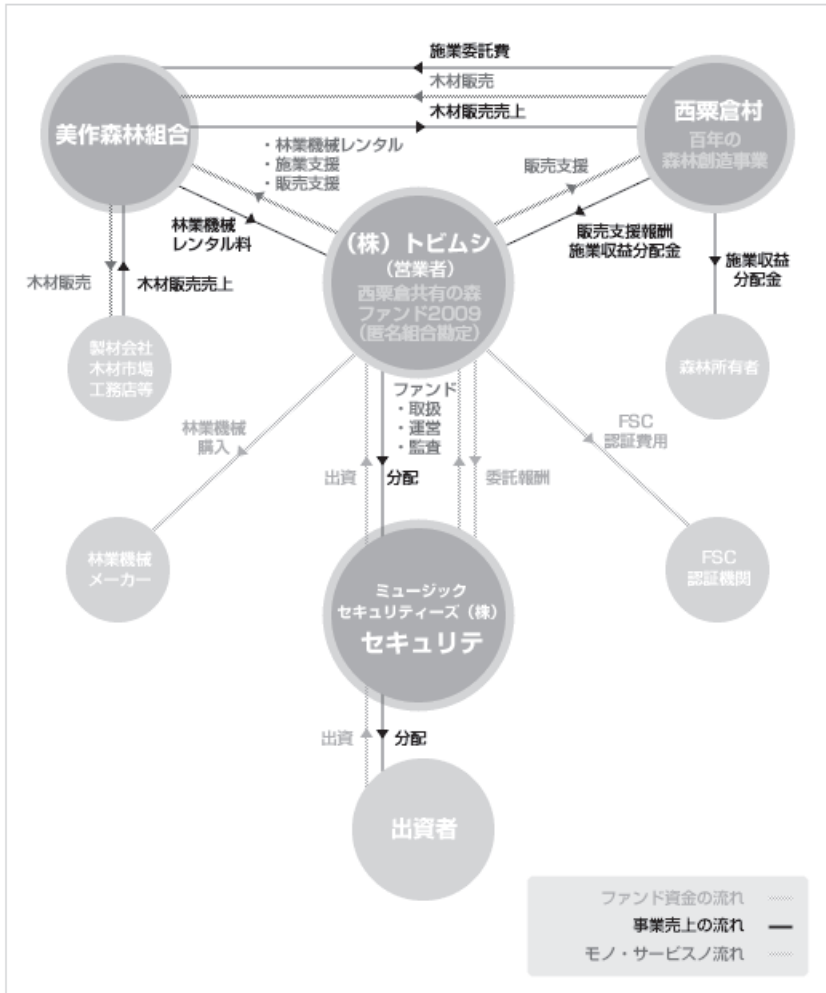
六番目は林業ファンドです。先ほども申し上げましたように、アメリカでは森林ファンドは確立された投資分野となっているようです。アメリカの場合、ティンバーランド・インベストメント・マネジメント・オーガナイゼーション(TIMO)という組織もあり、森林投資専門のマネージャーがファンドの運用に携わっているようです。したがって、投資のあり方も確立されていて、特に大学の基金がこれに投資をしているようです。一種の資源型のファンド投資とみなされているようです。

日本の場合は、これもやはりミュージックセキユリティーズがやっている「西栗倉村共有の森林ファンド」というのがあります。西栗倉村というのは最近いろいろな自然エネルギーとか有機農法とかで注目されている地域のように、そこで森林

ファンドを運用することです。ファンドは図表15のようなスキームで(収益シミュレーションは図表16)、出資者からミュージックセキユリティーズさんが出資を集めて、営業者であるトビムシという会社にファンドの運営を委託して、森林組合にいろいろな森林機械の購入とかの支援の出資をし、レンタル料の収入など、あるいは木材の販売収入などをリターンとして得るというようなスキームです。このファンドは小口の出資を一般の人から集めているのが特徴です。

