

地域資金循環型官民連携 PRE ファンドに係る  
情報整理調査業務委託  
報 告 書

平成 31 年 3 月

富山市

(株式会社 価値総合研究所)



地域資金循環型官民連携 PRE ファンドに係る情報整理調査業務委託  
報告書 目次

1. 本調査の概要 .....	1
1-1 調査の目的 .....	1
1-2 調査の流れ .....	2
2. シーズプロジェクトのデューデリジェンス .....	14
2-1 プロジェクトの位置づけ等 .....	14
2-2 プロジェクトにかかる市場調査 ※非公開 .....	23
2-3 プロジェクトの課題の検討 .....	24
2-4 施設コンセプト案の検討 .....	26
2-5 事業収支の検討 ※非公開 .....	28
3. パイプラインの事業規模想定及び経済的状況調査 .....	29
3-1 大沢野地区施設整備事業の検討 .....	29
3-2 大沢野地区施設整備事業のパイプラインとしての可能性 .....	31
4. ファンドの全体像 .....	33
4-1 ファンドマネージャーについて .....	33
4-2 ファンド組成の実現に向けた現行法制度上の課題整理 .....	37
4-3 財政負担の軽減効果等のファンドの効果 .....	44
5. まとめ .....	46
6. 想定される課題と今後の対応 .....	49
◆別冊 .....	53



## 1. 本調査の概要

### 1-1 調査の目的

富山市では、限られた公的資金と公有資産等を有効活用することにより、コンパクトシティを深化させるため、平成 29 年度調査（国土交通省補助：先導的官民連携支援事業）として「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、官民連携による新たな資金供給システムをもって公有資産の収益化を図り、その資金を早期に回収することをもって次の施設整備へつなげるという循環型のコンパクトシティ整備事業の可能性について調査・検討を行った。

その結果、当該投資ファンドの基本コンセプト及びメカニズムについては、有識者、金融機関、デベロッパー、地域企業等のヒアリングを通じて、必要性と実現性が検証されたことに加え、今後、具体化を進める上で参考となる情報が蓄積され基本スキームを提示した。

一方で当該投資ファンドの実現には、資金運用と政策実現の両面に知見を有するファンドマネージャーの役割が非常に重要である。地域金融機関が担うことが望まれるものの、前例がないこと等から課題は多い。

本調査では、平成 29 年度調査において整理した基本スキームを具体化し、事業判断に必要な詳細検討を行うものとする。

## 1-2 調査の流れ

### (1) 今年度調査の方針

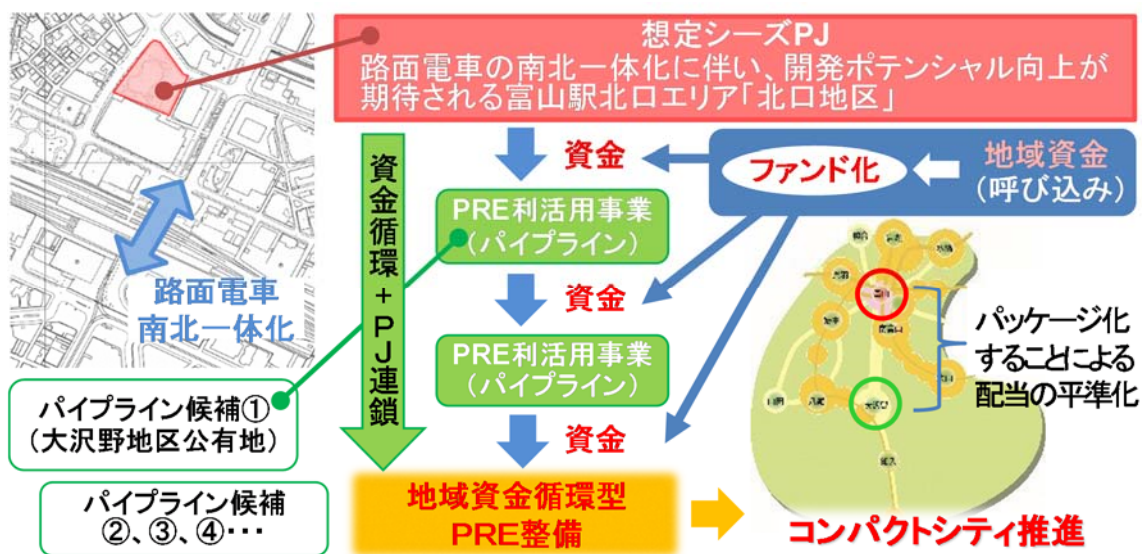
金融機関及び出資が想定される関係者へ具体化に向けた協議を行うためには、投資対象案件の精査（デューデリジェンス）が必要であり、この結果や投資家の意向等を踏まえたファンドスキームの構築が必要となる。

