

第10章 資本市場とアグリビジネス

— 資本市場の活用によるアグリビジネスの発展に向けた課題と展望 —

エグゼクティブマネージャー 林 誠一郎

1. はじめに

日本農業の課題を解決する策の一つとして、事業の大規模化や法人化が謳われている。背景には、少子高齢化等にもなう担い手不足と耕作放棄地拡大への対応、農業の成長産業化を目指す国策の下での農林水産物やその加工品の輸出競争力の強化と輸出量の拡大、あるいは消費者ニーズを背景とした食品加工メーカーによる原材料としての農産物の国産化志向の流れへの対応等、日本農業に山積している課題がある。

事業の大規模化や法人化を資金面から支えるためにも、時間はかかるかもしれないが、本格的な規模の資金(リスクマネー)を資本市場から調達する道を拓くことが求められているものと考ええる。

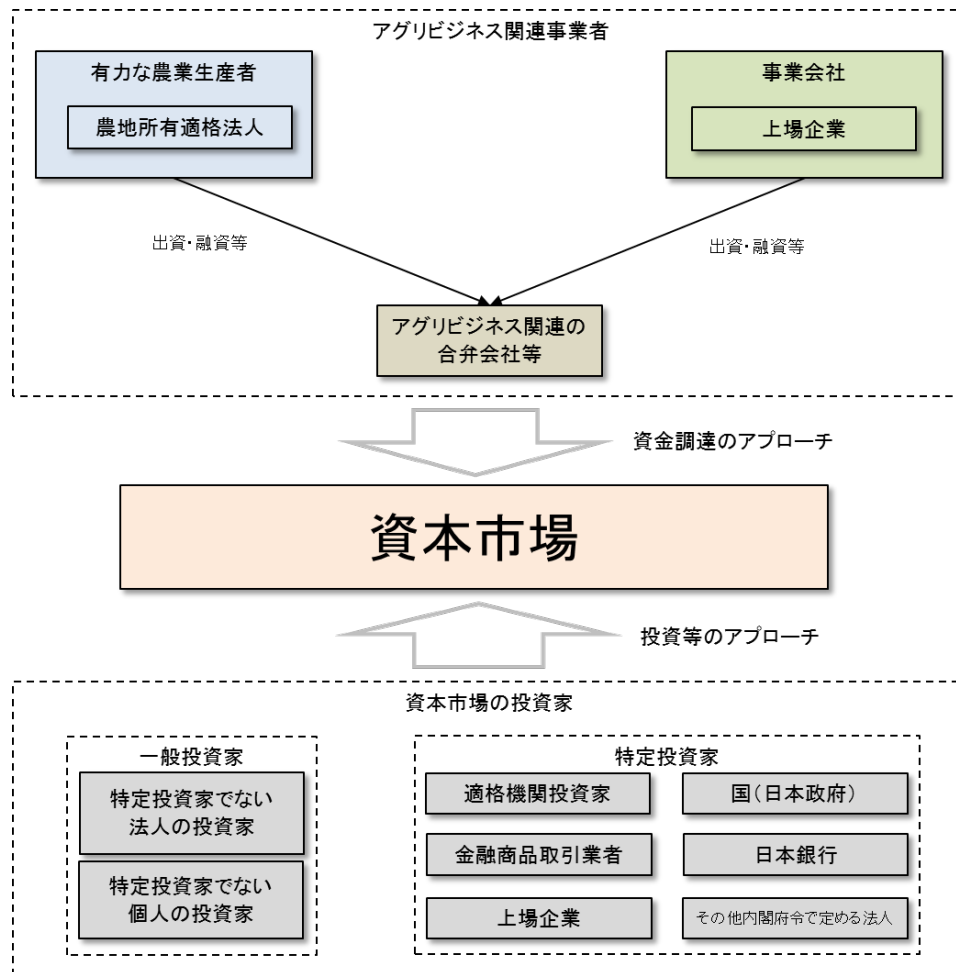
そして、資本コスト(資本市場から調達した資金に対して負担するコスト)を上回る収益性を備えた“フロンティアに立つ”アグリビジネス関連事業者が増えはじめることで、はじめて農業が成長産業化し、グローバルな市場の中で競争力を有し、一回り大きな「食料産業」としての発展が可能になるのではないだろうか。これは、他の産業が過去に辿ってきた道でもある。

シンプルに表現すれば、本稿は日本の農業及び関連事業(ここでは「アグリビジネス」という)に携わる事業者が、その事業に必要な設備投資資金や運転資金として、ある程度まとまった資金を資本市場から調達するための考え方等を分析することを試みている。すなわち、コーポレート・ガバナンスや企業価値評価方法等の資本市場のプレーヤー達の“モノの見方”や“ロジック”がどういうものなのかを知り、そして、資本市場で課題になっている点やその課題を克服する方法を分析する。なお、本稿では、農業及び関連事業に携わる事業者として、以下、3つの事業体を想定している。これら3つの事業体を、本稿では、「アグリビジネス関連事業者」という(図表1上段を参照)。

- ①既にアグリビジネスに参入している、または参入を検討している上場会社をはじめとする異業種企業で、資本市場から50億円・100億円といったまとまった規模の資金調達を視野に入れている事業者
- ②6次化事業等を通じてそのような事業会社と連携してアグリビジネスに取り組んでいる農地所有適格法人等の有力な農業生産者
- ③事業会社と農業生産者の合併会社をはじめとした協業事業体

一方で、資本市場に参加している投資家(資金供給者)の「目」に、資金を投資し運用する対象先として、アグリビジネスがどのように映っているのか、ということについても探っていきたい。すなわち、地域活性化への貢献等の金銭以外のリターンに価値を見出して投資するのではなく、株式や債券等の“有価証券等への投資”として資本市場にまとまった金額の資金を提供する投資家からみた視点である。このような投資家は、一般投資家や適格機関投資家を始めとした特定投資家(ここでは、後述するファンドも含めて広義の「資本市場の投資家」という)(図表1下段を参照)と呼ばれ、彼らの視点(ここでは「資本市場の視点」という)を通して見たアグリビジネスの世界を俯瞰することも、今後アグリビジネス関連事業者が資本市場からの本格的な規模の資金調達の道を拓く可能性を探る上で貴重なヒントを得ることになるのではないだろうか考える。

図表1 アグリビジネス関連事業者と資本市場の投資家の概念図



(出所)野村アグリプランニング&アドバイザー作成

2. 資本市場からみたアグリビジネス

まず、異業種の事業会社がアグリビジネスへ参入する際に、資本市場の投資家が、アグリビジネスの経営上の留意点やリスクをどのように見るのかという点を考察してみたい。事業会社は、アグリビジネスへの参入を検討する際に、参入後に経営のコントロールを十分に行えないと思えば投資に躊躇するのではないかと考えるからである。また、アグリビジネスは多くの場合、農地を媒介して地域社会との協働が求められるが、この事を、異業種の事業会社が、経営上どう位置づけるべきかについても考察してみたい。

以上、本章では、コーポレート・ガバナンスの観点、その中でも特に「経営のコントロール」及び「地域社会との協働」の2つの観点から、上場会社を含む異業種の事業会社がアグリビジネスへの参入を行う場合の留意点を考察する。その後、資本市場の視点から見たアグリビジネスにおいて想定されるリスクについても概説を試みることにする。

(1) 「経営のコントロール」から見た異業種参入の留意点

まず、経営のコントロールという観点で考察する。ここでは事業会社のアグリビジネスへの参入方法を、便宜上、大きく次の3つに分けて検討する。すなわち、①農地の所有権を取得する場合、②賃貸借契約を通じて農地の権利取得をする場合、③農地を利用しない農業経営を目指す場合、である。この3つの場合のそれぞれで、経営のコントロールの在り様は変わってくることに注意したい。

① 農地の所有権を取得しアグリビジネスへ参入する場合

まず、1つ目の農地の所有権を取得しアグリビジネスへ参入する場合であるが、農地法上、農地を取得することができる法人は、農地所有適格法人の資格を有していることが求められる。つまり、農地所有適格法人を新たに設立するか、既存の農地所有適格法人に出資することが求められるわけである。本稿はアグリビジネスへの参入の実務書ではないので手続きの詳細に触れることは避けるが、農地所有適格法人の資格取得に際しては次のような様々な制約を受ける。

- i. 法人形態については、株式会社は非公開会社に限定されている。
- ii. 事業要件として、売上高の過半が販売・加工等を含む農業であることが求められる。
- iii. 構成員・議決権要件については、株式会社であれば株主として、農業（経理・企画・管理等の事務を含む等、必ずしも直接に農作業を行う必要はない）・農畜産物の加工・貯蔵・運搬・販売等の関連事業を合わせ原則として年間150日以上従事する個人（「常時従事者」という）や、当該法人に農地について所有権もしくは使用収益権（地上権、永小作権、使用貸借による権利又は賃借権をいう）を移転した個人、農地中間管理機構、地方公共団体、農業協同組合等（以上「農業関係者」という）が議決権の過半数を占めていることが求められる。
- iv. 役員構成については、株式会社であれば常時従事者たる構成員（株主）が取締役の数の過半を占めていなければならない。また、取締役又は重要な使用人（いずれも常時従事者に限る）のうち1人以上が農作業に従事（原則年間60日以上）することが求められる。

農地法のこれらの制約がある中、農地所有適格法人を通じてのアグリビジネスへの参入は、異業種の企業経営者の目から見れば、機動的な経営のコントロールに少なからず支障を来すものと考えられる。一つずつみていきたい。

