

# CREを利用した「まちづくりファンド」の基礎検討

## 先導的官民連携支援事業調査報告書から

街づくりデザイン部

竹中 俊平

[ Keyword ]

富山市

まちづくりファンド

地域内経済循環

PRE

CRE

### 1. はじめに

地域資源を生かした自立・分散型社会の形成と地域同士での相互補完をめざした施策が各地域で進められている。

こうした中、国土交通省は先導的官民連携支援事業による「地域資金活用による循環型コンパクトシティ整備事業可能性調査」を実施している。同調査の報告書<sup>1)</sup>では、民間から資金を募り、富山市が所有するPRE（Public Real Estate: 公的不動産）を、ファンドを利用しながら連鎖的に再開発するスキームが検討された。

しかし、ファンドの核とされていた対象地につくられる中規模ホールは、最終的にファンドを用いずにPFI-BTO方式（民間事業者が自ら資金調達を行い、設計および建設業務を実施、自治体へ所有権を設定したのち、維持管理および運営業務を行う方式）のプロポーザルで公募され、2020年に事業者が決定した。

ファンドを利用したPREは実現しなかったものの、この先進的な検討は、資金調達手段が多様化し、かつ地域内の資金循環が重要視されている現在の状況において、民間事業者にとっても有用なものである。

本レポートでは、過去の「まちづくりファンド」と呼称されている類似事例を調査し、地域へどのように資金提供が行われていたかを整理した。また先進検討事例からステークホルダーおよびスキームを分析し、PRE、CRE（Corporate Real Estate: 企業不動産）に関わらず転用可能な部分について基礎検討を行った。

### 2. 「まちづくりファンド」

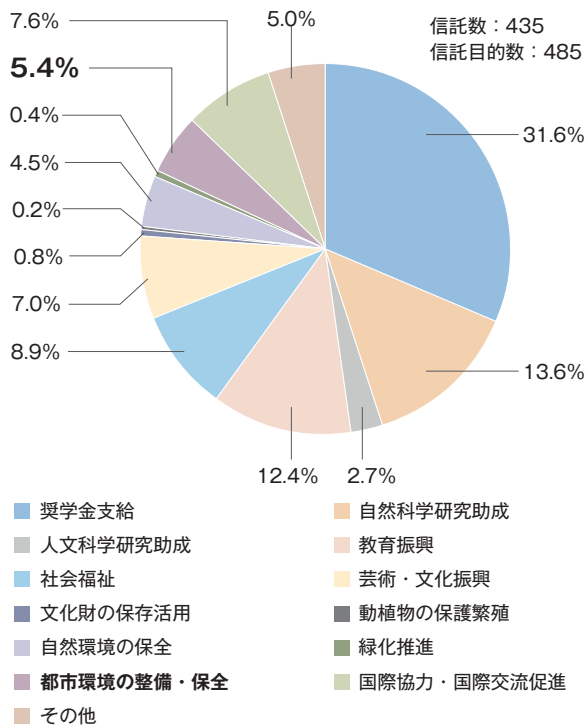
#### 2.1 事例

一般社団法人投資信託協会によれば、ファンドの定義は「投資家から集めたお金を一つにまとめた基金にして収益を還元する仕組み」としている。

しかしこの定義に関わらず、「まちづくりファンド」や「市民ファンド」の名称で収益を還元せず、地域を中心に資金を集めて運用を行ってきた事例が、富山市の検討が行われる以前から存在していることが確認できた。

「まちづくりファンド」の名称で確認できる主なものとして、公益信託を利用したスキームがあげられる。公益信託は、学術、慈善、祭祀・宗教など一定の公益目的のためであれば利用可能である。都市環境整備・保全も公益目的であり、それがしばしば「まちづくりファンド」と称されている。全国の信託数は総務省が公表している2019年の公益信託の現況<sup>2)</sup>によると435であり、信託目的は485存在している。そのうち都市環境の整備・保全を目的としているものは26（5.4%）となっている（図1）。

「市民ファンド」については、2014（平成26）年度国土政策関係研究支援事業研究成果報告書「地域まちづくりにおける市民ファンドの役割とその促進策の検討」<sup>3)</sup>内でいくつか定義が紹介されている。狭義の定義としては、税制優遇を受けられる法人格をもち、市民や地域企業から集めた寄付中心の原資をNPOに分配する仕組みのことをいう。「市民ファンド」に共