また、ファンド組成（本調査事業の事業化）の政策決定及び議会説明を行うためには、上記に加え、全体像とファンド全体で生じるメリットを提示する必要がある。

そのため、投資対象のデューデリジェンスや具体案件を提示してのヒアリング等を通じ、当該ファンドの実現可能性を高めるものとする。

上記の検討に際し、投資対象物件としては、ファンドの核となる第1号投資案件（シーズプロジェクト）として富山駅北口エリア「北口地区」再整備事業を、第2号投資案件（パイプライン）として、富山市におけるコンパクトシティ施策の「串と団子」における“お団子エリア”である「大沢野地区」施設整備事業を想定する。

図表 1-2-1 ファンドの活用によるコンパクトシティ推進のイメージ



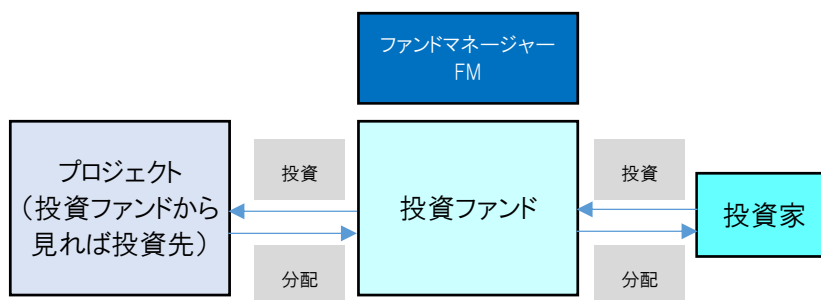
## (2) 平成 29 年度調査及び今年度調査の全体的な流れ

「投資ファンド<sup>1</sup>」とは、投資家から資金を集めて運用し、その利益を分配する仕組み・組織のことを言う。

その資金の投資先が不動産であるものが不動産ファンドである。投資家等から集めた資金で不動産（実物不動産・信託受益権）を購入し、得られる賃貸収入や売却利益を投資家へ分配する仕組みのことを指す。投資ファンドの運用者（ファンドマネージャー）は投資家から資金を集め、その資金を不動産に投資し、利益を投資家に分配する。最後は不動産を売却してキャピタルゲイン（またはロス）を投資家に分配して運用を終了する。

単純化した基本的な構造を図表 1-2-2 に示す。

図表 1-2-2 投資ファンドの基本的構造



<sup>1</sup> 金融商品取引法で規定される、いわゆる「集団投資スキーム」である。多くの投資者から集めた資金により事業運営や有価証券等への投資を行い、その利益を出資者に分配する仕組みのこと。

不動産を対象とした投資ファンドを組成する場合の一般的な検討・実施フローと、本調査との対比を図表 1-2-3 に示す。

全体的にファンド組成において、投資家目線・組成関係者目線では「具体的なプロジェクトが確定していない段階では何も検討できない」のが一般的である。一般的には、投資家の意向を把握し、対象物件が明確化した状況で投資ビークルを検討し、具体的に物件の取得・ファンドの組成を行う。

平成 29 年度はその状況を踏まえて、①～③及び⑥についての調査を行ったものである。

一方、平成 30 年度においては、①の方針について「串と団子」の議論を踏まえて本ファンドにおける「団子」の部分についての取り扱いを再度検討するとともに、②については、具体的な物件のデューデリジェンスとして検討をし、④のファンドの利回り確保の可能性検討を行った。

併せて、①において将来的に、公有地のファンドへの売却等の可能性も出てきたことから、昨年度調査において第一候補としたスキーム（LPS）ではなく、GK-TK スキームでの検討を行った。

