

⇒ 研究ノート ⇐

ご 当 地 フ ァ ン ド

「郷土愛」は報われるのか

齋 藤 達 弘

「ご当地ファンド」とは「資産の全額もしくは一部を「ご当地」に関連する企業に投資するファンド」のことである。「ご当地ファンド」の先駆けは2002年に大和証券が販売した「静岡ベンチマーク・ファンド」である。その後、2005年から2006年にかけて「ご当地ファンド」のブームがあった。大和証券が先導したブームだった。ところが、2007年を境にパタリと止み、今日、見聞きすることはほとんどない。この論文では何が起こっていたのかを提示する。

「ご当地ファンド」とは

「ご当地ファンド」とは「資産の全額もしくは一部を「ご当地」に関連する企業に投資するファンド」のことである。八代（2002）は、「地域金融機関は地域の資金仲介機能を果たしていくべきであり、なんらかの形で地元の資金を地元で回転させていく努力が求められている」と主張する。このとき、預貸業務による資金循環モデルのほかに、証券市場を通して資金を循環する方法が考えられる。それが、個人投資家の郷土意識に訴える地域密着型投資信託、「ご当地ファンド」だ。

八代（2002）は、「ご当地ファンド」のメリットとして、

- 地域の顧客にとって身近で、なじみの深い銘柄に投資できる。¹
- 地元企業への資本提供や職域取引のある地元進出の工場での雇用機会の確保につながる。

ことをあげている。一方で、「ご当地ファンド」をポートフォリオとしてみると、地域密着であるがために、組み入れ銘柄が特定の業種に偏り、十分な分散投資が図られないデメリットがある。

¹ Huberman（2001）や Ivković and Weisbenner（2005）を参照されたい。

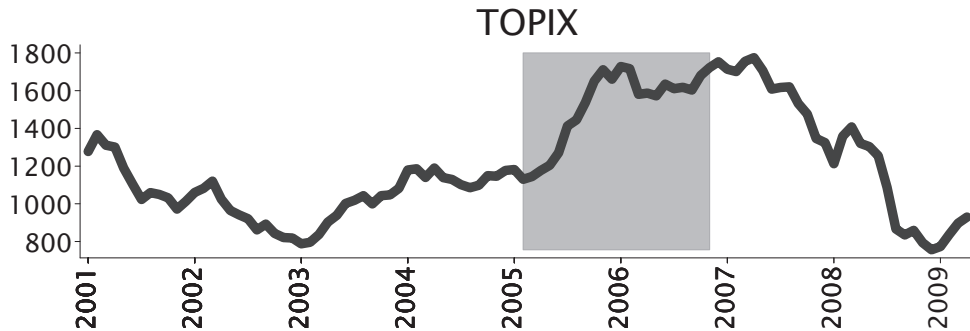


図1 TOPIX（「ご当地ファンド」のブーム）

サンプルは2001年3月から2009年6月までの月末値、サイズは100である。横軸の年は3月末を示している。網掛けは表1に示している「ご当地ファンド」の第2期ブームの期間を示している。

「静岡ベンチマーク・ファンド」

「ご当地ファンド」の先駆けは、2002年4月に大和証券が販売した「静岡ベンチマーク・ファンド」である。「静岡ベンチマーク・ファンド」の狙いは、

- ファンドの基準価格が静岡経済の指標となることを目指す。
- 静岡県下の企業への間接的な資本供給を通じて、静岡企業の支援・育成を図る。
- 静岡県民の親近感・安心感を得られるファンドを目指す。

にある（前川，2002）。

「静岡ベンチマーク・ファンド」の投資ユニバースは、静岡県内に本社を置いている、あるいは静岡県に進出し一定規模の雇用を創出している上場または店頭登録している企業である。そして、投資ユニバースの時価総額上位70社すべての株式を組み入れたポートフォリオを構築する。