文献2) をもとに作成

図1 ■ 公益信託の信託目的別件数

通する要素としては、以下の項目があげられる。

- ・市民が主体的に参加していること
- ・公益性・社会性の高い特定の事業へ資金を拠出していること
- ・経済価値的なりターンを求めず、社会的な価値や公益といった非経済価値的なりターンを求めること

「市民ファンド」に関する調査は内閣府が公開しているが、公益信託のような、目的別の整理は確認できなかった。

「まちづくりファンド」や「市民ファンド」におけるファンドはあくまで資金の受け皿であって、投資に対して収益を還元する仕組みを指さない。内田<sup>4)</sup>によれば、これらのファンドは組成時には企業や個人から一定の規模の資金を募ったのち設立されるが、その後は運用益や運用中の寄付で活動を行うことを前提としている。また活動中の資金繰りは、多くの団体が苦労していることが記載されている。

このような「まちづくりファンド」や「市民ファンド」とは異なり、一般社団法人民間都市開発推進機構は、「まちづくりファンド支援業務」の名称で民間事

業者への支援を実施している。現在は以下の3種類の支援業務が存在する<sup>5)</sup>。

- ・マネジメント型
- ・老朽ストック活用リノベーション等推進型
- ・クラウドファンディング活用型

「マネジメント型」では、地域金融機関と民間都市開発推進機構が有限責任事業組合や投資事業有限責任組合を組成し、収益目的として対象となるエリアの物流施設や交流拠点施設などへ出資を行っている。同じく収益を目的とした「老朽ストック活用リノベーション等推進型」では、築20年以上の建築物を活用した民間まちづくり事業を投資対象にしている。

「クラウドファンディング活用型」では、地方公共団体、民間企業、民間都市開発推進機構、個人から資金を募りまちづくり事業者への資金提供を行うが、機構からの支援を受けられるのは、地方公共団体が設置する基金や、公益法人、公益信託、NPOおよび指定まちづくり会社、復興まちづくり会社に限定される。

過去には、「住民参加型まちづくりファンド支援事業」として地方公共団体の基金等を活用した公益信託に近い形態の補助事業も存在した。

このほか、商工会議所が市と協力した補助事業の名称として「まちづくりファンド」を呼称している事例も確認された<sup>6)</sup>。また、「まちづくりファンド」という呼称ではないが、一般企業が組成する観光業などを対象とした地域活性化ファンドの事例は全国に多数存在し、株式会社地域経済活性化支援機構による各種支援を受けることも可能である。

### 3. 国土交通省調査 富山市の事例

富山市は先進的にコンパクトシティ施策を推進しており、地価も上昇傾向にある。今後も持続的な成長を促すために、市が中心部に所有するPREの開発が必要とされている。

富山市は、このPREを利用する再開発に求められる条件として、コンパクトシティの構築に資すること、企業、市民、行政の地域資金の地域内循環と地域

外からの資金の流入に重点を置き、「まちづくりファンド」に投入した地域資金が地域内へ再投資されるスキームを検討した。

この富山市スキームが成立するためには、核になるPREから安定的な収益が見込まれ、他の開発候補地に資金を提供できる状況をつくり出すことが必要となるため、最初のPREの選定が重要となる。

以下では富山市スキームを①プロジェクト、②投資ファンドの形態、③投資家、④ファンドマネージャーの4点に分けて分析した。それぞれの関係性を図2に示す。

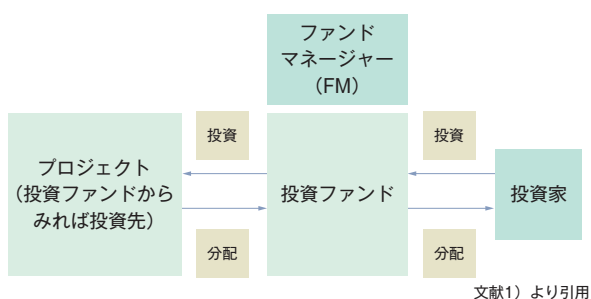


図2 ■ 富山市スキーム

### 3.1 プロジェクト

富山市スキームで最も重要なのがプロジェクト部分であり、特に資金面で事業の核となる1号案件（最初に取り組む案件）となる。富山市は、必要な条件として以下の3点をあげている。