まず、法人形態の点では、上場企業は農地所有適格法人にはなれない。

また、事業要件については、農業を副業として位置付ける事業会社も農地所有適格法人にはなれない。

さらに、構成員要件の点では、総議決権の1/2超を持つ株主は農業関係者でなければならない。

つまり、農業関係者以外の株主は1/2未満でなければならない縛りがある。そのため、異業種から参入する事業会社にとっては、長期に安定的な農業生産を営むために農地を所有しようと考えて農地所有適格法人を設立したとしても、事業会社自身が議決権の過半数を取得することはできないわけである。この場合、選択肢の1つとして、“間接的に”事業会社が農地所有適格法人の経営をコントロールする方法が考えられる。すなわち、自社の役職員を個人の農業関係者として出資させて、農地所有適格法人の議決権の1/2超を確保する方法である。また、地域の有力農業者と連携しパートナーとして合弁会社を共同設立し、当該合弁会社が農地所有適格法人の資格を得るような場合も同様である。自社の役職員が何らかの方法によって個人として農業関係者になり、事業会社の出資と並んで、しかるべき金額を農地所有適格法人に出資し株主となる。両者の出資を合わせて、議決権の1/2超を確保し経営のコントロールを行うという検討である。そのような場合には、当該事業会社がパートナーである有力農業者と株主間契約を締結して、各々の役割分担・責任分担を明確にし、当該合弁企業に対する経営のコントロールを補完することも検討できるのではないだろうか。なお、合弁会社の場合には、経営のコントロールを確保することと、農地所有適格法人の構成員・議決権要件を満たすことは関連しているので、株主構成を検討する際には細心の注意が必要となる。

最後に、役員要件の点では、人数ベースで取締役の過半が農業常時従事者である株主でなければならない、更に当取締役又は重要な使用人（農場長等）のうち、1人以上が直接に農作業に従事（原則年間60日以上）しなければならないという縛りがある。なお、地域の有力農業者をパートナーとして合弁会社を設立している場合などは、株主間契約で事業会社側とパートナーの有力農業者側の取締役の人数が同数になるように決めているケースもある。その場合は、大株主となっている自社の役職員が代表取締役になっているにせよ、パートナーの有力農業者側の取締役の人数とのバランスを考慮する必要がある。つまり、経営のコントロールを担う取締役の構成に一定の縛りを受けることになるわけである。

アグリビジネスに参入する事業会社にとっては、事業の立ち上げ時より、経営のコントロールを確保するため、自社の役職員を当該法人に出向させ、代表取締役として経営を指導・管理する必要がある。それと同時に、現地に常駐させる役職員が議決権を持つ株主になることについては、その役職員に出資金をどのように用意させるか、また、どのように本社の指示命令に背かせないようにするか、さらに、将来的に事業会社の人事異動が行われた際に当該株式の後任者への譲渡に関わる手続き等にも頭を悩ませることとなる。

農地の売買や賃借についても注意が必要である。これらは、原則として農地法第3条第1項により、農業委員会の許可を受ける必要がある。新規に農地所有適格法人を立ち上げて農地を取得する場合も、既存の農地所有適格法人に出資した上で農地を追加で取得する場合のどちらのパターンにも該当することである。農業委員会が許可するか否かは、農地が効率的に利用されるかどうか等を重要な判断要素として審査することになる。審査の結果、条件が合わなければ許可が下りないリスクも抱えることになる。農業委員会による許可の基準は農地を利用した健全な農業を営む上で必要な要素ではあるが、一般の事業会社から見ればその経

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

営に一定の制約を受けることになるわけである。因みに、2016年1月1日現在の日本全国の農地所有適格法人の法人数は16,207社（農林水産省経営局調べ）であり、そのうち株式会社は4,851社である。

② 賃貸契約を通じて農地の権利取得をする場合

2つ目は賃貸契約で農地の権利取得をする場合である。農地所有適格法人以外の一般の事業会社も含めて、一定の条件を満たした場合には、農地を50年以内の期間で借りることが可能である。この場合、取締役又は重要な使用人（農場長等）のうち、少なくとも1名が、農業（経理・企画・管理等の事務を含む等、必ずしも直接に農作業を行う必要はない）に常時従事する（年間150日以上）ことが求められる。また、解除条件を賃貸契約書に盛り込むことその他、農地を買う場合と同様に農地を借りる場合でも、農地法第3条第1項により農業委員会の許可を受けること等の必要がある。しかし、異業種の事業会社から見て、株主構成や役員構成に農地法上の制約を受けない分、農地の所有権の取得をする場合に比べれば、経営のコントロールへの制約は格段に少ない。見方を変えれば、経営のコントロールに一定の制約は課されるものの、上場企業を含む公開会社でも、事業会社本体でのアグリビジネスへの参入が可能になる。仮に、事業会社が広域に事業ネットワークを拡大することを希望する場合には、農地所有適格法人ではない一般法人として、複数のグループ会社を傘下に持ち、それらが農地を借りて農業を行えば、基本、これらの事業会社の株式の取得や売却に何ら制限を課せられることはない。そのため、このような柔軟なグループ経営を可能にするビジネスモデルも構築できるものと考えられる。因みに、2016年12月末現在の日本全国の農地貸借で参入した一般法人の社数は2,676社（農林水産省経営局調べ）である。

③ 農地を利用しない農業経営を目指す場合

3つ目は農地を利用しない農業経営を目指す場合である。例えば、市街化区域内やオフィスビル内における植物工場、ガラスハウスでの花卉栽培、鶏舎での養鶏事業等への進出については、農地所有適格法人の要件とは関係なく、あらゆる法人形態で農業に参入することできる。一般的に、農地を利用しない場合は、賃貸契約で農地の権利取得をする場合に比べ、経営のコントロールに対して、農地法の制約を受けずに事業を行うことができる（実務上は、地元の農業委員会への事前確認が奨励される）。

以上、異業種の事業会社がアグリビジネスへ参入する場合の課題を考察した。農地の所有を前提とする場合は、農地法の制約があるため、補完する手立てをとったにせよ、経営のコントロールの確保という観点からは、どうしても「隔靴搔痒」の部分が残ることを覚悟しなければならない。

(2) 「地域社会との協働」から見た異業種参入の留意点

次にコーポレート・ガバナンスのもう1つの観点である地域社会との協働について考察してみたい。

郷に入れば郷に従え

上述のように、農地法は事業会社が農地を所有するに際して、農地所有適格法人の設立時の株主構成や役員構成などについての制約を課している。また、農地を借りる場合に対しても同様に、一定の要件を課している。ただ、それに加えて、現場感覚では、農地を所有又は利用してアグリビジネスに参入した事業会社は、現場でアグリビジネスを円滑に推進する上において、地域関係者との連携は必須だと考える。地域関係者と

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

は、地域の自治体や農業委員会、近隣農業生産者、農協、農業資材等の業者等であり、彼らとの協調、すなわち地域特性を考慮した地域や人との連携を図ることは必須であろう。弊社でも千葉県と北海道で農地所有適格法人を通じて農業生産・販売を行っているが、例えば、雑草の除去（隣接する田畑との間でお互いに迷惑がかからないように考慮すること）、用水路の維持管理（近隣農業生産者が一体となって水利調整を行っているような地域で、この水利調整に参加すること）、農薬散布の取扱い（無農薬や減農薬での付加価値の高い作物の栽培の取組が行われている地域で、大量の農薬使用による栽培を行わないこと）など、農業が他の産業以上に自然との関連が強い産業であることを鑑み、近隣農業生産者をはじめとする地域社会との協働が重要であり、強く求められることを実感している。アグリビジネスは地域特性への配慮が求められ、他の産業とは幾分異なる管理運営が必要なのである。実務では、アグリビジネスを始めるに当たっては、土壌改良や暗渠敷設、播種、育苗、施肥、定植、農薬散布、収穫等の栽培技術など、プロセス毎に農業特有の様々なノウハウが必要となる。地域ネットワークから得られる栽培に関する情報やノウハウは、事業を行う上で重要な要素なのである。農業は電子部品会社等の工場とは違い、生産ラインをきちんとメンテナンスして、ある一定量の部品・原材料をインプットさえすれば、一定の歩留まり率で製品がアウトプットされるものではない。また、意思決定のプロセスやスピードも異なる。前述のように、全くの素人では農業委員会は許可を出さない。地域特性に合わせた様々なノウハウを有していなければ、あるいは（地域ネットワークから何らかの手立てによって）有する見込みが無ければ許可は下りないのである。

それでは、以上の諸点を考慮し、異業種から参入する事業会社はどのようにノウハウを習得すればよいのだろうか。その解は農地法にある。つまり、見方を変えれば、農地法が定めている農地所有適格法人の設立や農地の賃借等に関する要件は、現実には農地を利用してアグリビジネスを営む上での必要条件を新規参入者に求めているとも言える。コーポレート・ガバナンス・コード（株式会社 東京証券取引所 2015年6月1日）では、“地域社会をはじめとする様々なステークホルダーとの適切な協働に基づく経営”が求められている。この観点から見れば、たとえ経営のコントロールにおいて多少の縛りを感じても、アグリビジネスの現場感覚では、地域社会との連携を保ち円滑に経営を推進するためには、農地法等が規定する要件を満たす体制を整えることが求められるのではないだろうか。都会のオフィスビル内で植物工場を経営する場合を別として、農地を所有する場合でも賃貸する場合でも、事業会社が単独で取り組むことも一法ではあるが、やはり「郷に入れば郷に従え」であろう。栽培技術の習得だけではなく、農業に関連した様々な経営資源・経営ノウハウを得るためには、地域の自治体や農業委員会、近隣農業生産者、農協、農業資材等の業者と協調することが不可欠であろう。そのため、独自経営よりも、地域の有力農業者との連携で事業を進めていくことが成功への早道なのではないかと考える。その際、異業種から参入した事業会社の経営やコーポレート・ガバナンスなどの考え方、また、リスクマネジメント手法などの知見や情報を地域の農業者へ積極的に提供することで、更なる良好な関係構築や地元の“良い企業”としての評判作りに繋がるのではないだろうか。