図表 1-2-3 ファンドを組成する際の一般的なフローと TCC ファンド調査事項





### (3) 平成 29 年度調査の概要と結論

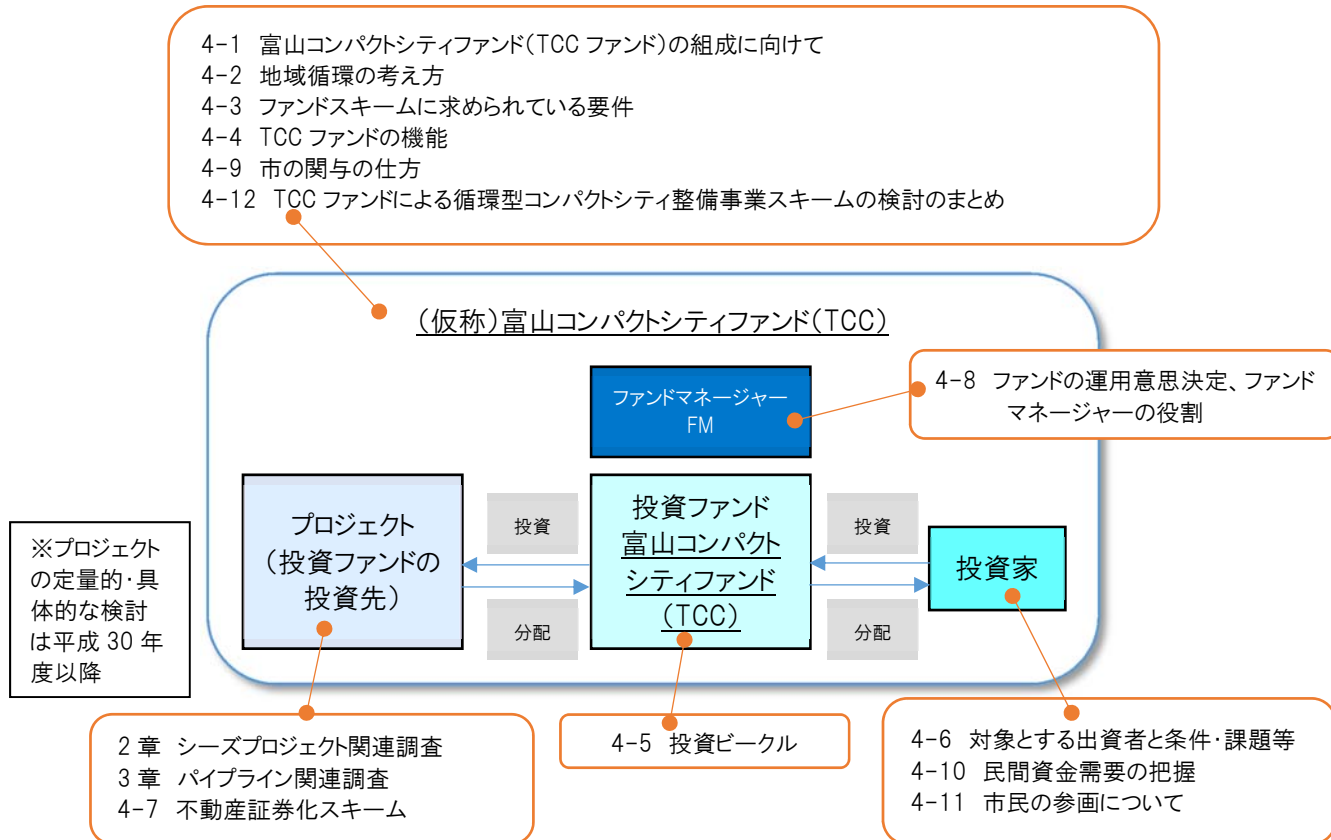
平成 29 年度、富山市においては、TCC ファンドの第 1 号投資対象となるプロジェクト（以下、「シーズ (Seeds) ・プロジェクト」という。）の開発計画を検討中であったことから、ファンド組成に向けた具体的な検討は時期尚早であるものの、本ファンドの構想にかかる論点について図表 1-2-4 に示す項目で調査を実施した。