「静岡ベンチマーク・ファンド」について、内山嘉二氏（静岡銀行個人部プライベート・バンキング・グループ長）は「パッシブ運用のほうが保守的な県民性に合致している」と発言している（前川，2002）。ここでは「パッシブ運用」という言葉はすべて購入する（銘柄選択をしない）という意味で用いられ、一般に用いられる（銘柄選択をしないという意味では同じなのだが）インデクスに連動する運用という意味では用いられていない。また、実質株式組入比率は通常の状態でも90%程度以上を維持することを基本として運用する「静岡ベンチマーク・ファンド」は、システムティック・リスク（市場リスク）に晒されているため、決して「保守的」（手堅く安全を重視する）な金融商品ではない。

表 1 大和証券投資信託委託株式会社が発売した「ご当地ファンド」

設定年月	ファンド名	ファンド愛称	純資産額	決算回数
第 1 期				
2002 年 1 月	静岡ベンチマーク・ファンド		46	1
2002 年 7 月	茨城ファンド	コラボいばらき	29	1
2002 年 9 月	神奈川応援ファンド		4	1
2003 年 2 月	彩の国応援ファンド		12	1
第 2 期				
2005 年 4 月	富山応援ファンド	ニュー・ファースト	65	12
2005 年 7 月	北海道応援・外債バランスファンド	北の夢大地	50	12
2005 年 9 月	福島応援・外債バランスファンド	ハッピーアイランド	35	12
2005 年 11 月	新潟県応援ファンド		28	12
2005 年 12 月	長野応援ファンド		18	12
2005 年 12 月	FIT ネット・三県応援ファンド	ベストフィット	80	12
2006 年 1 月	栃木応援・外債バランスファンド		28	12
2006 年 2 月	京都応援バランスファンド	きらめきストーリー	27	6
2006 年 3 月	北東北三県応援・外債バランスファンド	郷土愛 (AAI)	30	12
2006 年 5 月	奈良応援ファンド	万葉の国	7	12
2006 年 6 月	富山応援ファンド PART 2	ファースト 5・5	25	6
2006 年 9 月	兵庫応援バランスファンド		11	12
2006 年 12 月	愛媛県応援ファンド		20	12
2006 年 12 月	紀陽地域株式・外債バランスファンド	ベストハーモニー	14	6
2007 年 1 月	常陽 3 分法ファンド		90	12
第 3 期				
2008 年 5 月	山口・広島・福岡応援ファンド	トリプルドリーム	5	1
りそな銀行専用ファンド				
2006 年 9 月	りそな・埼玉応援・資産分散ファンド	埼玉ブンさん	42	12
2006 年 9 月	りそな・東京応援・資産分散ファンド	大江戸ブンさん	79	12
2006 年 9 月	りそな・多摩応援・資産分散ファンド	多摩ブンさん	11	12
2006 年 9 月	りそな・神奈川応援・資産分散ファンド	はまのブンさん	8	12
2006 年 9 月	りそな・中部応援・資産分散ファンド	りそちゅーブンさん	35	12
2006 年 9 月	りそな・京都滋賀応援・資産分散ファンド	京・近江ブンさん	10	12
2006 年 9 月	りそな・大阪応援・資産分散ファンド	上方ブンさん	51	12
2006 年 9 月	りそな・ひょうご応援・資産分散ファンド	ひょうご元気ブンさん	7	12

純資産額の単位は億円である (2009 年 5 月末時点)。

「ご当地ファンド」ブーム

「静岡ベンチマーク・ファンド」の後、「ご当地ファンド」は、2002 年から 2003 年にかけて、茨城、神奈川、埼玉と対象を替えて販売された。しかし、(純資産額からみた営業ベースで) 成功を収めたのは静岡だけだった (表 1 を参照)。株式市場が下落局面にあったことも一因だろう (図 1 を参照)。