ここまでコーポレート・ガバナンスに包含される2つの観点から、主として上場会社がアグリビジネスへの参入を行う場合の留意点を考察したが、最後にアグリビジネスにおいて想定されるリスクについても概説を試みることにしたい。なお、ここで行うアグリビジネスに於いて想定されるリスク要因の分析は、事業会社がアグリビジネスへの参入を検討する場合はもちろん、資本市場の投資家がアグリビジネスに参入する事業会社への投資を検討する場合にも求められるものである。

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

(3) 資本市場の視点から見たアグリビジネスにおいて想定されるリスク

事業会社がアグリビジネスに取り組む際、あるいは資本市場の投資家がそのような事業会社への投資を検討する際に、留意すべきリスク要因や分類方法は様々ある。便宜的に以下のような分類を試みた。

図表2 アグリビジネスに於いて想定されるリスク要因

リスク要因	概 要
オペレーションあるいは契約等の人為的要因	①経営者が高齢化している場合 →事業承継リスク ②契約農家と全量買取条項付の契約を締結している場合 →収穫物の規格・時期に大きな偏りが出た場合に在庫破棄等が発生するリスク または、大口の契約農家との契約が切れた時に調達に支障を来すリスク ③土壌改良、暗渠敷設、播種、育苗、肥料蒔き、定植、農薬蒔き、収穫、出荷の各プロセスにおける人為的ミスが発生するリスク(異物混入、誤表示等) ④倒産リスク(信用リスク、財務リスク) ⑤特定企業に販売先が限られている場合 →当該企業の破たんにより販売不振に陥るリスク
市況変動による要因	⑥農業資材の価格変動 ⑦原油価格の高騰や為替の変動による燃料コストの上昇(特にハウス栽培の場合)
自然・天候要因	⑧天候不順や自然災害(猛暑、冷夏、冷害、日照不足、台風、集中豪雨) ⑨病虫害の大量発生
政治的要因	⑩農政(国内政策。農業委員会を含む)の変化 ⑪外圧(米国、EU等)の発生 ⑫輸入農産物リスク (原材料を海外から輸入している場合は、予期しない不利な経済的・政治的トラブル、テロ、感染性感染症の流行等による社会的混乱が発生する可能性)
マクロ要因	⑬労働人口の高齢化による人手不足の発生 ⑭人手不足による人件費の高騰 ⑮人口減による国内需要の減退

(出所)野村アグリプランニング&アドバイザリー作成

アグリビジネス特有のリスクを軽減する方策としては図表3のような項目が挙げられる。これらの方策を採用することで、投資家の投資リスクを少しでも軽減し、将来的に資本市場からの資金調達の可能性を高める一助となることが期待されている。

資本市場に資金を提供する投資家は、以上のようなコーポレート・ガバナンス上の問題がクリアされていること、及び様々な方策によりアグリビジネス特有のリスクが排除・軽減されていることを前提として初めて、対象案件に投資した場合のリターンを吟味することになるだろう。

その上で、他の業種の投資対象と比較して事業規模・信用力に遜色がなく、将来的に高い成長性が見込まれるような事業会社がアグリビジネスの中で育てれば、このような事業会社の発行する有価証券へのまとまった金額の投資が実現する道が拓けるのではないだろうか。

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザリー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザリー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

図表3 アグリビジネス特有のリスクを軽減する方策

- 1 農地の拡大や契約農家との契約拡大を含む生産量の大規模化 → ②④⑬⑭への対策
- 2 生産拠点・加工拠点の全国への地域分散(全国規模での産地リレーの確立) → ②④⑧⑨⑬⑭への対策
- 3 国内大手食品加工会社、外食企業、海外市場等有力な販路の確保、拡大(販売の安定化) → ⑤⑮への対策
- 4 継続的な人材育成のための研修システムの確立、外国人労働者の適切な活用 → ①③⑬⑭への対策
- 5 先物取引をはじめとする商品デリバティブの活用 → ⑥⑦⑧⑨への対策
- 6 政府機関、金融機関、商社等からの情報収集 → ⑩⑪⑫への対策

(出所) 野村アグリプランニング&アドバイザー作成

3. 資本市場からの資金調達に向けた課題

本章では、アグリビジネス関連事業者の資本市場からの資金調達に際しての課題を企業形態別に分析し、その方策を検討してみることにする。

分析にあたりまず、農地所有適格法人から見てみることにしたい。農地所有適格法人では、事業の拡大に伴う成長資金を調達する際にはどうしても農地法の制約を受けることになる。すなわち、農業関係者以外の株主は1/2未満でなければならないという縛りがあるため、親会社（事業会社）から増資の形で出資を仰ぐためにはパートナーの農業者にも同額の出資を求めなければならないのである。一般に農業者の資金力には限界があるため、このやり方では事業の拡大に伴う成長資金の調達はうまく行かないことが多いのではないだろうか。資本市場の投資家から見ても、農地所有適格法人では、そもそも株式が上場されていないので流動性に欠く上に、このような農地法の制約があるために機動的な株主政策を実施することや、柔軟な役員構成の見直しを行うことができない。そのため、経営のコントロールを確保することは不十分であり、仮に高いリターンが見込めるとしても、結局コーポレート・ガバナンスの点から課題が多いものとして、投資には入口段階で二の足を踏んでしまうのではないかと考える。

方策1: 無議決権株式の活用

方策としては無議決権種類株式を親会社あるいは外部の投資家に割り当てての資金調達の方法が考えられる。これならば議決権の比率に影響を与えないのでパートナーの農業関係者に同額の出資を求めることなく資金を調達できるわけである。ただし、農地所有適格法人の形態は維持したままなので株主構成や役員構成には引き続き制約を受けることになる。

方策2: 農地賃貸及び農地不使用

そのため、経営のコントロールを確保しコーポレート・ガバナンスの課題から解放されるためには、農地法の制約を余り受けない農地賃貸か、一般的には農地法の制約を受けないオフィスビル内等に設置する植物工場などが合理的な選択肢になると考える。

方策3: 販売会社への関与による間接的コントロール

他の方策として、農地所有適格法人そのものではなく、農地所有適格法人と密接な関係にある株式会社等を、事業の中核に位置付けることにより、農地法の縛りを受けることなく、希望する株主構成や役員構成を選択し、自由な事業展開を図ることも選択肢になるのではないかと考える。「密接な関係にある株式会社」とは、例えば当該農地所有適格法人と農作物の独占的な買取契約を締結して良質な農産物を買取って全国へ販売するような販売会社、あるいは農作物を加工して付加価値を高めるような加工会社等が該当する。その際、できればパートナーである地域の有力農業者からの出資も受けることが望ましい。販売会社や加工会社の形態で農地法の制約を受けずに事業展開すれば、同業者との合併や、より規模の大きな事業会社からの資本参加を経営の選択肢として持つこともできるわけである。更に、将来的な株式上場を視野に入れるならば、ベンチャーファンドやベンチャーキャピタルの資金を取り込むことに加え、ストックオプションを活用して従業員のモチベーションを高めたり、優秀な人材を外部から採用することも可能になるだろう。

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

以上をまとめると、経営のコントロールを確保しコーポレート・ガバナンスの課題から解放することにより、資金調達の対象先を資本市場の投資家にまで広げる可能性のある方策としては、次の3つが考えられる。

- ① 農地を賃貸するビジネスモデルを持つ株式会社
- ② 農地を使わずに植物工場を経営する株式会社
- ③ 農地所有適格法人と密接な関係にある販売会社や加工会社

上記のような会社を設立し、その株式を資本市場の投資家（一般投資家、適格機関投資家を含む特定投資家）に発行することが考えられる。なお、この段階の会社が発行する社債については、何らかの信用補完が必要であろう。

農地所有適格法人と密接な関係にある販売会社や加工会社について言えば、農地所有適格法人が有する経営のコントロールの不十分さ等の課題からは隔絶される。そのため、少なくともコーポレート・ガバナンスの観点からは資本市場に資金を提供する投資家にとっては投資判断上のハードルは下がるはずである。あとは、（これが肝心だが）資本市場の投資家にとって、魅力を感じるリターンをもたらすことができるかという点が残る。当該販売会社や加工会社の利益の源泉は買取契約を締結している農地所有適格法人が生産する農産物にある。そのため、当該販売会社や加工会社は、当該農地所有適格法人の収益力を反映することになり、投資家はこの収益力（と、コーポレート・ガバナンス以外のアグリビジネスに特有のリスク）を見た上で資本市場の他の投資対象とのリスク・リターン・プロファイルを比較して投資を判断することができるようになるわけである。

以上、アグリビジネス関連事業者の資本市場からの資金調達に際しての課題を企業形態別に分析し方策を検討した。現状のアグリビジネス関連事業者を俯瞰すると、まだまだ資本市場の投資家のモノサシに叶う対象先は少ないのではないかとと思われる。例えば投資を検討するとしても、資本市場の投資家は、事業規模、成長性、信用力、アグリビジネス特有のリスクに見合った相当高いリターンを求めてくることが想定される。将来に向けて、自社の株式に資本市場の投資家が魅力を感じる投資対象先となるようなアグリビジネス関連事業者が我が国で1つでも多く出現することが期待される。なお、今のところ非上場企業が資本市場の投資家から資金を得る制度としては、グリーンシート銘柄制度（ただし、2018年3月31日をもって廃止予定）や後述のクラウドファンディング、ベンチャーファンドなどがある。

また、本稿は法令を詳述することが目的ではないので省略するが、非上場企業の株式については金融商品取引法に規定される有価証券の募集や私募が関わってくるので、資本市場の投資家からの資金調達を検討する際には金融商品取引法の諸規則に注意する必要があることを付け加えたい。