さらに言うと、ミュージックセキユリティーズのスキームの興味深い点は、出資を全てインターネットで集めている点です。つまり、営業コストをかけないので、資金調達コストも引き下げられるという点が非常に重要なポイントだと思っています。先ほども申しましたように、小口の資金を広く薄く集めるとするのは非常に手間のかかること

図表15 「西栗倉村共有の森ファンド2010」のスキーム



(出所) ミュージックセキュリティーズHP :
<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=145>

図表16 「西栗倉村共有の森ファンド2010」の収益シミュレーション

事業収益		出資者収益			
機械レンタル収入(円)	販売支援収入(円)	1口払戻額(円)	利回り	源泉徴収後	源泉徴収後
				1口受取額(円)	利回り
53,062,800	0	42,966	-14.10%	42,966	-14.10%
53,062,800	5,000,000	45,496	-9.00%	45,496	-9.00%
53,062,800	10,000,000	48,027	-3.90%	48,027	-3.90%
53,062,800	13,899,520	50,000	0.00%	50,000	0.00%
53,062,800	15,000,000	50,256	0.50%	50,205	0.40%
53,062,800	20,000,000	51,420	2.80%	51,136	2.30%
53,062,800	25,000,000	52,584	5.20%	52,067	4.10%

(出所) ミュージックセキュリティーズ株式会社HP
<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=145>

で、コストや労力がかかる。さらに、いろいろなトラブルの処理も含めてコストがかかる。インターネットを利用することで、資金調達コストを引き下げるというモデルをつくっているわけです。今後、出資を集めるチャネルを考えると、インターネットの活用は非常に重要だと思います。

(7) 地域再生ファンド

最後に七番目の地域再生ファンドです。日本で地域再生ファンドは、二〇〇三年、ちょうど一〇年ほど前から各地域で設立されています。各地で設立された地域再生ファンドの一覧表が、図表17です。北海道から沖縄まで、ほぼ全ての都道府県でつくられています。すでにクロージングしたのもここには含まれているのですが、この一〇年間にこれだけのファンドがつくれたわけです。

日米のダブル・ボトムライン投資ファンド

図表17 主な地域再生ファンド

[illegible]

(注) カンセいの金額は、1県域ではなく複数の地域を対象とするフーズの総額である。また、ルネッサンスフーズIIは、複数の地域の金融機関と提携している。

これらのファンドの多くは、地域の再生・活性化を目的とするとうたっています。しかし、先ほど紹介したアメリカのファンドと違うのは、アメリカのファンドは、不動産のプライベート・エクイティ・ファンドであるのに対して、これは銀行とか政府とかが出資して、その投資対象も金融機関の保有する、地元の中堅・中小企業向けの不良債権です。したがって、債権買い取りファンドといえるわけです。これが大きな特徴です。ですから、日本の地域再生ファンドは、ファンドの設立から運営、イグジットまで地銀が大きく関与している。場合によっては公的機関も関与している。

二番目の特徴は、地方自治体や関連団体等の公的機関が関与しているものも含まれています。もちろん金融機関や証券会社も関与するのですけれども、地方自治体が関与しているものが幾つか含まれている。

三番目の特徴は、国内外の大手投資ファンド会社によって設立された企業再生ファンドは、ごく一部には見られるのですが、余り多くはない状況です。特に外資系は少ないです。その理由は、投資ファンドの観点からすると、中堅・中小企業というのは投資の間尺に合いにくいからだろうと思います。ダブル・ボトムライン投資では投資の規模が大変重要だと言われていますが、その間尺に合っていないと思われます。

四番目の特徴は、各ファンドの投資規模は二〇億円とか五〇億円とか、大きなものは一〇〇億円という規模ですので、やはり全体の規模も小さい。

最後に、地域再生ファンドは、基本的には大体債権の買い取り型ですが、一部に出資も見られます。しかし、金銭的なリターンと社会・地域貢献を明確に区別して運用されているかという点必ず

しもそうではないように見受けられます。むしろ金融機関のニーズが優先されているのではないかという印象もあります。したがって、日本の地域再生ファンドは、ダブル・ボトムライン・ファンドに近いようなイメージはあるのですが、やはり実態はそこからかなり遠いのではないかと思われます。