ファンドとファンドの基本的構造と調査事項との対応を図表 1-2-5 に示す。

図表 1-2-4 平成 29 年度調査項目

1	シーズプロジェクトの検討	駅北口地区の導入機能及び事業性 【地域プラットフォーム、ヒアリング等】
2	公有資産調査 (パイプラインの抽出)	検討候補対象地におけるパイプライン(投資先候補)としての評価 【ヒアリング等】
3	地域資金循環 スキーム等の検討	地元企業等を出資者とする開発型ファンドにおけるピークルのオルタナティブ 【ヒアリング等】
4	地域金融機関の 役割・連携条件の検討	ファンド組成及び資金面での地域金融機関の役割と条件・課題等 【金融機関ヒアリング】
5	地元企業の 出資意欲・条件の検討	地元企業の出資意向・条件の検討 【地域企業アンケート調査、ヒアリング調査】

図表 1-2-5 平成 29 年度調査で検討したファンドの基本的構造と調査事項



これらの検討を経て、平成 29 年度調査においては、開始時点の仮説に対して、下記のような検証結果を得た。

**【仮説①：限られた公的資金で多くのプロジェクトを実現することができる】**

単発プロジェクトの場合、従来の PFI 手法（延払い型）等により、財政負担の平準化は可能であっても、軽減は難しい。しかし、公的資金の出資も伴う官民連携ファンドというスキームを使うことで、多様な民間資金を呼び込み、限られた公的投資で多くのプロジェクトを実現することが可能となる。

→基本的には、投資ファンドである以上、「収益性が高い」ことが大前提となるが、パイプライン検討で「投資対象としては難しい」とされた土地等についての政策面での目配りも重要であることから、本ファンドで得た富山市の利益については、別途基金化することによりプールし、投資対象として難しい案件整備の原資に充当することを提案する。

**【仮説②：ファンドマネージャーによる目利き、フォローによる PJ 力の向上】**

PRE 活用と資金運用という面に、行政にはなかったプロの経営的視点が入ることにより、従来の補助金支出にみられる「出しっぱなし」といった課題をクリアし、プロジェクト自体の質の向上が図られ、投資効果が高まることが期待される。

→①において、ファンドマネージャーによる投資対象目線が重要である。案件の基礎調査等において、ファンドマネージャーからの意見を聴取する等、協力して「儲かる」案件を作っていく必要がある。そのためには、そのようなノウハウを有し、地域に精通した人材が必要である。

**【仮説③：地域企業の投資意欲の存在と地域資金の外部流出の抑制】**

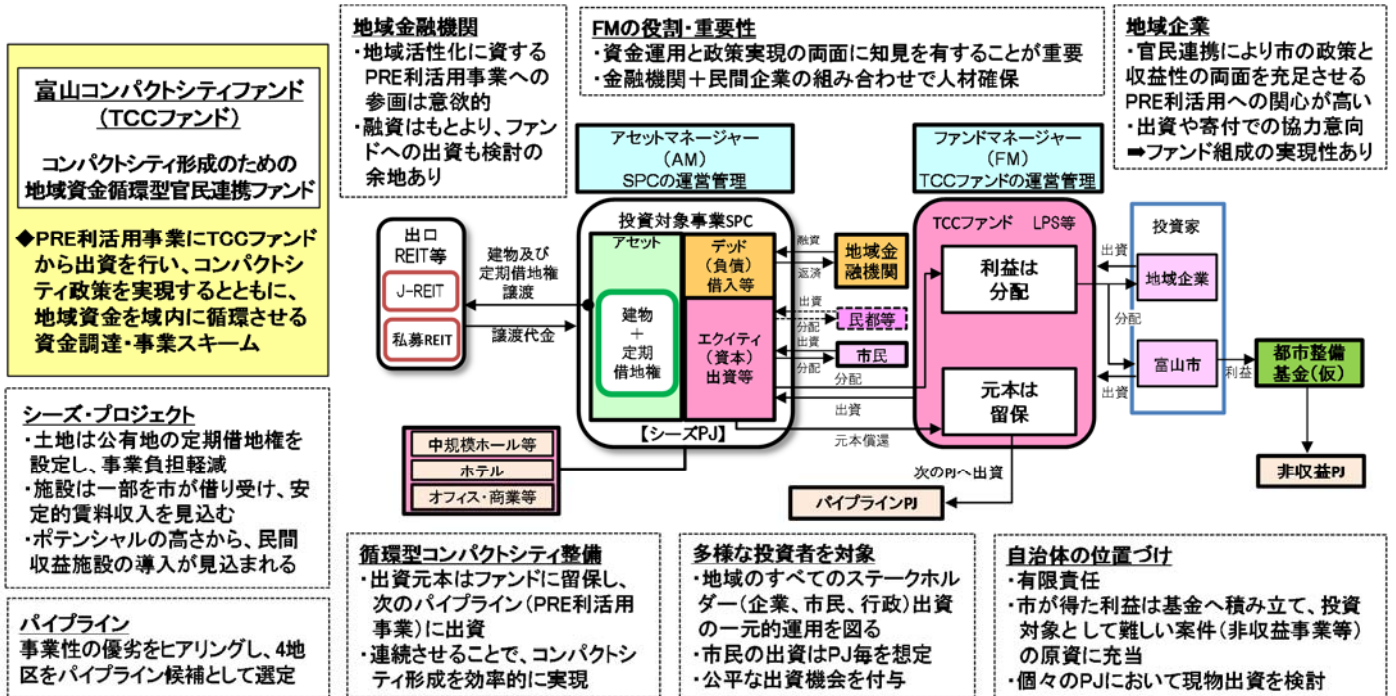
近年、地域貢献等への意識の高まりもあり、地域企業が富山市のまちづくりに出資したいという意向が多く存在する。しかし、これまで富山市には地域企業が望む魅力的な投資対象があまり存在せず、その資金が有効に活用されていなかった。