4. 資本市場の企業価値評価

資本市場を利用する上場企業をはじめとする事業会社や投資家は、出資等を通じて対象となる事業会社に資金提供の際にどのような考え方に基づく方法でその価値を評価するのであろうか。この企業価値評価の考え方を理解しなければ、アグリビジネスの世界で事業を行う経営者は、資本市場の投資家とのやりとりを通じ、彼らを説得してまとめた資金を適切に調達することはできないと言えるだろう。

ここでは概念を理解して頂くことを主眼としているため、詳細な理論の説明は専門書に任せ、エッセンスだけを大づかみでご紹介することを試みたい。

(1) 企業価値評価の動向

上場株式のように、取引所において日々多数の市場参加者によって株価が形成されるのに対して、一般に未公開株式の場合は、株式の譲渡、増資、相続、会社の解散、株主による買取請求権の行使等、様々な場面ごとに状況を勘案し、関係者間の交渉により“同意した価格”で任意に決められている。その“同意した価格”の算定手法として、これまでは、所謂“額面”をベースに多少の加減をして算定した方法や、配当還元法、純資産価額方式、類似業種批准方式、及びこれらを様々な組み合わせた方法を用いて算出することが一般的だったのではないかと。

現在ではこれらに加えて、EV/EBITDA倍率など利益等に一定の乗数を掛け合わせる簡易な方法も使われている。更に、筆者の経験では1990年代半ば以降は、キャッシュフロー分析をベースにしたDCF方式（Discounted Cash Flow Method. ディスカウント・キャッシュ・フロー方式）をはじめとして、DCF方式の考え方を含意しつつ開発されたMVA（市場付加価値、Market Value Added）やEVA（経済的付加価値、Economic Value Added）（どちらもStern Value Management（旧Stern Stewart & Co）の登録商標）等の指標も徐々に広く使われるようになってきていると認識している。アグリの世界においては、農地法が、家族農業経営を基本とする「自作農主義」をその理念とする制度であるため、農地所有適格法人や関連する事業会社の多くは比較的小規模の家族経営的な事業を前提として営まれている。そのため、そもそも事業承継や経営不振の農業法人の救済等を目的とする場合を除いては、組織的に事業拡大を図る手段として、あるいは地域の取組として、他の農地所有適格法人や関連事業会社への出資や買収といったM&A的な手法を用いるケースは、一部の例外はあったにせよ、あまりなかったのではないだろうか。

仮にあったとしても、その場合の譲渡価額は、所謂“額面”（1株5万円）や、直近期の貸借対照表の数値に基づく1株当たり簿価純資産価額、事業資産を時価換算した1株当たり時価純資産価額、類似業種批准方式などをベースに多少の加減を加えて設定される場合が多かったのではないだろうか（もちろん、破綻した農業法人を救済する場合は、ほとんどゼロに近いのではないかとと思われるが・・・）。

今後も株主である農業者が高齢化するに伴い、事業承継の際には一義的にはご子息等に株式を譲渡するのであろう。しかし少子化に伴い、そのような後継者がいない場合は、近隣の農地所有適格法人や農業経営者個人に株式を譲渡するケースが増えて行くのではないかと。この場合でも、株式譲渡の金額規模が比較的小さいのであれば、依然としてこれまでと同じような算定方法が採られるのではないだろうか。しかし、アグリビジネスに限ったことではないが、未上場であっても規模も大きく将来にわたり収益性の高い事業の継続が

見込まれる事業会社の企業価値計算や、現在は事業規模が小さいものの優れたビジネスモデルを構築し高い成長性を期待できる事業会社の企業価値計算を検討する場合には、時価純資産方式をはじめとする旧来の算定方法では実態になじまないケースも多々生じてくるであろう。実際に、上場企業をはじめとして資本市場を意識しなければならない事業会社や投資家が投資するケースが将来増えてきた場合には、DCF方式やDCF方式に準じた算定方法が、単独であるいは他の算定方式と組合せながら用いられることも必然的に増えて来るのではないかと考える。

(2) アグリビジネスに求められるDCF方式による企業価値評価

特にアグリビジネスの場合には、前述のように国の政策により農業経営の規模の拡大や、輸出の促進等が唱えられている。そのため、事業承継のケースだけでなく、今後は競争力を高めるための経営統合・事業規模の拡大、といった動きが加速することが見込まれる。このような背景から、株式会社形態の既存の農地所有適格法人や関連する事業会社の株式について、DCF方式やDCF方式に準じた算定方法するほうが、売り手・買い手共にシックリくる事例が増えてくるのではないだろうか。

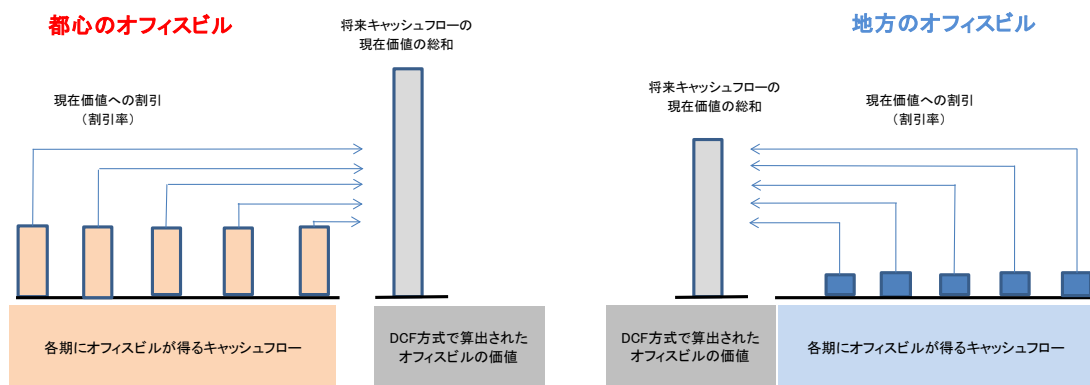
ここでDCF方式を理解する一つの手がかりとして以下のような事例をあげたい。

ある建設会社が全く同じ仕様で100億円オフィスビルを2つ建てたとする(図表4を参照)。1つは東京の都心の交通至便な立地に建て、もう1つは地方都市の余り交通の便もよくない郊外の敷地に建てたとする。前者は大手の不動産管理会社が維持管理し、後者は地元の不動産管理会社が維持管理する。当然、前者は賃料も稼働率も高く豊富な利益(キャッシュフロー)を生み出している。一方後者は賃料も稼働率も低く貧弱なキャッシュフローしか生み出していないとする。時価純資産価額方式では、どちらも鉄骨材やセメントなどの建築部材の調達価額を積み上げた総資産の価格としては同額であろう。しかし、ビジネスの世界の皮膚感覚で言えば、前者が明らかに後者よりも価値が高いと考えるのが自然である。それは将来生み出す価値(キャッシュフロー)が前者のほうが高いからである。この皮膚感覚にマッチする企業価値計算方法の有力な手法の1つがDCF方式なのである。オフィスビルの価値が立地の良し悪しに加えてビルの管理運営をする会社の良し悪しに依存するように、農業生産法人等のアグリビジネスに携わる事業会社の企業価値も、農地や農機具の良し悪しだけでなく農業経営者の経営能力の良し悪しに依存する。従って、アグリビジネスに携わる事業会社の企業価値を算定する場合にも、時価純資産価額方式ではなくDCF方式が、より皮膚感覚にマッチする企業価値計算方法になっていくのではないかと考える。

1つ注意したいのは、M&Aの交渉の中で用いられるDCF方式で算出した企業価値は1つではないということである。一般的に売り手はコーポレート・ストーリーをベースに5年から10年程度の自らの意向に沿った事業計画を策定し(別途M&Aの専門家をアドバイザーとして雇い事業計画を策定させることもあるだろう)、当該事業計画書を基にその期間のキャッシュフロー分析を行う。更には、各期のフリー・キャッシュフローを一定の割引率(現代ファイナンス理論では「資本コスト」と言われている)を用い、割引いて現在価値を算出し、その総額を以て企業価値とする。買い手も売り手が策定した事業計画のフィジビリティ(実現可能性)を買い手側の立場で分析し、あるいは別途改めて買い手の意向に沿った事業計画を策定し、その上でキャッシュフロー分析を行う。買い手の考える割引率を用いて買い手としての妥当な企業価値を算定することになるわけである(なお、買い手側もこれらの作業を別途アドバイザーとして雇ったM&Aの専門家にさせることもあるだろう)。

当然のことながら、それぞれの事業計画から算出されたフリー・キャッシュフローに基づく企業価値は買い手と売り手では異なるわけで、両者が交渉テーブルの席でアドバイザーも交えてそれぞれの算定根拠をベースに議論し擦り合せながら価格交渉を進めていくことになるのである。このように今後異業種からの参入が広まり農業の大規模化が進めば、アグリビジネスにおける企業価値評価方法も、徐々にDCF方式やEVA・MVAが用いられる機会が増えていくのではないかと考えるわけである。

図表4 都心と地方のオフィスビルにおけるDCF方式で算出された価値の差異



(出所) 野村アグリプランニング&アドバイザー作成

5. クラウドファンディングとアグリビジネス

本章ではアグリビジネスに関連するクラウドファンディングについて分析を試みる。年間1億円未満までの資金調達に対しては既に2015年に金融商品取引法や協会の自主規制によって投資家保護の手当がなされた制度が出来上がっているが、その投資家の多くは配当や売却益等の金銭的利益を求めることよりも資金調達者及びその行う事業に対する共感や支援を目的として資金提供することへの思いを持つ個人投資家であり、資金調達側が本格的な規模で資本市場の資金を呼び込む体制にはなっていない。

これに対して、投資家保護の手立てを補強した2018年1月1日施行の新しい規則の下での運用が見込まれる「事業型ファンド」は、資本市場の投資家の資金をアグリビジネスの案件に呼び込むツールとして今後に期待ができるのではないかと筆者は注目している。