三、内閣府「ふるさと投資プラットフォームフォーラム」協議会の試み

最後に、内閣府の「ふるさと投資プラットフォームフォーラム」協議会についてご紹介します。この協議会の趣旨は、地域のお金を地域に還元させる仕組みをつくる際に、行政がどのように関与すべきかを議論することです。具体的には、二点が挙げられています。

一つ目は、こういうプラットフォームを活用した関係者間のネットワーク作りです。つまり、地域の人たちはそれぞれ地域での投資を考える。その際、行政がプラットフォームをつくることで、ネットワーク作りが促進される発想です。そのひとつとしてホームページづくりが検討されています。しかし、私としては、ホームページ以外にも、様々なネットワークの構築に行政が関与すべきではないかという点を指摘したいと思います。

二番目は、最近、地域の再生に特区を利用するという構想がしばしば見られますが、この特区の活用について、ファンドに対する支援ができないかという点です。特に、税制とか規制上の問題を議論しようというのが二番目の目的です。

協議会では、これらの課題解決のために、幾つかの論点を挙げて議論してきました。まず第一に、行政は何をするべきなのかという論点です。

次に、金融機関との連携による投資推進についてです。特に地銀はどういう役割を果たすべきかが論点です。三番目は、投資家保護や信頼確保のためには何をするべきなのか。第四に、幾ら志ある資金が集まっても、それが事業者にとってメリットがなければ使ってもらえないので、事業者にとってメリットがあるチャネルやスキームはどうあるべきか、という点が主な論点です。

現在、取りまとめ作業中ですので私からは結論的なことは言えないのですけれども、私としては、次の点を主張しました。まず、政府の役割として、単にホームページをつくるだけではなくて、情報交流や人的交流を促すような仕組みをつくってほしいという点です。というのは、地域のこととは地域の人が一番よく知っているというのは確かです。日本のことは日本人がよく知っている。しかしながら、地域ことは、実は地域の人

が一番知らないというのも事実だと私は思います。例えば二年ほど前に夕張に行きました。夕張はご存じのように自治体破綻として大きく取り上げられ、報道されました。破綻要因についても、いろいろな報道されています。炭鉱中心に発展した町が、炭鉱の衰退とともに、炭鉱から観光へと転換しようとした。そこで炭鉱設備を取り壊し、いろいろな観光設備をつくっていったわけですが、これがことごとく失敗して、結局その地域の負担になって自治体の破綻につながっていったわけです。

他方、ドイツも大きな炭鉱を抱えていて、同じ事態が起こったわけです。そのときドイツでは何をしたかという点、やはり炭鉱から観光へと転換したのですが、その際炭鉱施設を取り壊さずに、産業遺産として利用しながら地域おこしを試みたわけです。それが、成功を収めたと言われています。

す。そういう意味では、夕張の人たちは、無用の長物となった炭鉱設備が、潜在的には実は非常に価値のあるものであることに、多分気がつかなかったのではないでしょうか。しかし、別の地域の人が見ると、それは非常に価値のあるものだと見えたわけです。そういう事例は多々あると思うのです。それに気がつくためには、情報交流や人的交流が必要だと私は思います。言い方は良くないですが、タコつぼに入りがちな地域の人たちの目線を開かせる、あるいは発想を変えていくような機会をつくっていくことが、行政の仕事ではないかと私は思います。

印象深かったのは、水俣市に行ったときのことです。ここで印象深い標語を目にしました。それは大変短いもので、「負の遺産を富の遺産へ」。マインズの資産を富の資産に変えようというのが水俣の発したメッセージです。今、水俣市は環境モ

デル都市づくり宣言をしていて、環境対策では非常に先進的な地域になっているようです。多分そういう発想が生まれるのは、様々な交流があつてこそだと思えます。それをサポートするのも行政の役割だろうと思います。