そこで、このような地域資金を PRE 活用に繋げる仕組みとして、ファンドスキームを活用することにより、地域資金を地域内に投入し、還流されることが可能となる。

→これまでも出資を行っている企業等を中心に、地域貢献に資する本ファンドへの投資は歓迎している。アンケートでは 1/3 程度の企業が出資について興味をもっている。特に高額投資を念頭に置いている企業においては、市と協力して実施することで、投資対象としてはもちろん、企業としての地域への貢献もアピールしていきたいという意向も確認できた。

平成 29 年度の調査結果の概要は下記のとおりである。

図表 1-2-6 平成 29 年度調査結果の概要



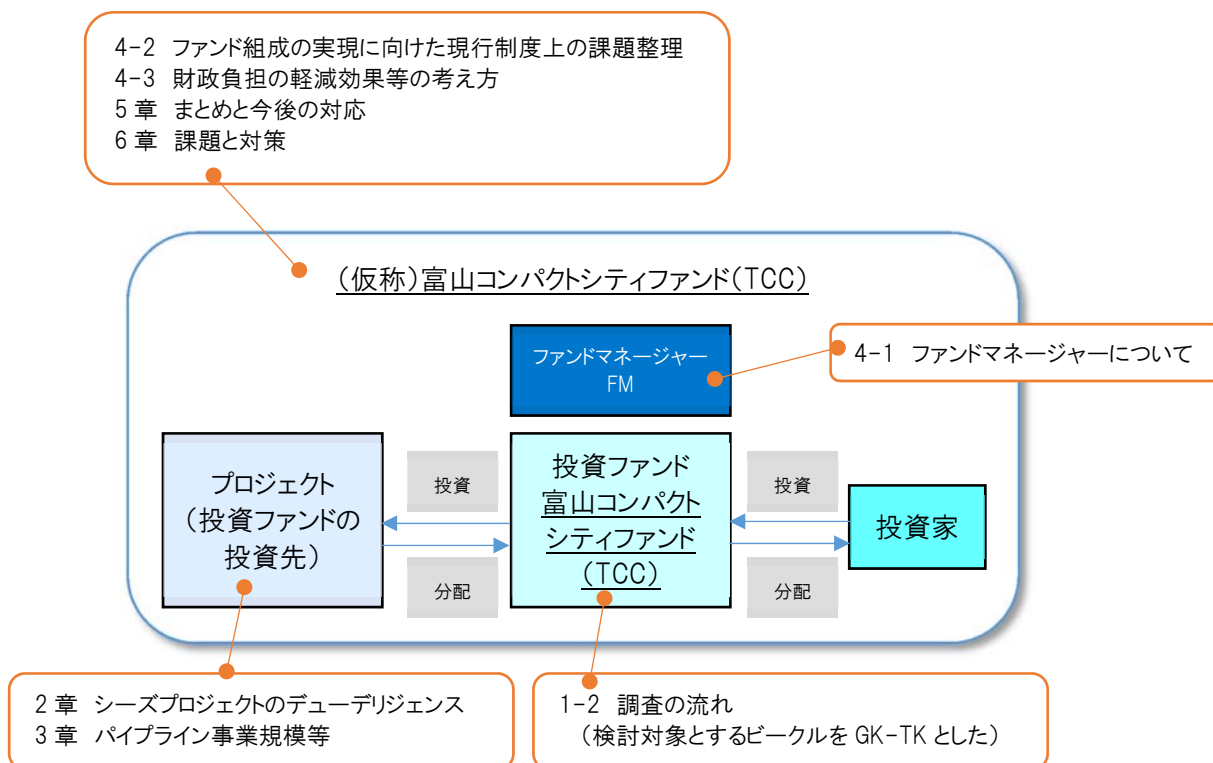
- REIT は開発事業制限有りのため、私募ファンドを前提とする。
  - TCC ファンドのスキームとしては、「LPS-GK-TK」「ダブル GK-TK」の二つの候補があげられるが、ガバナンス等の点から、「LPS-GK-TK」を第一候補とする。ただし、最終的なビークルについては、実物不動産等、投資対象案件に応じて決定する。
- (想定される課題等)
- 民間都市開発推進機構（民都機構）との連携（出資）
  - 現物出資
  - 国・県との連携
  - 市債の発行