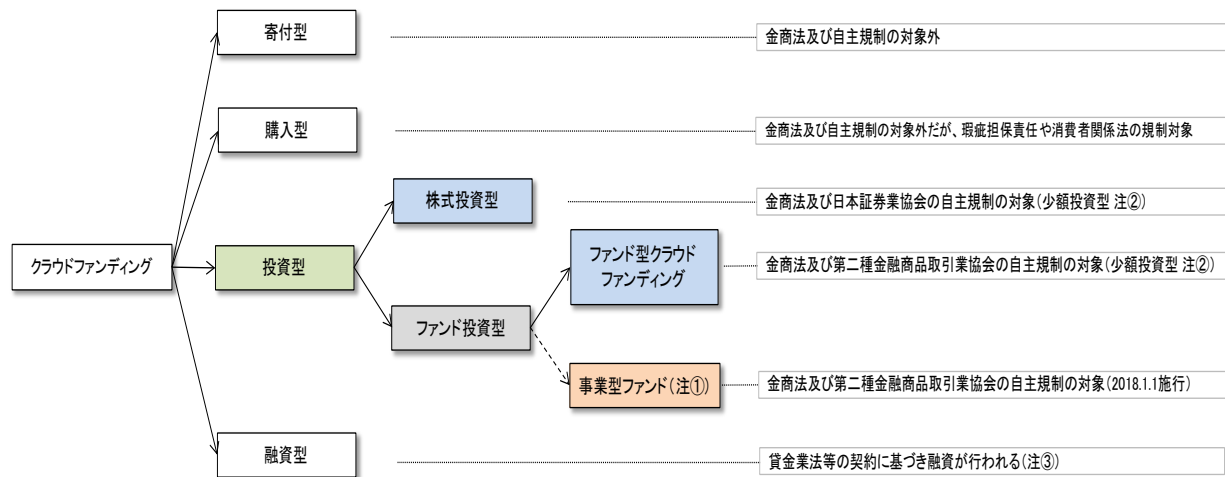
(1) クラウドファンディングの概要

クラウドファンディングは、インターネットを通じて不特定多数の人々に比較的少額の資金提供を呼びかけるものである。アグリビジネスの分野でも、農業生産活動を行う小規模な農業者にとって、自己資金の投下や補助金・助成金・制度金融等による資金調達を補完する手段となっている。クラウドファンディングには様々な分類方法があるが、ここでは「寄付型」・「購入型」・「投資型」・「融資型」に分類した(図表5を参照)。十分なデータベースが存在せず正確な数字は把握できていないが、世界全体で見れば有価証券の発行を通じた資金調達(投資型)よりも、融資型(貸付型)のシェアが高いようである(「ファンド投資型クラウドファンディング規制について」2015年11月17日一般社団法人第二種金融商品取引業協会 P.7より)。

融資型には資金提供者(一般投資家)がインターネットを通じて資金需要者に貸付を行う形態や、所謂「ソーシャルレンディング」と呼ばれているファンド形態(事業者が匿名組合等により出資を募り、当該事業者が資金需要者に金銭を貸付ける形態)がある。いずれも、銀行から融資を受けられない中小企業に対して貸し付けを行う中小企業支援型や不動産を担保にして不動産業者に対して貸し付ける不動産担保型が主流で、筆者が調べた限りでは、運用期間が数か月から1年程度と短いものが多い。そのため、中長期的な時間軸で事業に取り組むアグリビジネスのニーズには適さないように思える。ここでは寄付型・購入型・投資型を中心に分析することにした。

資金提供者側から見れば、寄付型はリターンがなく、購入型はプロジェクトが提供する何らかの物品や権利がリターンとなっている。一方で投資型は、その多くは金融商品取引法の下で、資金提供者が非上場の株式会社の設立や組合契約の締結などを通じて資金を提供し、この見返りに分配される収益の一部が資金提供者にとっての投資リターンとなる仕組みとなっている。寄付型・購入型においては、資金提供者はノー・リターン(寄付型)、ロー・リターン(購入型)であっても、日本の農業や対象地域の活性化に貢献している、あるいは農作業やイベントに参加できる、といった社会的・精神的な満足度を高める目的で投資する場合がほとんどである。そのため、株式や債券等の資本市場の他の投資案件のリスク・リターンや投資期間との比較の上で選択しているケースは稀か、もしあってもその認識は資金提供者側には希薄ではないだろうか。また、投資型の中でも、株式投資型において「少額投資型」に分類されるものや、ファンド型クラウドファンディングにおいて「少額投資型」に分類されるものについては、投資家に対する具体的な目標リターン値(利回り、配当等)の記載がなく購入型の色合いも付せ持つようである。

図表5 クラウドファンディングの分類



- 注① 厳密には事業型ファンドにおける取扱業務は対面や電話による勧誘等も含まれるので金融商品取引業等に関する内閣府令第70条の2第3項第1号及び第2号に掲げる「電子申込型電子募集取扱業務」ではないが、実態としてネット経由での勧誘等も行われるケースもあるので、ここではファンド投資型の1形態として位置付けている。
- 注② ここでは投資型の中でも株式投資型において「少額投資型」に分類されるものや、ファンド型クラウドファンディングにおいて「少額投資型」に分類されるものを指す。同一の資金調達者が資金調達を行うことができる金額は1年間に1億円未満で、1人の投資家がクラウドファンディングにより取得することができる金額は、同一の資金調達者につき1年間に50万円以下に限られている。改正された金融商品取引法や協会の自主規制によって投資家保護のための一定の手当がなされている。
- 注③ 一定の条件下では、事業型ファンドの自主規制の対象になる。

(出所) 各種公表済資料より野村アグリプランニング&アドバイザー作成

実際に、日本証券業協会の「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則(2015年5月19日)」の中では、ウェブサイトにおいて提供する情報の1つとして、「株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券の取得に当たっては、配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ、当該店頭有価証券の発行者及びその行う事業に対する共感又は支援が主な旨とされるべきこと。」(第9条第1項第3号)と記されている。その資金提供者の顔ぶれの多くは個人投資家であり、小口投資の動機として、利回りもある程度は期待して出資しているが、それ以上に地域の活性化への貢献やイベント参加等の金銭以外のリターンに価値を見出して投資しているものと推察される。結局、寄付型・購入型は、多くの場合、そもそも本格的な資本市場の投資家が利用しているとは言えないので、小規模な農業プロジェクトは別として、まとまった資金を投入し本格的にアグリビジネスに取り組んでいる、あるいは取り組もうとしているアグリビジネス関連事業者にとっては、資金調達のツールの対象から外れるのではないと思われる。

筆者が調べた限りでは、ファンド型クラウドファンディング及び購入型クラウドファンディングの中のアグリビジネス関連案件の1件当たり調達額は、多くは数十万円から数百万円レベルで、大きいものでも500万円～600万円からせいぜい1,000万円程度であった。また、1案件当たりの資金提供者の人数は、多くは30人～50人程度で、多くても100名～200名未満、1人当たり調達金額は数千円から数万円で大きくても10万円程度であった。なお、株式投資型クラウドファンディングは、2017年11月8日時点で日本証券業協会から公表されて

いる案件実績は8件であり、発行価額の総額も最大でも5,000万円であった。その中に、アグリビジネス関連案件の実績は無かった。

(2) 少額投資型クラウドファンディングの活用

投資型の中でも株式投資型やファンド型クラウドファンディングについては、2015年に金融商品取引法が改正され、「第一種少額電子募集取扱業者」や「第二種少額電子募集取扱業者」といった上限1億円程度の比較的“少額”のもののみを扱う取扱業者については登録に必要な最低資本金基準を引き下げる等の特例を設けた。クラウドファンディング・ビジネスへの参入を促すための規制緩和が進んでいる。一方で、金融商品を取り扱うことになるため、一般投資家を悪質な業者や詐欺グループ等から保護するための措置が講じられている。すなわち、投資型のうち、それぞれ非上場の株式に係る株式投資型は、日本証券業協会の自主規制の対象に、またファンド投資型は、第二種金融商品取引業協会の自主規制の対象になる。また、取扱業者には投資対象事業の適格性の審査を義務付け、資金調達者については、資金提供者に対して正確な情報を提供する責任を明確にしている。

このことは一方で、クラウドファンディングの利用を検討するアグリビジネス関連事業者にとっては、資金調達に関わる審査への対応や資金提供者に対する開示に係る一定の労力・時間・費用がかかることになる。そのため、上限1億円という調達金額と調達に関わる機動性・コストとを斟酌する必要がある。すなわち、調達金額を勘案した場合の負担は、それなりに重いのではないと思われる。各協会の自主規制による投資家保護の措置が取られている“良さ”はあるので、少額投資型クラウドファンディングの投資家の中には、株式や債券等の資本市場の他の投資案件のリスク・リターンや投資期間との比較の上で投資判断を行いまとまった金額の資金を提供する「資本市場の投資家」的な投資行動を取る“良質な”投資家も潜在的にはいるかもしれない。しかし、上限1億円という調達金額の“縛り”がある限り、投資行動が顕在化することはないだろう。結局、まとまった資金の調達を希望するアグリビジネス関連の資金調達者にとっては、手間暇をかけてまで取り組む割には、調達金額に物足りなさを感じるということではないだろうか。特に、株式投資型は、将来的に株式上場を視野に入れる可能性のある事業会社にとっては、計算上1億円の調達額に対して発生する200名の株主の“管理”という意味でも負担を感じるものと思われる。全国ベースで展開している有力農業者が行う本格的な加工工場の建設費用が概ね5億円から10億円あるいはそれ以上と考えられている中で、各協会の現状の自主規制下での投資型のクラウドファンディングではこれらのニーズを満たすことはできない。年間1億円程度の資金調達であれば、補助金・助成金や制度金融を利用すればそれなりに有利な条件での調達が可能であろう。それ故、クラウドファンディングを利用するモチベーションは小さいものにならざるを得ない。