二番目の金融機関との連携による投資推進については、協議会ではかなり慎重な意見が多かったように思います。しかし、金融機関の影響力は大きいので、金融機関の動向は注目される点だと思えます。そういうことを積極的にやりましようというところもあれば、ヘジテートするところもあります。

第三に、投資家保護は非常に重要なポイントで、特にディスクロージャーの仕組みはしっかりと整えるべきだと思います。そのときに、単に金融商品取引法上のディスクロージャーだけではなく、私はダブル・ボトムラインの発想も入れた

ディスクロージャーを検討するべきだと考えています。つまり、ファースト・ボトムラインとしてはこれだけのリターンが目指せる、セカンド・ボトムラインはこういうリターンがあるいうことはつきり「見える化」、つまり数値化して示すようなディスクロージャーの仕組みが必要だと思います。

もっと言えば、このような「志ある資金」を集めるといのが「ふるさと投資」の基本的な考え方ですが、これは、ややもすると、投資、寄附、詐欺が混同されやすい資金集めになりやすい。というのは、投資、寄附、詐欺というのは、なだらかにつながっているように思います。つまり、どこまでが寄附なのか、どこまでが詐欺なのか、どこまでが投資なのかがよくわからなくなってしまう危険性があると思います。そのよくわからないものはつきり区別するのは、ディスクロー

ジャーであり、かつ、ダブル・ボトムライン的な発想だろうと思います。それがなかったら、寄附も詐欺もごちゃごちゃになってしまうのではないかと思います。逆に言うと、ダブル・ボトムラインということに私が注目した理由は、こういうあたりを明確に線引きする基礎になるアイデアを与えてくれると思ったからです。

第四番目は、事業者のメリットという論点です。事業者にとつて、こういう資金を使うメリットがあるのか。単にコストが安いだけなのかどうなのかという論点です。単にコストだけで考えると、金融機関からの借り入れのほうが安い場合もあり、こういう資金を集める理由がよくわからなくなってしまう。そこで事業者のメリットとして指摘されているのは、投資者が消費者になる関係です。例えば、ジーンズのファンドの場合、単に資金を集めるだけでなく、その商品のファン

を集めることにつながる。つまり、消費マーケティングと金融マーケティングが一致する。そこにメリットが見いだされるのではないか。最近「つながり」型消費という言葉をよく目にします。が、これもその一つになるように思います。

まとめ

大体今までお話ししたことが今日の趣旨ですが、簡単にまとめると次の通りです。アメリカのダブル・ボトムライン・ファンドについて、今回調べたものは、地域再生ファンドとみなされるタイプです。また今回依拠した論文は、そういう地域再生型のダブル・ボトムライン・ファンドを運用している立場から書かれたもので、必ずしも客観的ではないかもしれない。したがって、今後はアメリカのファンドについてより詳しく調査

する必要があると思います。いろいろなタイプのファンドがほかにもあるでしょうし、このファンド自身も実際どのように運用されて、どのようなパフォーマンスを上げているのか、そのあたりをもう少し詳しく調べたいと思っています。

日本でも、ダブル・ボトムライン・ファンドとみなされるようなファンドがあります。まず一つ目として、再生可能エネルギーへの投資ファンドは、この趣旨に合致するのではないかと思えます。ここで注目すべきは、最近、コミュニティパワー三原則が提唱されていることです。その第一原則は、地域の利害関係者が全部あるいは過半数の所有権を有すること。地域の人たちが設備を所有するという原則です。二番目は、意思決定は地域に根差した機関が行うという原則です。三番目は、社会的・経済的便益は地域に分配、還元されるという原則です。このように、設備は自分たち

のもので、自分たちがコントロールし、リターンも自分たちが受け取るというのがコミュニティパワー三原則で、この原則にのっとって再生可能エネルギーを導入するという考え方です。