#### (4) 今年度の検討

前年度の結論を踏まえて、ファンドスキームについて再度検討を行う。

今年度は、シーズプロジェクトおよびパイプライン調査において、ファンドに組み込むことを前提とした目線での評価を行ったうえで、ファンド組成の可能性について調査を行った。

図表 1-2-7 平成 30 年度調査で検討するファンドの基本的構造と調査事項



## ＜今年度の仮説＞

### 【投資対象プロジェクトについて】

今年度は、「串と団子」の中の、中心部ではなく地域の拠点となる“お団子エリア”である「大沢野」をパイプラインとして提示している。これらについて、ファンドに組み込むことができれば、中心部のみならず、周辺部の地域拠点まで含めた、コンパクトシティ推進のためのファンドとなりえる。

### 【ファンド組成と FM について】

ファンド組成にかかる FM の役割と、組成スケジュールとの関係について、FM が投資先プロジェクトの事業性を判断しながら進められることが望ましい。

◆投資対象（ファンドの特性）

平成 29 年度に整理した通り、TCC ファンドは開発型案件の推進を目的とするが、バリエーションも想定される。以下再掲する。

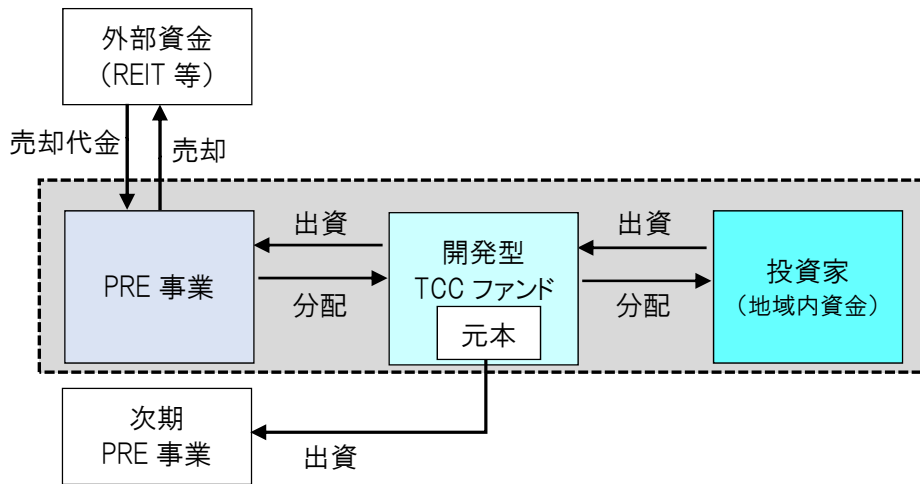
今年度は、大沢野を組み込んだ場合に、④のパターンで対応が可能かどうかポイントとなる。

①TCC ファンドを開発型とし、出口は他のファンド等（J-REIT 等）とするパターン

本ファンドにより事業化し、保有した事業を適切に売却し、必要な利益を得る。

早期回収して次の PRE の利活用を図るために、事業化した施設を外部（J-REIT、私募等）に売却し、利益は投資家へ分配し、元本部分は留保し、次の事業への投資資金とする。