最も、資本市場の投資家は、国の政策を背景とする大規模化や輸出促進等による農業の成長産業化が叫ばれている中で、十分な開示体制・情報提供体制が整備されていてリスクに見合うリターンを期待できると思えば、まとまった額の出資に関心を示すのではないだろうか。対象としては、事業規模が大きく、全国ベースで名が通っている比較的信用力の高い有力農業者や、彼らが異業種から参入してくる事業会社との協働で手掛ける事業等が考えられる。確かに、現在の少額投資型クラウドファンディングの年間の資金調達可能額が上限1億円未満であることを鑑みれば、少額型を通じてのアグリビジネスへの資本市場の資金の取り込みは難しい。しかし、次に紹介する投資家保護の手立てを整備した2018年1月1日施行の新しい規則の下で利

用が進むと見込まれる「事業型ファンド」であれば、資本市場の投資家の資金を、アグリビジネス案件に呼び込むツールとして今後に期待ができるのではないかと考えられる。

(3) 事業型ファンドの活用

事業型ファンドについてはこれまでも調達金額が10億円を超えるものもあり、有力農業者や本格的にアグリビジネスに参入することを検討している事業会社にとっても注目されるべきものである。しかし、これまでは、第二種金融商品取引業者・会員による事業型ファンドの違法な販売により投資家が被害を被ったり、財務局による金融商品取引業の登録取消し・業務改善命令、第二種金融商品取引業協会による会員資格の消滅（脱退）等の処分・措置が行われた事案が発生し問題となっていた。この事案の中には、累計で顧客数が500名を超え、出資総額も30億円を超えたワインファンドにおける代表取締役による帳票・報告書類の改ざん・報告や新規募集による顧客の出資金の償還金等への充当・流用の事例も含まれており、アグリビジネス関係者にとっても看過できないこととなっている。これではただでさえアグリビジネスに馴染みの薄い資本市場の投資家は、資金を提供することに躊躇してしまうだろう（出典：「事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み」2017年2月9日一般社団法人第二種金融商品取引業協会 P.2）。

この点について、足元、投資家からの事業型ファンドへの信頼性・安心感を確保し、投資家被害の適切な防止を図る取組みがなされた。具体的には、第二種金融商品取引業協会により、投資対象事業の適格性に関わる審査体制の強化や資金提供者または正会員に対する情報提供体制の強化等を盛り込んだ「事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則」が2017年6月19日に制定され、2018年1月1日施行となった（「事業型ファンドへの信頼性確保に向けた取組み」2017年2月9日、3月8日 及び、「事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則」2017年6月19日 共に、一般社団法人第二種金融商品取引業協会を参照）。したがって、当該規則の施行後に新体制の下で関係者の取組みによって、事業型ファンドの健全な運営が進み悪質なトラブル事例が無くなれば、時間は多少かかるかもしれないが、投資家の信頼が回復されるのではないだろうか。

6. アグリビジネス関連ファンドと株式上場

本章ではアグリビジネスに携わる事業会社にとっての本格的な資金調達を行う場としての新規株式上場（IPO: Initial Public Offering. ここでは単に「株式上場」という）と、株式上場への“橋渡し役”としてのファンドについて分析を試みる。

一般に事業会社は成長の初期段階には、自己資金、補助金・助成金、制度金融（信用保証制度による信用補完を含む）、更にはクラウドファンディング（特に少額投資型）による調達を検討する。その後、ある程度成長した段階で、金融機関からの借入やベンチャーキャピタル、あるいはベンチャーファンドをはじめとするファンドからの出資、そして有力企業をパートナーとする場合は、そのパートナーの投融資の形による資金調達を考える。そして、最終段階としては、自社の株式を上場して資本市場の投資家から成長資金を本格的に調達することを目指すであろう。

ここではまず、アグリビジネス関連事業者にとっての株式上場への橋渡し役としてのファンドの活用について検討し、続いて株式上場を検討する際の留意点について概説を試みる。

(1) アグリビジネス関連ファンドの活用

一般に多くの業種では、ファンドが株式上場までの“橋渡し役”としての一定の役割を果たしている。ベンチャーキャピタル・ファンドをはじめ、ファンドから出資を受けた事業会社にとっては単に資金調達だけでなく、取引先の紹介やマネジメント層の人材紹介・育成、コーポレート・ストーリーの策定、資本政策や内部管理体制構築のアドバイス等が期待される。そうして、株式上場に向けた経営体制を整え、信用力の向上を図り、資本コストを上回る利益を生み出す事業を育み、企業価値を高めることができるわけである。ファンドは出資先の事業会社業が株式上場を果たせば、あるいは果たす目途が立てば上場時の売出し、あるいは上場前の戦略的M&Aにより、保有株式を売却し、資金を回収することができるわけである。

筆者が調べた限りでは、所謂「アグリファンド」または「農業ファンド」と言われるファンドには、少なくとも現時点では、濃淡はあるものの、総じて産業政策的な色合いの強い業界支援的なものが多いように見受けられる。つまり、これらのファンドは、利益追求型の色合いを持つものもあるであろうが、多くは、「将来の農業の担い手として期待される農業法人のサポート」、または「6次産業化案件の組成促進」、「地域農業の更なる発展のサポート」、「被災地支援」等、日本の農業の持続的な維持・発展、国内農業ビジネスの育成・支援、地域社会への貢献を謳っている。その上で、農地所有適格法人やアグリビジネスに関連した事業会社に投資を行う産業政策的な色合いを強く感じさせるものが多い。また、地域金融機関は、従来から国の政策金融機関や官民ファンド、独立系ベンチャーキャピタル等と連携して、地域創生や地域経済活性化を目的としたファンドを組成してきている。これらのファンドは、これまで、主として観光、ヘルスケア、運輸、建設、小売、通信などの業種に属する地域の事業会社に投資したものが多く、ようやく近年になり、農業に焦点を当てたファンドも出始めている。ただ、1件当たりの投資額は一部の例外を除き、比較的小ぶりのものが多いようである。総じて、アグリビジネス関連のファンドには、他業種に投資しているファンドのように株式上場や上場前の株式売却を前提として、資本市場の他の投資案件のリスク・リターンや投資期間との比較の上で投資判断を行い、出資後に様々な経営アドバイスをを行い、企業価値を高めた上で株式上場等の機会をとらえ、売却益を狙う投資収益目

的型のファンドはゼロとは言わないまでも、まだまだ少ない。すなわち資本市場の視点を持つ利益追求型のファンドからは、農業はまだ投資に値する「儲かる産業」とは認識されていないということかもしれない。

もちろん産業政策的な色合いの強いものが多いとは言っても、例えば官民ファンドの「農林漁業成長産業化ファンド」(以下「A-FIVE」という)は、全国各地の地域金融機関やメガバンク、事業会社等の出資者とA-FIVEにて設立したサブファンド(2017年12月27日現在の総数は48、設立総額は695億円)を通じて、100件を超える6次産業化事業体(同119件)に投資している。投資金額で75.1億円(うちA-FIVE出資分は37.5億円)に投資しているが、個々の案件は資本市場から見れば総じて規模が小ぶりであるものの、A-FIVEは出資先の出口戦略の1つとして株式上場も視野に入れている。そのため、これらの出資先の中から、創業時の困難を乗り越え、経営を軌道に乗せる事業会社がいくつか現れれば、その中から株式上場が視野に入ってくる案件も出て来る可能性はある。

また、日本政策金融公庫は「農業法人に対する投資の円滑化に関する特別措置法」に基づき全国各地の信用組合を含む地域金融機関と共同出資、し2017年5月26日現在で13の投資事業有限責任組合(Limited Partnership、以下「LPS」という)を設立している(他にアグリビジネス投資育成(株)1社に出資している)。これらのLPS等を通じて、各地域で規模拡大等に取り組む有力な農業法人の株式等を取得・保有しており、これらの出資先の中からも将来的に株式公開が生まれる可能性はないとは言えない。いずれにせよ、5年先、10年先あるいはそれ以上になるかもしれないが、今後は利益追求型のファンドが50億円・100億円といった本格的な規模の資金を出資したいと思うようなアグリビジネス関連企業が1社でも多く現れることが期待される。

本来的にアグリ関連の案件は図表2で紹介したように、アグリビジネス特有のリスクはあるものの、図表3のような大規模化や全国展開による地域分散等の様々な対応により、ある程度のリスク軽減を図ることもできる。そのため、経営が軌道に乗り、キャッシュフローが潤沢になり、比較的安定した事業モデルを構築できれば、将来的には資本市場の視点を持つ利益追求型のファンドから見ても、かなりまとまった金額の資金を投資するに足る対象先として候補が上がってくるポテンシャルはあると思われる。そのためにも、全国の有力なアグリビジネス関連の事業会社には、例え現時点では小規模であっても、将来に向けて大規模化そして法人化によるスケールメリットを活かしつつ、IoT(Internet of Things)やAI(Artificial Intelligence)の技術を効果的に導入し、経営効率・生産効率を高め、単位当たりのコストを引き下げ、結果として商品やサービスの競争力を高めて企業価値を高めていくことが望まれる。逆説的ではあるが、株式上場を目指すアグリビジネス関連の事業会社が増えて行けば、アグリビジネスに特化した、あるいは対象業種の1つとしてアグリビジネスに注目したファンドも、件数・資金量共に増えていくことが期待できるのではないだろうか。

(2) 株式上場へのシナリオ

一般に、事業会社にとって株式上場のメリットとしては、財務体質の向上や資金調達力の増大が見込まれること、知名度や社会的信用力が向上すること、または全社共通の経営目標となることにより、社内の人材の活性化や経営体質の改善・強化が図れること等が挙げられる。その中でも、一般投資家の日常的な売買によって価格形成される株価を基に、継続的に資金調達を行う機会を事業会社に与えてくれるのが株式上場の最大のメリットであろう。当然のことながら、対象事業会社の株式が日常的に一般投資家によって売買さ