- ①コンパクトシティ形成の拠点プロジェクトとなること
- ②スキーム自体の象徴性を有すること
- ③2号案件以降の資金を確保するものであること

特にスキームが継続するために、資金回収が可能な収益性事業であることが求められる。

富山市は、14件のPRE開発候補地を提供し、民間企業に対するニーズのヒアリング調査を実施した。その結果、実現に向けた制約や課題が少なく、事業性が見込みがある案件が2件、制約や課題は多いが事業性が見込みが高い案件が2件の計4件が候補としてあげられた。

### 3.2 投資ファンドの形態

富山市のスキームでは、市や投資を主業としない企業・市民を含めた多様な主体からの出資を受け入れることを想定している。そのため、民法組合にみられる無限責任ではなく、有限責任であることが重要となる。

地域内で得た資金をリスクマネーとして市内へ投資するためには、広く投資家を募集する投資法人などではなく、投資家を限定した私募ファンドの形態をとることが好ましいとされており、投資事業有限責任組合（LPS）および匿名組合を利用したスキーム（GK-TKスキーム）が検討された。

#### 1) 投資事業有限責任組合（LPS）

投資事業有限責任組合法に基づく法律を根拠法とする投資事業組合の一種。

##### ①課税

パススルー課税となり、LPSは課税対象から外れ、投資家の収益のみが課税対象となる。

##### ②特徴

無限責任組合員と有限責任組合員で構成される。投資先に制限はあるものの、メジャーな商品には投資できる。無限責任組合員による投資先へのコントロールが可能であり、資産の追加と運用を行うのに適している。

#### 2) 匿名組合（GK-TKスキーム）

合同会社と匿名組合を組み合わせたスキームであり、不動産証券化などにしばしば用いられる。

##### ①課税

ペイスルー課税となり、営業者（GK）の所得を匿名組合員（出資者）に分配する利益（損失）を損益に算入できる。控除した残額が営業者の最終利益（損失）となる。

##### ②特徴

各投資家が匿名組合員となり、それぞれが営業者と匿名組合契約を締結する。匿名組合員は、有限責任を有する。匿名組合員同士が可視化されることはなく、匿名組合員は、投資判断を行うことができないため、

資産の組み入れが頻繁に行われるより資産が固定されている方が好ましいとされる。

### 3.3 投資家

地域内での資金循環を目的とすることから、基本的には地域内の一般企業、金融機関、市民から資金を募ることになる。開発規模が大きく外部資金を募ることが必要となった場合においても、目的に即して考えるのであれば外部資金の割合に制限をかけることが想定される。

#### 1) 市民

街づくりに関わる市民は多く、高いリターンを求めず、支援を目的にした寄付に近い資金が集まる可能性も高い。一方、小口資金が中心となるので、事業の方針変更や運用先の決定時における多数の小口出資者の意思決定の方法など、ファンド運用への影響が少なくなる仕組みが求められる。富山市報告書<sup>1)</sup>では、クラウドファンディングを利用した市民出資や地域金融機関がファンドへの融資を行う資金を、債券発行を通じて市民から集めることが提案されている。

#### 2) 市

出資主体としての市が出資を行う場合には、第三セクター等と同様に十分な監査の措置や、議会、市民への説明が求められる。富山市スキームではPREを核とするもののリスクマネーの供給という一面を含むため、この点は特に重要になる。他方、他出資者からみた投資家としての市には、一定程度の信頼性を発生させる。定期借地権等によるPREの提供に合わせて、資金面での出資をどこまで行うかについては、議会、市民との議論を経て決定されることが好ましい。

#### 3) 地域金融機関

収益性を見込んだ地域の企業や地域の観光業を対象としたファンドの組成を地域金融機関が行うことは近年多くある。一般社団法人民間都市開発推進機構と連携したマネジメント型まちづくりファンドがあるが、これらの主な資金出資者が地域金融機関である。このことからスキームそのものへの地域金融機関の参画可

能性は高いが、単独での取り組みではないこと、不動産開発を伴うものであるため、ファンドのコントロール部分に懸念があると考えられる地域金融機関が多い<sup>1)</sup>。