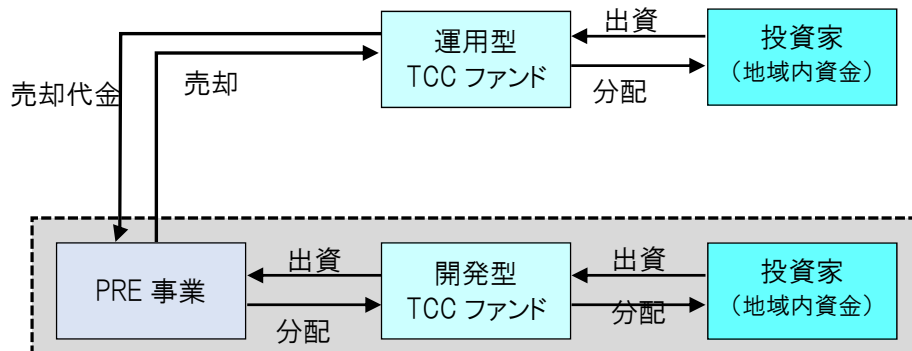
図表 1-2-8 開発型



②TCC ファンドを開発型と運用型（開発型で事業化した案件を取得）の2つ組成するパターン

①で開発した事業を別の TCC ファンドが取得するものであり、事業自体を地域資金で習得し、その運用益を地域内で享受する。

図表 1-2-9 開発型&運用型（出口型）



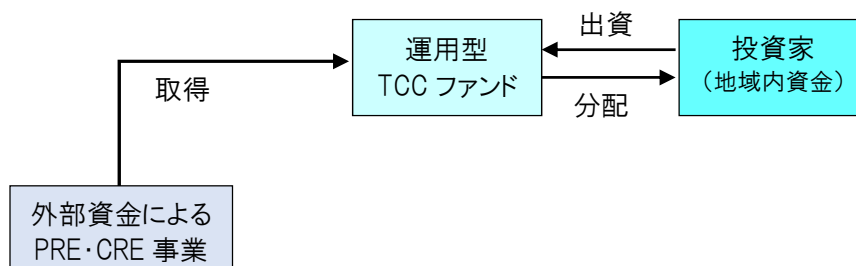
### ③外部資金での PRE・CRE 利活用事業の取得・運用

地域内資金の還流と同時に外部資金を地域内に呼び込むことも重要である。

外部資金の流入を促進するにはプロジェクトの出口（売却先）が明確であれば外部からの資金が流入しやすいため、この出口を地域内で運用型のファンドとして用意することが効果的である。