れるので、投資対象物件として発行株式の品質を「維持・管理」するために、事業会社に求められる資質は非常にレベルの高いものになるわけである。

前章までは様々な切り口でアグリビジネスに関連する事業会社による資本市場からの資金調達に関する考察を試みたが、株式上場はその究極の姿ではないか。すなわち当該事業会社自身が、投資家保護の観点から行われる上場審査を経て、上場企業として資本市場の檯舞台で、一般投資家から成長資金を調達し事業投資を行うことになるからである。それに見合って、コーポレート・ガバナンス上の“縛り”も未上場企業のそれと比べて各段に厳しくなることになる。2017年11月現在、株式上場をしているアグリビジネスに関連する事業会社は9社であり、他の業種に比較すると社数は少ないと言える。

いずれにせよ、少子高齢化・人口減少が進む日本の中にあつて、更には各国の農業政策が火花を散らす激動する国際情勢の中にあつて、高い成長ポテンシャルを持つ優れたビジネスモデルを開発したフロンティアに立つアグリビジネス関連の事業会社の経営者にとって、証券取引所に自社の株式を上場させると言うことは、自社の資金調達の選択肢を広げることになる。また、それにとどまらず、今後の我が国のアグリビジネスを担う「気概」や「ビジョン」を、資本市場を通じて世に発信し、かつ「企業理念の先進性」を世に問う舞台を得る機会となる。株式上場は、非常にチャレンジングな試みなのではないだろうか。

7. 資本市場の活用に向けたブレークスルーポイント

ここまで、アグリビジネス関連事業者にとって、事業の拡大に伴い必要となる大量の資金（リスクマネー）を、将来的に資本市場から調達する道を拓くための現状の課題の抽出とその分析にページを割いてきた。本章では中長期的な時間軸で、アグリビジネス関連事業者が資本市場から50億円・100億円規模のまとまった資金を調達するためのブレークスルーに向けたポイント、すなわち具体的なソリューション方法を考えてみたい。

ベースになる考え方は、アグリビジネスの世界と資本市場の世界の両方がお互いに歩み寄らなければ、資本市場からまとまった資金はアグリビジネスの世界には入って来ないということである。鳥瞰図的に見れば、農林水産省をはじめとした関連各機関の尽力により、農政改革をはじめ、この数年で日本のアグリビジネスを取り巻く環境やプラットフォームは様変わりになってきた。このようなアグリビジネスを取り巻く現状を前提に、この目標達成のためのブレークスルーを検討してみると、アグリビジネス関連事業者と資本市場のプレーヤー達を結びつける「仲介者」としての銀行や証券会社、ベンチャーキャピタル等のキャピタル会社、及びそれらのグループ会社の果たす役割が非常に高いことに気が付く（図表6上段を参照）。なぜならば、銀行や証券会社等は資本市場の専門知識・ノウハウをベースに、既に営々と様々な業種の事業会社と資本市場の投資家を結びつける業務を行ってきているからである。そのため、彼らが、アグリビジネス関連事業者とのネットワークを広げパイプを太くすれば、自ずと情報や資金はアグリビジネス関連事業者と資本市場の投資家の間を相互に循環していくであろう。ここで、図表6中段に銀行や証券会社等の仲介者としての役割をまとめてみた。

この枠組みの中では、特にアグリビジネス関連事業者側からの資本市場へのアプローチが重要となる。つまり資本市場の投資家から資金を調達し、グローバルな競争の中でフロンティアを切り拓くためには、仲介者のサポートを受けつつ、アグリビジネス関連事業者が、もっと「資本市場のロジック」を学ぶ必要がある。言い換えると、資本市場の投資家が魅力を感じる「持続可能な成長モデル」を作り出し、資本市場へ情報を発信していかなければならないということである。ここで「資本市場のロジック」とは、主には、以下の3点に整理される。

- ①コーポレート・ガバナンス（コード）に準拠した組織運営体制を具備すること
- ②DCF方式等の資本市場で一般化している企業価値算定方法の考え方に精通すること
- ③資本コストを上回る利益を生み出すビジネスモデルを構築すること

また、「持続可能な成長モデル」とは、主に、以下の5点に整理される。

- ①農業経営の大規模化を推進すること（現状では、機動性、柔軟性において、農地を賃借するビジネスモデル、あるいは農地法上の農地を利用しないビジネスモデルが好ましいと考える）、
- ②グローバル・フードバリューチェーンの構築を念頭に置きながら輸出競争力を具備し実行・成功させる等の事業の実績を積み上げること
- ③若手社員に他産業並みの報酬・社会保険・休暇等を与えること（それができる仕組みを構築すること）
- ④若手社員を抜擢し、結果として経営者や雇用者の平均年齢を引き下げる（中長期的な経営の持続可能性を担保することにつながる）
- ⑤継続的なIoT(Internet of Things)やAI(Artificial Intelligence)の技術の適切な導入等により生産性を向上させ経営コストを削減し、以って経営の効率化を図ること

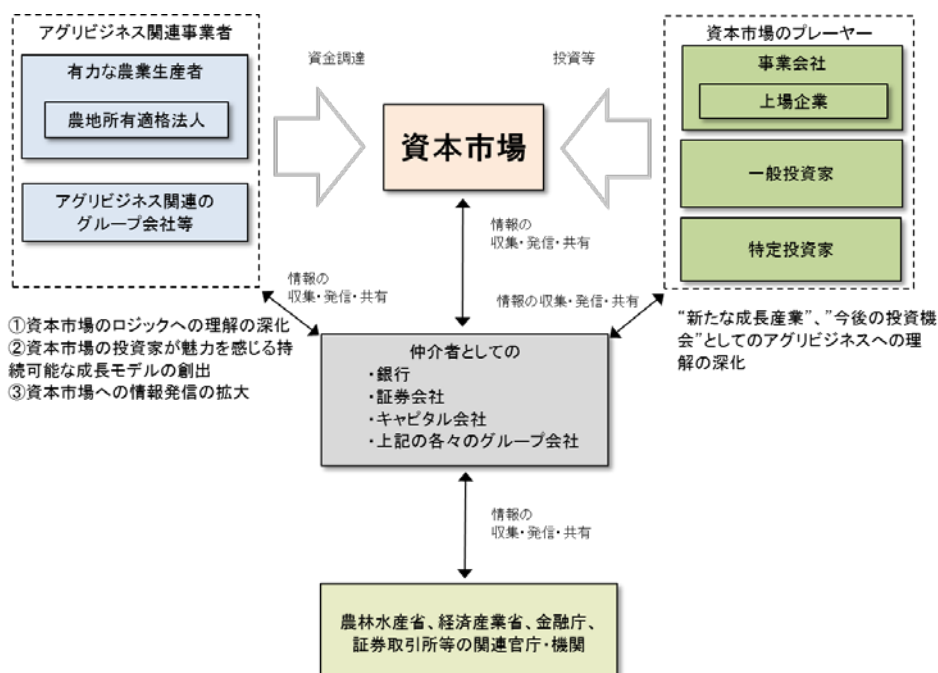
仲介者は様々な機会を利用して、アグリビジネスにおける成長機会や関連情報の提供に加えて、上記のような資本市場に関する情報の提供を通じて、アグリビジネス関連事業者を啓蒙していくことが求められるの

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザーズ株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザーズ株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

ではないだろうか。もちろん一方では、資本市場の投資家も“新たな成長産業”としてのアグリビジネスを今後の投資機会としてもっと研究し、理解を深めていくことが求められるだろう。ここでも仲介者の果たす役割は非常に高いと考えられるのである。

なお参考までに、農林水産省等の関連官庁に期待されるブレークスルーのポイントも列挙した(図表6下段を参照)。当面のブレークスルーのポイントとして、ここでは、農林水産業・地域の活力創造本部の「農林水産業・地域の活力創造プラン(2017年12月8日改定)」を参考に作成を試みた。中長期的なブレークスルーのポイントの中では、農地法の改正や農地と農地所有適格法人の価格算定の整合性が保たれる体制の構築を挙げた。前者は、戦後行われた農地改革の成果を引き継いだ農地法が「自作農主義」の基本的な理念に整合的なものであり長年にわたり我が国の農政の根幹担ってきたのであるが、少子高齢化が進む中で、中長期的に更なる見直しが行われることを見守っていきたいということであり、後者は、これからは農業関係者も大規模化に伴う農業周りのビジネス領域への展開も含めた経営拡大のためにはコーポレート・ガバナンスやDCF方式の企業価値評価方法等の資本市場の考え方を理解していることが求められる時代が来つつあることが見込まれる中で、これまでは「農地」の購入や賃借による集約だけがクローズアップされていたが、これからはそれらと並んで「資本」を介した農地の集約もクローズアップされてくるのではないだろうか。そうすると、農地の価格算定の考え方(一般的には、国土交通省から公表されている地価公示や各都道府県で行われている都道府県地価調査のデータを基に対象農地の周辺状況・不動産取引価格(事例)を参考にして決められているようである)と農地所有適格法人の株式の価格算定の考え方の間に整合性が保たれるような何等かの体制を構築しないと農地価格や株価の算定に歪みが生じる可能性が出てくるかもしれないことが懸念される。その意味での対応が将来的になされることが望まれるのではないかということである。

