

政府が大規模な成長投資を促すなか、地域金融機関に問われるのは資金量だけではない。地域で生まれる情報を投資可能な資産に変え、そのリスクに適した資本へつなぎ、回収した資本を次の案件へ循環させる仕組みをどう築くのが問われてくる。地域銀行の次の事業モデルを「資本のリレー」という視点から考えてみたい。

成長投資を支える受け皿

SBI新生銀行は2026年8月、地域金融機関14行との「地域成長投資連携協定」締結を公表した。買収・事業承継や再生可能エネルギー、データセンター、物流、都市・地域開発などで共同連携体制を築き、成長資金の地域循環につなげる構想である。複数の地域銀行が力を合わせ、大型案件への資金供給力を高める。

こうした捉え方が素直な解釈だが、もう一段分解すると別の姿も見えてくる。これまで銀行は案件発掘や事業性の見極め、条件設計、資金供給、リスク保有、継続管理などを一体的に担

ってきた。今回の連携は、これらの金融仲介機能を複数の金融機関にまたがって分け、それぞれの強みを生かせる場所へ再配置する試みとも読める。

筆者は19年の本誌への寄稿（注）で、野村証券と山陰合同銀行の提携を題材に、地銀が比較優位を持つ顧客接点や助言へ資源を集中し、その他の機能を外部と組み合わせる事業モデルを論じた。金融機能を分け、それぞれに適した担い手に委ねるという考え方は、法人金融にも通じる。

地域金融に必要な「資本のリレー」型事業の在り方

成長投資を支える金融仲介機能の再設計

日本資産運用基盤
社長 大原 啓一



日本で必要とされる投資の規模は大きく変わろうとしている。26年7月公表の日本成長戦略では、17の戦略分野が定められ、62の主要な製品・技術等について、主として40年度までに累計370兆円を超える官民投資が想定されている。国内民間設備投資についても、40年度まで250兆円が新たな官民目標として位置付けられた。

もっとも、政策上重要な事業と、民間投資家にとって魅力ある投資対象は同義ではない。政府や地方自治体は補助金、保証、税制、規制改革などを通じて民間資本が参加できる条件を整えられるが、投資判断そのものは代替できない。

さすれば次に問われるのは、地域企業やプロジェクトを発掘し、事業性を磨き、リスクと価格を評価し、第三者が自らの判断で投資できる状態にまで仕立てる機能である。政策の言葉で語られる「重要案件」を、投資家が判断できる「投資可能な資産」へ翻訳する。その受け皿をつくる金融仲介機能が、資金量と同じように重要になる。

「供給」から「循環」へ

筆者は「地銀も融資だけでなく、もっとエクイティ投資をすべきだ」と主張したいわけではない。多くの地銀グループは、傘下のキャピタル会社を通じ、ベンチャー投資や事業承継、企業再生、地域活性化などの目的別ファンドを運営し、すでにエクイティ投資によるリスクマネーを供給してきている。だからこそ次のような問いが生まれる。地銀グループやファンドが初期段階のリスクを取り、企業や事業を育てた後、その資本を誰が引き継ぐのか――。

ベンチャー投資であればIPO（新規株式公開）やM&Aが代表的な出口になる。一方、エネルギーやデータセンター、物流、インフラ、あるいは成熟段階に入った企業などでは、安定後のリスクを長期保有できる別の資本へ受け渡すことも考えられる。案件形成期の高い事業リスクを負う資本と、収益が見え始めた段階を長期保有する資本では、求める収益率も期間も異

なるからである。

第一走者を地銀グループとするならば、第二、第三の走者へどのようにバトンを渡し、回収した資本を次の案件へ投じるかが次の課題となる。本稿では、こうした仕組みを「資本のリレー」と呼びたい。ここでいう資本とは、株主資本に限らず、銀行貸出やファンド資金を含めて案件のリスクを負担する資金を広く指す。

案件形成期には、地銀グループや事業主、政策金融機関、投資会社、専門ファンドなどがリスクを取る。事業が進んで運営体制や統治、収益、主要なリスクを第三者が評価できるようになれば、その段階に適した保険会社や年金基金、各種ファンドなどの長期資本へ受け渡す。初期資本を回収できれば、それを次の案件へ再投資できる。

もちろん、金融技術として新しい話ではない。プロジェクトファイナンスの借り換え、プライベートエクイティ（PE）やベンチャーキャピタル（VC）の出口、貸出債権の売買など、資本の受け渡しは以前から