確かに再生可能エネルギーは、原発のように大きな被害をもたらすことはないでしょうけれども、風力発電でも目ざわりだとか、音がうるさいとか、耳ざわりだというような問題もあります。しかし、こういう三原則に基づいて運用すれば、そういった難点は、かなり削減されるというのがこの三原則の趣旨だろうと思います。日本でも今後、再生可能エネルギーが普及するだろうと思いますが、それでも、その際大きなファンドが登場してくると、必ずしもこの三原則に合わないものも出てくる可能性があると思うのです。大規模施設の場合、必ずしも地域にリターンが還元されるか分かります。そこで、地域への貢献をど

う図っていくか、さらにそれをどのように測定し、明示するかは重要なポイントだと思います。

日本の地域再生ファンドについては、必ずしもダブル・ボトムライン・ファンドとは言えないのではない。しかし、日本でも地域の面的再生は重要な課題ですので、今後どのようなファンドが設立されるのかは注目点だと思います。今、三月末の金融円滑化法の期限切れが問題になっており、新たな中小企業向け再生ファンドが構想されているようですが、点としての地域の中小・中堅企業を再生させていっても地域再生は難しいだろうと思います。面として地域を再生するような発想を入れないと、点としての中小・中堅企業は再生しないのではない。面として地域全体をどう再生していくかということが課題です。その際、アメリカの事例は参考になると思います。

以上、予定の時間がまいりましたので、一旦こ

ここで打ち切って、このあと質疑を受けたと思います。どうもありがとうございます。（拍手）

高坂常務理事 どうもありがとうございました。

大変興味深いお話を拝聴いたしました。

それでは、多少時間を残していただいておりますので、何か御質問、御意見等おありの方がございましたら、お願いいたします。挙手をいただければ、マイクをお回ししますので、よろしくお願いいたします。

松尾 今日、太陽光発電ファンドを運用している「おひさまエネルギーファンド」の永田さんが来ていらつしゃいますので、もし何か最近の事情など補足していただけたところがあれば、最初にお話しいただければと思うのですが、いかがですか。

永田 一つだけ申し上げます。補足でもないの

すけれども、先ほど先生がおっしゃっていたFIT（自然エネルギーの全量買い取り制度）が導入されたことによって、今現在やはり私たちにも影響が出てきております。例えばアルプス発電の水力の事業ですが、総事業費が小さ目に言って二〇億円だとしますと、市民出資のところで例えば一〇億円を集めて、一〇億円のファイナンスのところですが、残額一〇億円のところは環境省の助成金をもらってきている（注：立山アルプス小水力発電事業の総事業額は約一一億円である）。

私どもは会社設立から常に環境省のモデル事業に選ばれてきていますので、環境省の助成金を必ずどのファンドも今まで取ってきていたのですけれども、それが今後なくなってくるだろう。それはやはり売電価格が保証されてきて、上がってきていることによって、収益が上がってきて、投資家へのリターンも確保されてきます。ただ、この

ように政権がぐらぐら動いていますので、あつちにぐらぐら、こつちにぐらぐらして、そういうのに振り回されないような形を自分たちでしっかりとつくっていかなくてはいけない。あとは、いろいろそういうことを考えていらつしやる思いのある自治体とおつき合ひでも、そういうところに振り回されないで、自治体も主導していくのはなかなか難しいので、そういうところのお手伝いをしながらやっていくというのが現状となっております。

高坂常務理事 それでは、どなたか御質問のある方はいらつしやいますか。

では、私のほうから一つだけ伺います。地域再生ファンドの話を興味深く拝聴いたしましたけれども、日本は米国と違って、いわゆる不良債権買収の取柄的なものを中心になつてしまつており、また、点としての再生ということになつているとの

ことですが、むしろ日本こそ中心市街地の空洞化、いわゆる「シャッター通り」とかの状況があるわけですので、まさに米国型の、面としての開発というのが大いに求められると思うのですが、今のところ、まだそういった動きが余り出ていないとすれば、どのあたりに一番問題があるとお考えですか。

松尾 これだけが問題だということではなくて、多分いろいろなところに問題があるだろうと思います。面としての地域再生の実験的な試みが過去にあります。その一つとして、産業再生機構が手掛けた栃木県日光の温泉旅館の再生案件です。