### 4) 地域企業

出資金額にもよるが、資金余力があり、かつエリア価値向上が主業につながる企業であれば、配当が他金融商品と比較して低く設定されていても資金提供を行う可能性が高い。一方、他地域への輸出を行うことが主業である企業の場合、損失発生時に本業を圧迫する可能性もあり、明確なシナジーが見込めない場合の投資意欲は低くなると考えられる。

### 3.4 ファンドマネージャー

3.3節の地域金融機関の懸念点でもあったように、ファンドマネージャーの選定は、継続的なファンド運営においても非常に重要である。富山市スキームでは、個人に求めるスキルをライセンスとは別に下記として定めている。

- ・ 私募ファンド、もしくは私募リートでの勤務実績があること、特に集団投資スキーム（TMK:特定目的会社、GK-TKスキーム）を活用した不動産投資実績があること
- ・ 不動産売買および不動産運用（オフィス・住宅・商業）での実績があること
- ・ 金融商品取引業者としての善管注意義務、忠実義務を熟知していること
- ・ 自治体との協議調整実績があり、自治体とのコミュニケーション力があること
- ・ 公的不動産の売買・運用に対する深い知識があること
- ・ 市町村マスタープランや都市計画策定など、自治体立案に関する深い知識があること

富山市スキームの報告書<sup>1)</sup>に記載はないが、上記能力に加えてファンドマネージャー本人に、富山市における活動実績をはじめとした地元人材との関係性があった方が良いと考えられる。

これらの要素を完全に有している人材は相当に限定

的であることが想定されるため、複数人で分担することが必要になるが、意思決定を伴う命令系統が分散する可能性もあり慎重に議論されなければならない。

本章では、富山市スキームで主に検討されてきた内容について取り上げ、整理を行った。本スキームでは地域資金が肝となるPREを使用した収益施設へ投資し、そこから得られるリターンを次のPREへ投じていく継続的な資金の受け皿となることを目的としている。県や地方レベルでの官民連携ファンドや、官民協働開発事業体（LABV: Local Asset Backed Vehicle）のような自治体出資の例はあるが、保有するPREと合わせて地域内での資金循環を生み出そうという富山市の取り組みはこれまでに事例がなく先進的である。

#### 4. 富山市スキームの一般化（CRE等への転用）

富山市スキームでは、市がPREを提供しながら地域資金を呼び込み、連続的な投資を行うように設計されている。しかし全自治体が魅力的なPREを所有するわけではない。

本章では、富山市のスキームを一般化し、他地域でも展開が見込めるファンドスキームの作成を検討した。また、作成したファンドスキームへの参画が見込める投資家などの条件についての検討を行った。

検討にあたっては富山市スキームのように、地域内に資金循環を生み出す目的があること、核となるプロジェクトがあり、そこから生まれる資金も地域への再投資の原資にすることを条件にする。投資先については、CREを念頭に置くものの街づくりに関係する企業、事業、不動産などへの投資も可能とする。

##### 4.1 実行主体

富山市の場合では、PREを有する富山市が実行主体であったが、街づくりについて検討・実行するのは自治体だけではなく、民間企業が自身の立地する地域に対して企業立病院や民間事業者からの寄付による公園整備といった社会資本の整備を行うこともあり、適

当なCREを保有する企業も実行主体になりえる。

そこでどのような民間企業が富山市スキームの実行主体になりえるのか、その条件を検討した。

第1の条件は、本スキームの肝となっている、地域へ資金を還流させて地域レベルでの資金循環によるメリットが発生することである。企業城下町を例にすれば、民間企業による社会資本整備によってメリットを享受するのは、そこに住む従業員を中心とするステークホルダーである。企業城下町の例と同様に人や生産資源を対象地域に依存していること、当該企業の売上の大半を対象地域に依存していることも本スキームを使用するメリットと考えられる。

第2の条件は、投資を行うことが主業から大きく外れていないことである。一投資家として資金提供を行うのであれば問題は小さいが、スキームの中心となり事業化を行うには相応のリスクが発生することが見込まれ、そのリスクを最小化するためには外部の協力はもちろんのこと、投資先の事業に対して精通していること、投資そのものに精通していることが必要になる。ただし、この第2の条件については、本社や工場などが対象地域にあり、そこでの再開発がスキームの核となるプロジェクトであることに対して、社員、株主等の理解が得られればクリアできると考える。