行われている。新しい問いは、それを個別案件で行うだけでなく、地域金融の事業モデルとして意図的に設計できないかという点にある。

このとき地銀の強みになるのは、バランスシートの大きさだけではない。企業との長年の関係、経営者との対話、事業承継や設備投資の兆しなど、地域に根差すことで生産できる情報がある。ただし、情報を持つことと投資判断ができることは別である。また、地域外の投資家に「地域の発展のために買ってほしい」と求めている、資本は持続的には動かない。

地域案件も他の資産と同じく、収益性やリスク、価格、統治、規模、分散可能性などで評価される。地域性は投資理由ではない。地域でしか得られない情報を、地域外の投資家にも評価できる資産へ変換できるかが問われる。この意味で、地域金融の「地域性」は、資本が地域内にとどまることだけにあるのではない。価値ある情報が地域で生産され、その情報をもとに地域内外の最適な資本を動かすこと

にもある。

銀行経営にとつての意義も小さくない。貸出資産を保有して利ザヤを得ることは引き続き重要だが、案件発掘や条件設計、資金調達の組成、投資家への接続、継続管理にも経済価値がある。地銀の利益プールは「どれだけ資金を持ち、貸せるか」だけでなく、「どれだけ良質な案件をつくり、最適な資本を動かせるか」へも広がり得る。

ただ、外部へリスクを移せば自動的に資本効率が改善するわけではない。規制上の資本負担は取引構造に左右され、優良資産を売れば利ザヤも失う。目的はリスク保有量を減らすことではなく、自行が持つべきリスクは保有しつつ、限られたバランスシートを効率的に用い、資本コストを踏まえた取引全体の収益性を高めることにある。

資本循環を支える 資産運用機能

ここまで考えると「地銀グループにはすでに投資子会社があるのだから、そこが担えばよいのではないか」という疑問が生

じる。確かに、資本のリレーの前半では、投資子会社が大きな役割を果たす。銀行のネットワークから案件を発掘し、情報の非対称性が大きな段階でリスクを引き受け、経営者に伴走しながら価値を高める。それは多くの地銀系投資会社が培ってきた能力である。

しかし、その案件をより幅広い第三者資本へつなぐとすると、別の機能が必要になる。それは、投資家の立場から案件を独立して評価し、価格を検証し、他の投資対象との比較や分散を考え、利益相反を管理し、継続的な価値評価や情報開示・管理を行う資産運用機能である。

ここが必要になるのは、必ずしも地銀系投資会社そのものではない。地域で生産された情報と第三者資本との間に、独立した資産運用機能が存在することが本質である。その上で、既存の地銀系運用会社が必要な能力と統治を備えれば、その有力な担い手になり得る。

その役割は、地域で発掘された「案件」を第三者投資家が評価し、保有できる「投資可能な

資産」へ変換することにある。個々の案件が小さく調査コストに見合わない場合には、複数案件を束ね、評価や情報開示の基準をそろえ、投資可能な規模と分散をつくることも、この変換に含まれる。

その具体例の一つが、PEIT（未公開株式等対象投資法人）である。当然、PEITが唯一の答えではなく、案件に応じ非公開ファンドや保険・年金資金、インフラファンドなど複数の受け皿が必要になる。

ただ、成熟段階に達した未公開企業やプロジェクト運営会社の株式等をPEITへ受け渡し、初期資本を次の案件へ振り向けられるならば、資本のリレーの後半を担う受け皿になり得る。とりわけ上場を前提とするPEITは、長期・低流動性の未公開資産を投資法人の中で保有しながら、投資家には市場で投資口を売買する経路を設け得る。期限付きで少数の投資家を中心に運営されることが多い組合型ファンドに比べ、原資産に必要な長い保有期間と個々の投資家が資本を固定する期間を一定程度

度切り離し、投資家層を広げられる可能性がある。

もちろん、上場は原資産の流動化や投資口の十分な売買を保証しない。市場価格と純資産価値が乖離する可能性や上場・開示コストもある。それでも、随時の払い戻しを前提とせず、市場で投資口を売買する経路を持ち得る点は、低流動性資産を長期保有する器として意味がある。

加えて、上場を目指すPEITには、未公開株等の公正価値評価や情報開示、利益相反管理、内部管理体制などが求められる。地域で発掘された案件を第三者投資家が継続的に評価できる金融資産へ変換することが制度上も求められる。これが、本稿でいう「投資可能な資産への翻訳」と重なる。

さらに、登録投資法人は資産の運用を資産運用会社へ委託する必要がある。資産運用会社には金融商品取引法上の投資運用業の登録が求められる。案件を発掘し、初期リスクを取りながら事業を育てる機能と、第三者の資金を預かり独立した投資判断を行う機能は同じではない。