それから 3 年後、2005 年から 2006 年にかけて「ご当地ファンド」のブームがあった。大

表 2 大和証券投資信託委託株式会社による地方銀行の囲い込み

設定年月 第 2 期	ファンド名	取り扱い 販売会社（地方銀行）	日本株 組み入れ比率
2005 年 4 月	富山応援ファンド	富山第一銀行	20% 程度
2005 年 7 月	北海道応援・外債バランスファンド	北洋銀行	20% 程度
2005 年 9 月	福島応援・外債バランスファンド	福島銀行	20% 程度
2005 年 11 月	新潟県応援ファンド	北越銀行	20% 程度
2005 年 12 月	長野応援ファンド	長野銀行	20% 程度
2005 年 12 月	FIT ネット・三県応援ファンド	富山第一銀行・北國銀行・福井銀行	20% 程度
2006 年 1 月	栃木応援・外債バランスファンド	栃木銀行	20% 程度
2006 年 2 月	京都応援バランスファンド	京都銀行	50% 程度*
2006 年 3 月	北東北三県応援・外債バランスファンド	青森銀行・秋田銀行・岩手銀行	30% 程度
2006 年 5 月	奈良応援ファンド	南都銀行	20% 程度
2006 年 6 月	富山応援ファンド PART 2	富山第一銀行	50% 程度*
2006 年 9 月	兵庫応援バランスファンド	みなと銀行	30% 程度
2006 年 12 月	愛媛県応援ファンド	愛媛銀行	20% 程度
2006 年 12 月	紀陽地域株式・外債バランスファンド	紀陽銀行	50% 程度*
2007 年 1 月	常陽 3 分法ファンド	常陽銀行	30% 程度

* は年間の決済回数が 6 回の「隔月分配型」ファンドである。

和証券と大和証券投資信託委託株式会社が先導したブームだった。その背景には金融の規制緩和があった。

2004 年 12 月、銀行が株式売買を取り次ぐ証券仲介業に参入することになった。当時、証券会社の国内店舗数は約 2000 店（約 260 社）ほどである一方で、地銀・第二地銀の店舗数は約 12000 店（113 行）、その預金残高の合計は約 240 兆円だった。2005 年春からペイオフが解禁される予定の地銀・第二地銀は、地域の特徴を生かし、大手銀行や郵便局との差別化を図り、かつ流動性資金と手数料収入の確保を考えていた。そこに浮上したのが「ご当地ファンド」だった（表 2 を参照）。ところが、2007 年を境にパタリと止み、今日、「ご当地ファンド」を見聞きすることはほとんどなくなった。

「ご当地ファンド」の実際

●●県応援ファンドの特色

主として、海外のソブリン債等および●●県企業の株式に投資し、安定した収益の確保および信託財産の成長をめざします。●●県企業とは、●●県内に本社またはこれに準ずるものを置いている企業と、●●県に進出し雇用を創出している企業とします。海外のソブリン債等への投資はマザーファンドを通じて行ない、信託財産の純資産総額に対するマザーファンドの受益証券の組入比率は 80% 程度、株式の組入比率は 20% 程度とすることを基本とします。

この●●に県や地域の名称を挿入すれば「ご当地ファンド」の出来上がりである。このようにして、表 1 に示す第 2 期に「ご当地ファンド」は販売された。第 1 期に販売された「ご当地

表 3 「新潟県応援ファンド」が保有する主要銘柄

区分	企業名	株式コード	取引市場	業種
B	国際石油開発帝石	1605	東証 1 部	鉱業
B	石油資源開発	1662	東証 1 部	鉱業
B	大成建設	1801	東証 1 部	建設業
B	大林組	1802	東証 1 部	建設業
B	鹿島建設	1812	東証 1 部	建設業
B	北越製紙	3865	東証 1 部	パルプ・紙
B	信越化学	4063	東証 1 部	化学
B	昭和シェル石油	5002	東証 1 部	石油・石炭製品
B	ユニオンツール	6278	東証 1 部	機械
B	リケン	6462	東証 1 部	機械
B	パナソニック電工	6991	東証 1 部	電気機器
A	コメリ	8218	東証 1 部	小売業
B	しまむら	8227	東証 1 部	小売業
B	イオン	8267	東証 1 部	小売業
A	第四銀行	8324	東証 1 部	銀行業
A	北越銀行	8325	東証 1 部	銀行業
B	東北電力	9506	東証 1 部	電気・ガス業
A	亀田製菓	2220	東証 2 部	食料品
A	コロナ	5909	東証 2 部	金属製品
A	日本精機	7287	東証 2 部	輸送用機器