これらを満足する実行主体としては、不動産デベロッパー会社、また全国主要都市に事業用不動産を有する企業が有力な候補となる可能性がある。

##### 4.2 投資家

投資家については、富山市スキームでは市、市民、地元金融機関、地元企業が想定されていたが、ここでは市民の参加は限定的なものとして検討する。

理由は2点あり、1点はファンド本体を組成する際の実務手続き上、投資家が多くなりすぎると運営上のリスクが生じること、2点目は3.3節1)で述べたように機動的な投資が市民の参加によって妨げられる可能性が高いためである。ファンドマネージャーに運用を任せる場合、投資家からの意見は整理されているこ

とが好ましい。従って市民からの資金を受け付ける場合でも、投資家としての市民のファンドへの都度出資は行わず、創設時の一度きりに限定することや、案件ごとにクラウドファンディングを利用して資金を集める方法に限定したほうが良いと考える。

地方自治体が出資を行う場合、市区町村および特別区である基礎自治体レベルが好ましいと考えられる。県単位で本件を実施した場合、地域内での資金循環を捉えることが非常に難しくなるためである。また、県が特定の地域へ投資する意思決定を行うことは、議会への説明なども含めて調整が非常に難しいことが想定されるため、市町村の規模であることが好ましいと考える。

地元金融機関、地元企業については出資意欲があれば問題ないが、出資金額が少額の場合、市民からの出資と同様の問題が発生する可能性があり、最低出資額を設ける必要があると考える。

#### 4.3 ファンド本体

ファンド本体の仕組みは、二重課税の回避およびスキーム組成の行いやすさから、投資事業有限責任組合(LPS)ないし、匿名組合(GK-TKスキーム)の形態が適している。ただし、投資資金が地域外へ無駄に流出していないか等をチェックするためにファンドマネージャーの行動に影響を与えない範囲内で、投資先チェックやパイプライン管理を確認するための協議会のような組織をつくることが考えられる。その場合、合同会社において匿名組合契約を各匿名組合員と結ぶ際にも、出資者は基本的に協議会へ入ることを契約で必須とするなど、リターンを期待するだけではない関係性をつくり上げることが重要である。

また、富山市スキームの報告書<sup>1)</sup>で指摘されていることだが、ファンド本体の投資先が明確でない場合、投資家に対する説明が難しく、投資側の資金計画に影響を及ぼす可能性がある。このことから、ファンドについては投資商品ごと(非上場企業株式、不動産など)、もしくはファンドの投資期間ごとに分けることなどが

考えられる。また、開発後に運用ファンド側で仕分けることも考えられる。

#### 4.4 ファンドマネージャー

ファンドマネージャーに求められる要件についても富山市スキームで検討された内容(3.4節)と相違はないと考える。必要な要件や個人の資質等について変更はないものの、その地域の特性について知識があることが好ましいと考えられ、ファンドマネージャーに土地勘が乏しい場合、地域金融機関等により地元の有望な立地エリア、企業などについて情報提供が行われることが望ましい。

### 5. まとめ

本レポートでは、「まちづくりファンド」の事例、富山市の先導的事例を対象に、「まちづくりファンド」に関わるステークホルダーおよびスキームを分析した。その結果、以下の知見を得た。

- ・地域の資金循環を促し、収益性があることを前提とし、不動産開発や街づくりを行うことを目的にファンドが組成されたことは、これまでにない可能性が高い
  - ・富山市スキームの本質は地域内での資金循環を起こすことにある
  - ・富山市の事例を検証し、有効なPRE・CREの提供があればファンドが成立する可能性がある
- また、民間企業が実行主体となる「まちづくりファンド」を組成する場合は、次の検討が必要になる。
- ・実行主体となる民間企業が中心となり、核となるプロジェクトへの資金を地域より集めて投資を行う
  - ・上記に合わせて、エリア内を対象とした「不動産ファンド」「企業ファンド」に関する検討、パイプライン調査を行う
  - ・核となるプロジェクトの収益化が行えるようになったタイミングで速やかにそれぞれのファンドから投資先へ出資等が実行される
- 上記は、あくまで理想プロセスであり、それぞれの

ステークホルダーごとの課題やパイプライン案件の有無も大きく関わってくる。

富山市スキームに民間企業が関与する場合、プロジェクトに該当するCREの提供者、出資を受ける側もしくは投資家側になることが想定される。

ただし、一般的な民間企業がファンドから直接出資を受けることは考えにくい。この場合は他投資家やファンドに関係するメンバーと共同で新設した事業会社への出資が考えられる。