PEITはその違いを制度上、目に見えるかたちにする。

地域案件を幅広い長期資本へつなぐ動きが広がれば、地銀グループにとって「なぜ資産運用会社を持つのか」という問いへの答えも変わり得る。親銀行の販売網に商品を供給する会社から、地銀やキャピタル会社が生み出した案件を投資家の資産へ翻訳し、地域内外の長期資本につなぐ運用主体へ変貌を遂げる。地銀系資産運用会社には、そうした役割拡張の余地がある。

ただし、既存の地銀系運用会社がそのまま未公開資産運用を担えるわけではない。価値評価や利益相反管理、機関投資家対応等には新たな能力と人材が必要となる。足りない機能は自行グループに抱え込まず、外部の専門運用会社や事業者と組み合わせればよい。地域金融の高度化とは、何を自ら持ち、何を共有し、何を専門家に委ねるかを設計することでもある。

資本移転を支える責任設計

もとより「資本のリレー」を

地域金融は「資本のリレー」へ

安易に礼賛するつもりはない。特に「銀行が持ちたくないリスク」と「銀行が持ち続けにくいリスク」は区別する必要がある。期間や案件規模、集中度、自己資本負担などのため銀行には長期保有しにくくても、長期の負債を持つ保険会社や年金、十分に分散されたファンドには適した資産があり得る。

一方、銀行自身が信用力に懸念を持ち、自行では保有したくない案件だけを外部へ移すのであれば、単なる逆選択になりかねない。案件を発掘する主体と最終的にリスクを負う主体と離れるほど、誰が案件をつくり、誰が事業を運営し、誰が投資判断し、誰が価値を評価し、誰が継続管理するのかを明確にしなければならぬ。

金融の仕組みを整えれば良い事業が自動的に生まれるわけでもない。地域企業であれば経営者、インフラ等であれば開発事業者や専門的な運営者が必要であり、金融は事業運営者の代わりにはならない。また系列運用会社も、親銀行等が持ち込んだ案件を追認するのではなく、必

要ならば「投資しない」と判断ができなければならない。つまり資本をリレーできたとしても、責任を曖昧にはできないということだ。

こうした構造を考える実装の場として、北海道・札幌市の金融資産運用特区の取り組みは興味深い。ここでは、GX（グリーン・トランスフォーメーション）・AI（人工知能）を軸に金融・資産運用機能の集積が進み、再生可能エネルギーやデータセンター、次世代半導体など大規模な投資需要も見込まれる。札幌証券取引所でも、再生可能エネルギー施設やAIデータセンター等の運営会社への投資を念頭にPEITが研究されているという。

重要なのはPEITを設立すること自体ではない。地域の案件や銀行の情報生産力、専門的な投資判断、事業運営、ファンド管理、長期資本、資本市場という別個の機能を一つの循環としてつなげられるかにかかっている。当社も、地域金融機関や地方自治体等との対話を通じて、こうした機能分担の実装可能性

を検討している。

同じ問いは北海道だけのものではない。例えば、九州では半導体を中心に大型設備投資が続き、広島でも地域開発について構想・資金供給からファンド等による運用までをつなぐ金融機能の整備が進みつつある。資本集約型の投資が各地域で増えるほど「誰が案件をつくり、誰が初期リスクを取り、誰が投資可能な資産へ変換し、誰が長期保有するのか」という問いは、具体性を増してくる。地域を越えて金融機能を組み合わせることも一つの姿になり得る。

地域金融の競争力とは、一つの銀行がどれだけ多くの資産を最後まで抱えられるかだけではない。地域でしか得られない情報から良質な案件をつくり、そのリスクに最も適した資本を動かし、回収された資本を次の案件へ循環させる。その過程で必要な金融機能を、最も適した担い手へ配置する。銀行のバランスシートを束ねる金融から、機能と資本をつなぎ、循環させる金融へという変化が進めていく。そうすれば、地銀系の資産運用

会社にとっても、親銀行の商品をつくる会社から、地域で生まれる投資機会と地域内外の長期資本をつなぐ存在へ、その役割があらためて問われることになる。

（注）拙稿「地域銀行に迫られる事業モデル改革の方向性」（本誌2019年10月14日号）

おおはら けいいち
03年東京大学法学部卒、10年ロンドンビジネススクール金融学修士課程修了。野村資本市場研究所を経て、04～15年興銀第一ライフ・アセットマネジメント（現アセットマネジメントOne）の東京・ロンドンオフィスで主に事業・商品開発業務に従事。15年マネックス・セゾン・バンガード投資顧問を創業し、17年まで同社代表取締役社長。18年日本資産運用基盤を創業し現職。