- A 県内企業 新潟県内に本社またはこれに準ずるものを置いている企業
 B 進出企業 新潟県に進出し（一定以上の）雇用を創出している企業

ファンド」には海外の債券（ソブリン債）は組み入れられていなかった。組み入れなくてもファンドを設定できる対象だけに絞り込んでいたからだ。

第 2 期の「ご当地ファンド」の一例として「新潟県応援ファンド」を取り上げてみよう。

「新潟県企業の株式」はどのような運用なのか、「新潟県応援ファンド」の「運用報告書」（第 38 期（決算日 2009 年 4 月 10 日））に

新潟県内に本社またはこれに準ずるものを置いている企業の株式に対しては、時価総額に応じた投資比率で組み入れを行いました。

また、新潟県に進出し雇用を創出している企業（金融業は除く）の株式に対しては、時価総額と県内従業員など新潟県との関連度を考慮して銘柄選定を行い、進出企業のうち県内従業員比率が一定以上の企業については県内企業として扱い時価総額に応じた投資比率で組入れ、それ以外の進出企業の株式は、それぞれの時価総額に応じた比率に一定の値を乗じた投資比率で組入れを行いました。

と書かれている。つまり、投資ユニバースを

- A 県内企業 新潟県内に本社またはこれに準ずるものを置いている企業
- B 進出企業 新潟県に進出し（一定以上の）雇用を創出している企業
- C 進出企業 新潟県に進出し（一定未満の）雇用を創出している企業

に区分して、AとBについては、新潟県との関連度は同等と判断し、時価総額の比率で組み入れ、Cについては、新潟県との関連度が低いと判断し、時価総額の比率よりも小さい比率で組み入れるということだろう（表3を参照）。

銘柄選択のポイントは「新潟県との関連度」と「時価総額」であり、ポートフォリオへの組み入れ比率は選択された銘柄の「時価総額」に応じている。ポートフォリオに組み入れるためには、市場で十分に売買されていなければならない。一般に時価総額の大きい銘柄は市場流動性も高い。そのため、投資信託の純資産額が大きくなるほど（投信販売が多くなればなるほど）、時価総額の大きい銘柄を組み入れざるを得なくなる。そうでなくても、県内企業の大部分は時価総額が小さく、市場流動性も乏しいことから、購入できたとしても少額で、株式ポートフォリオのパフォーマンスに与える影響は小さい。²

「新潟県応援ファンド」が発売された直後、あるブログはつぎのように記している。³

新潟の企業に投資されるのは信託財産の20%。残りの80%は海外の債券（ソブリン債）に回されます。債券の内訳はドル通貨圏とユーロ通貨圏でそれぞれ50%程度ずつ。毎月分配型。一万口から（1万円前後くらい）。

うーん、新潟県はおまけて感じでしょうか。まあ、新潟県の企業に投資するっていっても、投資する会社もそんなにいっぱいないでしょうし、安全性を考えればそんなものでしょうか。

運用実績はわからないのですが、ダイワ高格付米ドル債オープンの分配金額が1万口当たり35円なので、これもそれくらいかなあと思います。銀行預金してるよりはマシでしょうか。

「新潟県応援ファンド」の購入者の平均的な思いを現しているだろう。

野村アセットマネジメントのアプローチ

大和証券投資信託委託のライバル、野村アセットマネジメントは正統派のアプローチで「ご当地ファンド」を捉えようとしていた。野村アセットマネジメントは、日本を7つのブロックにわけて、それぞれのブロックに地域別インデックスをつくり、そのインデックスに連動する「ご当地ファンド」を販売しようとした（表4を参照）。