また、企業が共同出資を募る場合は下記のような状況であることが想定される。

- ・投資枠が限られており、開発資金全額を負担できない場合
- ・単独出資では投資基準を満たさないが、出資を通じたベネフィットを考慮した場合に、投資基準を満たす場合

企業単体で資金調達が可能なら事業であれば、外部からの出資を得る必要性は低い。そのため、その企業単体では調達できないリソースや事業範囲を対象に共同出資先を求めることになる。

また、PFI案件等で地元事業者のみで参加するには、プロジェクトの実効性に対する懸念がある場合や企業全体の与信が不足している場合、安定性のある企業が主体になることでファイナンスにメリットが生じると考えられる。

このような地元事業者のみで構築される事業体に参画するメリットの有無については、さらなる検討が必要になる。

## 6. おわりに

本レポートでは、地域内資金循環を目的としたファンドを利用したスキームについて検討を行った。地方では一企業で開発できないような規模の案件は少なく、そこに例えば東京に本社を置く企業が出資をした場合、本来地域で独占できるはずの利益を東京とシェアする構図となる。シェアすることによって得られる金銭的、非金銭的なメリットについて両方で十分な協

議が必要になると考える。

今後は、「まちづくりファンド」が成立するためのファンドそのものの規模や、投資先の条件について検証を進めていく予定である。

### 【参考文献】

- 1) 国土交通省：先導的官民連携支援事業調査報告書, <https://www1.mlit.go.jp/common/001236437.pdf>, 2022.7.4
- 2) 総務省：公益信託の現況, [https://www.soumu.go.jp/menu\\_news/s-news/01kanbo03\\_02000038.html](https://www.soumu.go.jp/menu_news/s-news/01kanbo03_02000038.html), 2023.2.20
- 3) 平成26年度 国土政策関係研究支援事業 研究成果報告書「地域まちづくりにおける市民ファンドの役割とその促進策の検討」, <https://www.mlit.go.jp/common/001085813.pdf>, 2022.7.4
- 4) 内田奈芳美：「身の丈」の資金的支援：まちづくりファンドからみるクラウドファンディングの位置付け, 日本不動産学会誌第32巻第4号, pp.76~78, 2019.3
- 5) 一般財団法人民間都市開発推進機構: <https://www.minto.or.jp/>, 2023.2.28
- 6) 室蘭商工会議所: <https://www.murocci.or.jp/machi-fund2022/>, 2023.2.28
- 7) 独立行政法人経済産業研究所: <https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/nakamura/01.html>, 2023.2.2
- 8) 東京都：東京都産業連関表, <https://www.toukei.metro.tokyo.lg.jp/sanren/2015/sr15t1.htm>, 2023.2.28
- 9) 環境省: <https://www.env.go.jp/seisaku/list/kyoseiken/index.html>, 2023.2.28



■ 竹中 俊平 Takenaka Syunpei  
街づくりデザイン部研究員、街づくりの企画・提案、人流情報を利用した街づくりに関する情報収集および研究に従事

### ■ Abstract

## Basic study on the “community development fund” using CRE A survey report on leading public-private partnership support projects

Takenaka Syunpei

In the ongoing regional revitalization utilizing regional resources, each region is required to earn income to become independent. In the report on research conducted in Toyama City, which is open to the public by the Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, the following was discussed: investing local funds from the fund

in local real estate, thereby sharing the profits with the community and using them as a source of funds for the next investment.

When the existing community development fund and citizen fund were organized according to their purposes and schemes, we found that there was no case similar to the report on Toyama City and confirmed Toyama's case to be a leading example.

The plan proposed by Toyama City was to use a limited partnership (LPS) or a silent partnership (GK-TK scheme) to develop city-owned land under a local initiative by collecting funds from influential companies, regional financial institutions

and local citizens in the area. When considering town development, it is possible to use private land rather than being limited to public land. In such cases, it is believed that (i) the public land's company depends on the area where it is based for most of its production resources, or (ii) the company is mainly engaged in investment.

In this report, although it may not be impossible after organizing the elements and examining their possibilities, we think that a more detailed analysis is necessary for its realization because of the existence of the market and project conditions in which the scheme itself is to be established.