図表6 資本市場から一定の額を調達するためのブレークスルーポイント



(出所) 野村アグリプランニング&アドバイザー作成

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

ブレイクスルーのポイント／仲介者としての役割

- ①全国のアグリビジネス関連事業者と資本市場のプレーヤーの間に入ってのそれぞれの情報の咀嚼と相互伝達の促進
- ②全国のアグリビジネス関連事業者の調査・情報収集
- ③全国のアグリビジネス関連事業者への資本市場の情報の発信・啓蒙
 - ・資本市場のロジック
 - (1)コーポレート・ガバナンス(コード)に準拠した組織運営体制の具備
 - (2)DCF方式等の資本市場で一般化している企業価値算定方法の考え方への精通
 - (3)資本コストを上回る利益を生み出すビジネスモデルの構築
 - ・持続可能な成長モデル
 - (1)農業経営の大規模化の推進
 - (2)輸出競争力を具備し実行・成功させる等の事業の実績の積み上げ
 - (3)若手社員に他産業並みの報酬・社会保険・休暇等を与える仕組みの構築
 - (4)若手社員を抜擢し、結果として経営者や雇用者の平均年齢を引き下げの実現
 - (5)継続的なIoT(Internet of Things)やAI(Artificial Intelligence)の技術の適切な導入等による生産性の向上・経営コストの削減・経営の効率化
- ④全国のアグリビジネス関連事業者への成長機会・関連情報の提供・啓蒙
 - ・輸出、スマート農業、次世代養殖、最新植物工場、6次産業化を含むアライアンス情報、直販・サービス情報等
- ⑤資本市場へのアグリビジネス関連情報の発信・啓蒙
 - ・個別事業者の情報、アライアンス事例、農地法等の制度や法令に関連する情報
- ⑥アグリビジネス関連事業者と資本市場のプレーヤーの両者が交流する“場”、“機会”の設定と運営
 - ・アグリフォーラム、シンポジウム、個別事業者の説明会等
- ⑦農林水産省や経済産業省、金融庁、証券取引所等の関連官庁・機関との政策やその方向性についての情報共有

(出所)野村アグリプランニング&アドバイザー作成

農林水産省等の関連官庁・機関に期待されるブレイクスルーのポイント

当面のブレイクスルーのポイント

- ①輸出促進、地産地消、食育等の促進
- ②6次産業化の推進
- ③農地中間管理機構の活用
- ④相続未登記農地の利用促進、底地が前面コンクリート張りの植物工場の活用促進等のための農地制度の見直し
- ⑤経営所得安定対策の見直し及び日本型直接支払制度の創設
- ⑥農業の成長産業化に向けた農協・農業委員会等に関する改革の推進
- ⑦卸売市場を含めた食品流通構造改革の推進
- ⑧ロボット技術や農業ICTを活用してスマート農業の基盤作りとなる取組みの推進及び農業データの標準化や活用の推進
- ⑨人口減少社会における農村漁村の活性化(ジビエ活用等)
- ⑩林業の成長産業化と森林資源の適切な管理の推進
- ⑪水産資源の適切な管理と水産業の成長産業化

中長期的なブレイクスルーのポイント

- ①農地所有適格法人において農業関係者が議決権の過半数を占めている農地法の改正
- ②資本を介した農地集約の広がりに対応した農地所有適格法人の株式の価格算定と農地の価格算定の考え方の間に整合性が保たれる体制の構築

(出所)「農林水産業・地域の活力創造プラン(2017年12月8日改定)」「農林水産業・地域の活力創造本部」をベースに野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に加筆修正して作成

8. 今後のロードマップ

前章において中長期的な時間軸でアグリビジネス関連事業者が資本市場から50億円・100億円規模のまとまった資金を調達するためのブレイクスルーに向けたポイント(具体的なソリューション方法)の考察を試みた。最終章では、その中長期的なロードマップ(道筋)を検討してみたい。

今後のロードマップを図表7にまとめたが、ひと言でいえば、全国のアグリビジネス関連事業者と資本市場のプレーヤーの間に入って、それぞれが発信する情報の咀嚼と相互伝達を促進するという「仲介者」の役割が重要となる。仲介者とは、前述したような銀行や証券会社、ベンチャーキャピタル等のキャピタル会社、及びそれらのグループ会社のことである。彼らが、農林水産省や経済産業省、金融庁、証券取引所等と連携しながら、他の業種の事業会社を対象として培ってきた様々な知見・ノウハウをフルに活用して、段階的に、アグリビジネス関連事業者に対して、そのニーズをくみ取りながらまとまった規模の資金調達の手法を開発し提供していくということが求められている。

図表7 ブレイクスルーへの中長期的なロードマップ

- ブレイクスルーへの中長期的なロードマップ／仲介者としての役割
- ①2018年1月に施行された「事業型ファンド」の利用拡大の促進(第二種金融商品取引業協会との連携)
 - ②アグリビジネス関連事業者やグループ会社への事業会社からの出資機会の創出
 - ・事業アライアンス機会の創出と合併会社等の設立支援
 - ③資本市場の投資家への上記②の出資機会の提供と実行支援
 - ④仲介者の海外ネットワーク情報を活用してのアグリビジネス関連事業者の輸出支援、海外現地法人設立や立上げ支援
 - ⑤産業政策的な色合いではなく資本市場の視点を持つ利益追求型のファンドの設立
 - ・株式上場審査基準に準じる基準での投資候補先アグリビジネス関連事業者の発掘・出資を通じての啓蒙
 - ⑥大規模な物流施設、メガ・ファーマーズマーケット的な施設(不動産物件)を投資対象としたアグリ版REITの組成
 - ⑦大規模で信用力の高いアグリビジネス関連事業者を対象とする資本市場の投資家の判断に役立つ「アグリ版格付」的な信用評価制度の組成

(出所)野村アグリプランニング&アドバイザー作成

事業型ファンドを例に取れば、2018年1月1日に施行された新しい規則の下で、健全な運営がなされ、トラブルが根絶され、投資家の信頼が回復されることを前提に、仲介者がより積極的に取り組んでもよいのではないか。これまでの事業型ファンドの投資家の中には、株式や債券等の資本市場の他の投資案件のリスク・リターン、または投資期間との比較の上で、アグリビジネスの案件に注目してまとまった金額の投資判断を行う投資家も含まれていたものと考えられる。そのため、アグリビジネス関連事業者がまとまった金額を調達する有力なツールになるポテンシャルはあると考えられる。

アグリビジネス関連事業者にとっては、取引業者による投資対象事業の適格性の審査への対応やファンド発行後の資金提供者に対する事業報告書・計算書類等の事業の状況等に関する情報提供を求められることになる。しかし、自社の管理・運営体制を整えた上で、それらに対処する労力・時間・費用に見合う規模の金額の調達が可能ならば、資金調達の機動性とコストの観点からも有力な資金調達ツールとしてその利用を検討するのではないか。なお、少額投資型クラウドファンディングの年間の発行上限が1億円以下と定められているが、事業者にとっては審査への対応と投資家に対する情報提供に係るコストや手間を考慮すると調達金額との比較感から少額投資型の利用を躊躇することもあり得ると仄聞する。今回、事業型ファンドの枠組みが

本レポートは、業界に関する情報の提供を目的としたもので、投資判断の参考となる情報提供や投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートは野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。本レポートのいかなる部分も、一切の権利は野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行うことを禁止いたします。© Nomura Agri Planning & Advisory Co., Ltd. 2018

整備されたことを受けて、それらの“待機組”(アグリビジネス関連事業者も含まれると期待したい)の中にも事業型ファンドによる資金調達に挑戦するものも現れる可能性が出てくるのではないかな。

またアグリビジネス関連事業者やグループ会社にとって、異業種の事業会社からの出資を受けることは有力な資金調達の手段でもある。そのため、仲介者が日本全国のネットワークを活用し、有力企業をパートナーとして紹介し、事業アライアンスの機会を創出し、アグリビジネス関連事業者本体への出資や合併会社への共同出資に結びつけたり、そのような案件に、資本市場の投資家に声がけし、サイレントパートナーとしての出資を求めることも期待されるであろう。

更には、仲介者の海外ネットワーク情報を活用して、アグリビジネス関連事業者の輸出ビジネスを支援したり、海外現地法人の設立や立上げ時の事業を支援する機会も増えてくるものと見込まれる。産業政策的な色合いではなく、資本市場の視点を持つ利益追求型のファンドの設立等も仲介者に期待されるであろう。

なお、今回は詳細には取りあげなかったが、アグリビジネスと資本市場を結びつける1つのツールとして「アグリ版REIT(不動産投資信託)」の組成も今後は検討されても良いのではないかな。そもそもREITとは、多くの投資家から集めた資金で、オフィスビル、商業施設、ホテル、ヘルスケア施設等の不動産をポートフォリオで購入・所有し、その賃貸収入や売買益を税法上のメリットも活かしながら投資家に分配する投資信託である。今後、農業の大規模化が進みアグリビジネスに絡んだ大規模な物流施設、メガ・ファーマーズマーケット的な施設が登場すれば、それらの不動産物件を投資対象としたアグリ版REITの組成も期待できよう。

更に、将来的に大規模で信用力の高いアグリビジネス関連事業者が育つ過程で、資本市場の投資家の判断に役立つ「アグリ版格付」的な信用評価制度の出現も期待できるのではないだろうか。

9. おわりに

ようやく日本の農業政策が「成長戦略」の1つとして世の中で認識され議論されるようになった今日、農業経営の大規模化や競争力強化による輸出の促進を資金面から支えるためにも、時間はかかるかもしれないが、アグリビジネス関連事業者は、将来に向けて、資本市場からの本格的な成長資金の導入の道を拓くことが求められることになるであろう。

本稿は、「アグリビジネス関連事業者」から見て、「資本市場はどのように目に映るのであろうか」という問題意識と、「資本市場の投資家」から見て、「アグリビジネスはどのように目に映るのであろうか」という2つの問題意識から出発し、「資本市場の視点」をベースに各種の考察を試みたものである。

これらの考察内容が、アグリビジネス関連事業者にとり、今後どのような方策を講じれば補助金・助成金・制度金融や政策的なファンドに加える形で、そのような成長資金の新たな調達先としての資本市場の活用を図ることができるかについての議論を進める上での一助になれば幸甚である。