² 松山大学 (http://www.matsuyama-u.ac.jp/topics/detail.php?lif_id=790) が「松山大学地域調査」のひとつとして「ご当地ファンドとしての『愛媛応援ファンド』作成」を報告している。「愛媛応援ファンド」の構成は、上位5銘柄（組入比率）をあげると、四国電力38.57%、アサヒビール14.97%、ユニ・チャーム10.09%、パナソニック8.83%、住友重機械工業7.53%である。愛媛県とのかかわりの深さを重視した結果だと推測するのだが、上位2銘柄で53.54%を占め、それら両方がディフェンシブ銘柄であることを踏まえると、上げに強く、下げに強いパフォーマンスになると思われる。

³ 「にゃふまた」(2005年11月14日)<http://blog.livedoor.jp/nyafunyu/fu/archives/50202614.html>

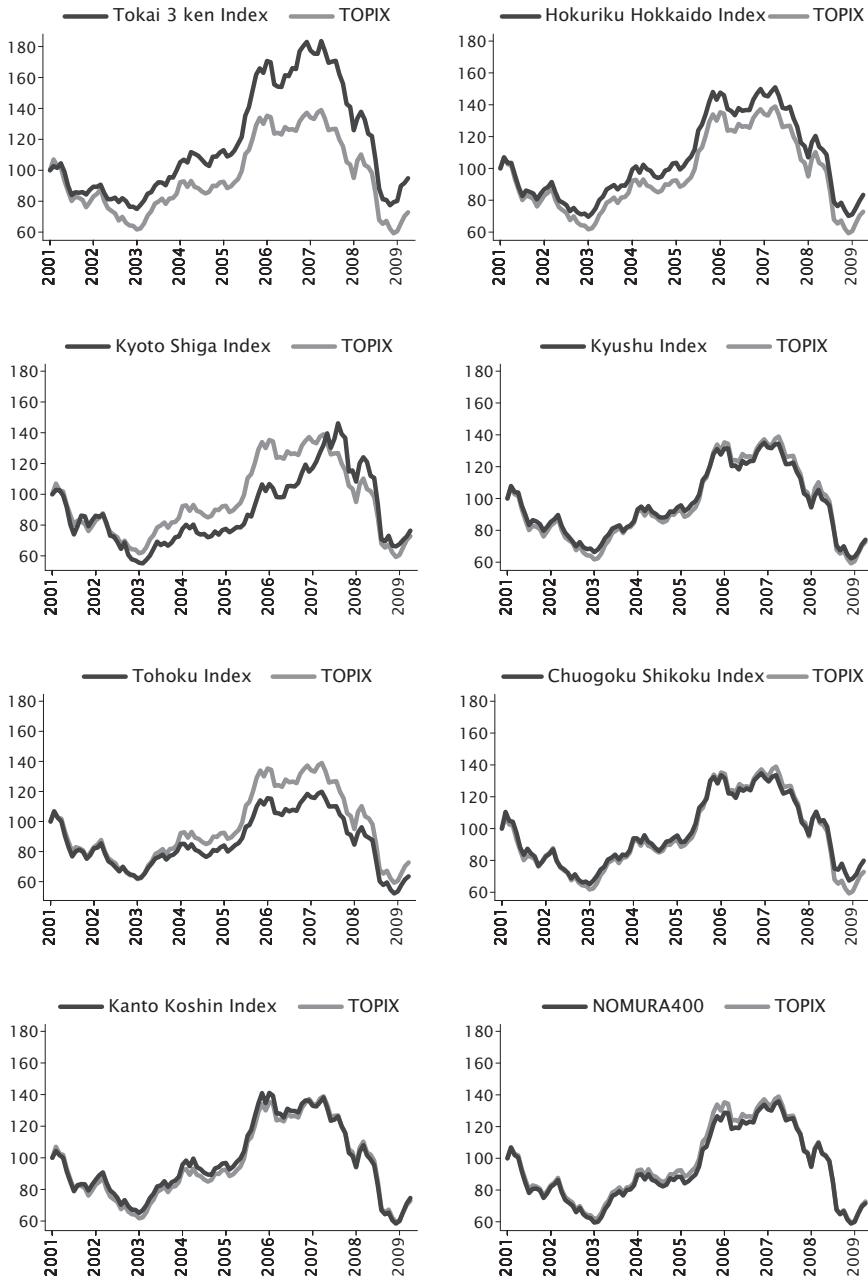


図 2 NOMURA 日本株地域別インデックスと NOMURA400

サンプルは、2001年3月から2009年6月までの月末値、サイズは100である。横軸の年は3月末を示している。インデックスは2001年3月末を100としている。最下段右のNOMURA400は、野村証券金融工学研究センターが選定している「日本株式市場の全銘柄の中からアナリストの意見を基に選定された市場代表性の高い400銘柄（投資ユニバース）」である (<http://qr.nomura.co.jp/jp/n40/index.html>)。

表 4 野村アセットマネジメント株式会社が発売した「ご当地ファンド」

設定年月	ファンド名	ファンド愛称	純資産額	決算回数
2005年9月	東海三県インデックスファンド	グレーター東海ファンド	64	1
2005年10月	北陸・北海道インデックスファンド	ほくほくインデックスファンド	15	1
2005年11月	京都・滋賀インデックスファンド	京（みやこ）ファンド	85	1
2005年12月	九州インデックスファンド	九州に来んしゃい	20	1

純資産額の単位は億円である（2009年5月末時点）。

ところが、図2に示すように、地域別インデクスとTOPIXの動きを比較すると、左最上段の「東海三県」とその下の「京都・滋賀」に特色が見られるものの、その他のインデクスはTOPIXと大きくは違わない。これでは「ご当地ファンド」の設定は難しい。TOPIXのインデクス・ファンドと同じになるからだ。せっかくの正統派のアプローチも、営業としては、成功したとは言えなかった。