ここでは、温泉旅館街の経営不振に陥つた複数の温泉旅館をまとめて経営再建することを試みています。つまり、産業再生機構は、一つ一つの旅館にお金を出して支援をするのではなくて、奥日光の温泉旅館街を一つの面として捉えて、温泉再

生という取り組みを行ったのです。たしか三つか四つぐらいの温泉旅館を再生した。このような試みを行った理由は、温泉街全体がだめになった場合、一つの施設だけを再生して、ピカピカになっても、周りが廃墟のようにボロボロだったら、観光客は全然楽しくないわけです。ですから、そこにある温泉旅館を面として束ねて再生するところに意味があるわけです。さらに面として再生することによってシナジー的な効果もある。それを試みたわけです。

その後も温泉街を面として再生する動きはあつて、成功事例もいろいろあるようですが、実際は非常に難しいと思います。というのは、確かに温泉街は運命共同体であり、全体がよくなることを目指してはいるけれども、温泉街の一つ一つの温泉旅館のオーナーは、一国一城の主ですから、よそはライバルです。そこで、どうしても足の引つ

張り合いがおこってしまう。地域を面的に再生するというのは、総論は賛成だけれども、実際にやると足の引つ張り合いが起こったりして、なかなかうまくいかない。地域の再生、商店街のシャッター通りの再生は、面として再生することによって初めて実現できるというのは正しいと思うのですが、実際やってみるとなかなか難しいというのが、実情だと思っています。

そのほかに、お金の問題もあると思います。どういうふうにしてそこに出資のチャンネルをつくっていくか、その出資のチャンネルづくりの難しさがあります。どうしても規模が小さいとファンドの投資の間尺に合わないと思います。さらに、規制の枠にひっかかってきて、うまくいかなという問題もあります。また、人材の問題もあると思います。面としての地域を再生するには、いろいろな難点が複合的に絡まっていると思います。

す。しかしながら、今のように少子化し、高齢化し、人口減少社会になっていくと、大きな町で大きなインフラは維持できないので、コンパクトシティとかスマートシティにせざるを得ないという必然性があり、面としての地域再生が求められる。ですから、これは避けられないテーマだろうと思います。

ただ、希望としては、いろいろな地方都市での試みには、とても興味深いものが多数見られるようになってきました。例えば、富山県とか新潟県とか鳥取県とか、非常におもしろい試みがあります。一年前、スマートシティに関するシンポジウムに出席して、各地の取組について話を聞いたのですが、それぞれの地域特性を生かして、非常に創意工夫のある試みをしています。非常に難しい課題ではあるけれども、いろいろな地域特性に応じた試みがなされていて、そこに私は可能性がある

のではないかと思っています。まさに、「負の遺産を富の遺産へ」です。

特にこのような興味深い試みに取り組んでいる地域では、知事が頑張っているという印象があります。大体若い知事です。四〇代とか五〇代、私よりも多分若いぐらいです。非常に意欲的で魅力的な地方の首長方が頑張っている姿を見ると、可能性を感じます。余り答えにはなっていないのですが。

高坂常務理事 それでは、ほぼお時間になりましたので、以上をもちまして本日の証券セミナーを開きとさせていただきます。

改めまして、松尾先生、どうもありがとうございました。（拍手）

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学経営学部教授・同学部長）
当 研 究 所 客 員 研 究 員

（この講演は、平成二五年二月八日に開催されました。）

松 尾 順 介 氏

略 歴

1959年 神戸市生まれ。

1988年 京都大学大学院経済学研究科博士課程中退。

1999年 博士号（京都大学・経済学）取得。

山一証券、(財)日本証券経済研究所・大阪研究所主任研究員などを経て、

2005年 4 月 桃山学院大学経営学部教授（現代に至る）

同年 4 月 日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）

京都大学、関西学院大学、大阪市立大学等の非常勤講師を兼任。

著 書

主著 『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年、

共訳書 マーク・ロー『アメリカの企業統治』、東洋経済新報社、

ヒラリー・ローゼンバーグ『ハゲタカ投資家』、日本経済新聞社、

など。