さいごに

「ご当地ファンド」の評価の難しさはベンチマークの設定の難しさにあり、そのことは投資家が「ご当地ファンド」をどのように評価するかという難しさでもある。「投資家にとっても地元企業を応援できる仕組みになっているから、投資する実感がわき、地元経済に貢献している満足感を味わうこともできる」とメリットが強調される。しかし、地元経済が低迷するとき収入が減少し、「ご当地ファンド」のパフォーマンスもまた低迷し、資産価値が減少するならば、投資家は地元に対して二重にリスクに晒されていることになる。「ご当地ファンド」により「郷土愛」は報われるのかと問われるならば、それは難しいと言わざるを得ない。

最近、興味深い動きがある。『日本経済新聞』（2010年10月18日付）は、三菱UFJ投信が2010年12月に、東海地方（愛知、岐阜、三重、静岡）の主要企業の株価指数に連動する上場投資信託（ETF）を名古屋証券取引所に上場することを報じた。2009年6月に、財務省東海財務局が地域の産業支援の取り組みとして提言した国内初の「ご当地ETF」である。株価指数はスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が開発し、ファンドは東海4県に本社を置く上場企業で、トヨタ自動車など時価総額の大きい50銘柄で構成するという。ご当地EFTはご当地ファンド（投資信託）とは違い、株式市場で取引される金融商品であることから、投資家は全国に拡がる。また、株価指数に連動するインデクス・ファンドであることからベンチマークは明確である。

参考文献

- 前川裕志, 2002, 「ローカルな資金の担い手」を目指す静岡銀行『金融財政事情』（きんざい）2002年6月10日号, 16–20.
- 八代恭一郎, 2002, 「地域内の資金循環を促進するアセットマネジメント業務の確立を急げ」『金融財政事情』（きんざい）2002年6月10日号, 12–15.
- Huberman, Gur, 2001, Familiarity breeds investment, *Review of Financial Studies* 14, 659–680.
- Ivković, Zoran, and Scott Weisbenner, 2005, Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments, *Journal of Finance* 60, 267–306.