コンパクトシティ形成に資する外部のノウハウを活かした高次なプロジェクトであれば PRE/CRE とともに地域内資金で取得し、その利益を地域投資家に分配する。

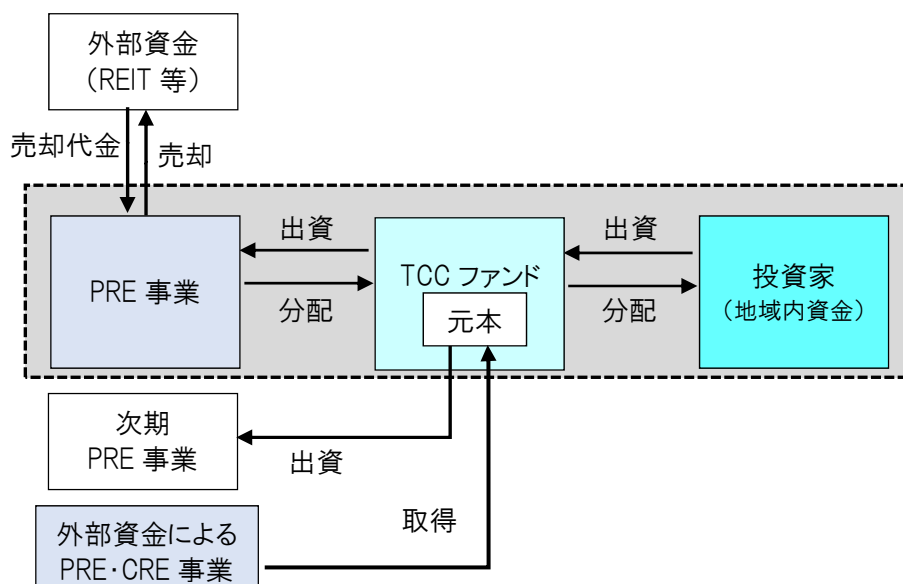
図表 1-2-10 運用型



### ④①と③のハイブリッドタイプ

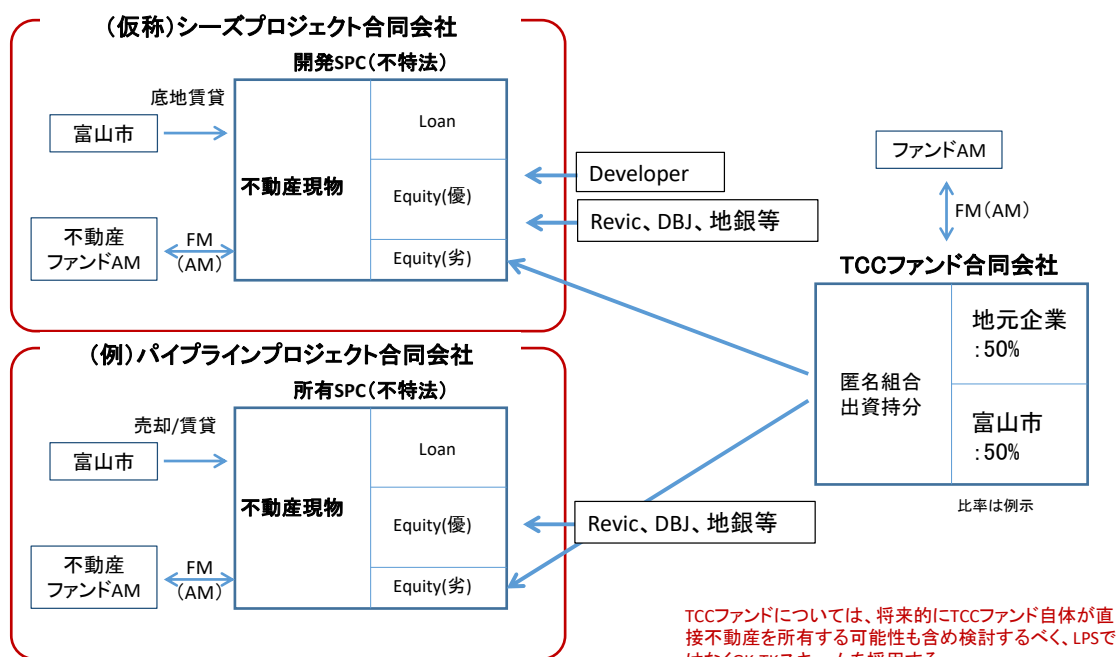
将来的には、TCC ファンドは①開発型と③運用型の双方の機能を担うことが期待できる。

図表 1-2-11 ハイブリッド型



なお、今年度は、物件については、活用事例も増えつつある不動産特定共同事業法を用いたスキームとして、TCC ファンド自体が合同会社である、ダブル GK-TK スキームを念頭に置いて検討を行った。(不動産の現物を用いることになる場合、LPS は TCC ファンドの器としては法令上、使うことができない)。

図表 1-2-12 ファンドスキームイメージ (GK-TK)





図表 1-2-13 不動産証券化制度の比較（物件 SPC）

根拠法令	不動産特定共同事業法	金融商品取引法	資産流動化法
制度趣旨	不動産“現物”を投資家による出資によって共同化するべく、オンバラもしくは SPC 活用によって証券化を図るもの	少数の匿名組合員による金銭出資を実現するべく、「会社法に基づく合同会社」+「商法に基づく匿名組合」にて証券化を図るもの	資産流動化を実現するべく、資産流動化計画に従って営む「(特定)資産の流動化及びその他付帯業務」を行うもの
取引商品	不動産現物	不動産信託受益権	不動産信託受益権 不動産現物
設立会社	特別目的会社(SPC)、事業会社内 ※合同会社設立	特別目的会社(SPC) ※合同会社設立	特定目的会社(TMK)
ライセンス要件	【SPC 型】 ・募集勧誘:不特法/第二種金商 ・運用 :不特法	・募集勧誘:第二種金商 ・運用 :投資運用	・募集勧誘:自己募集可能 ・運用※ :投資運用・助言 ※特定資産の管理処分は第三者委託
監査対応	原則不要	原則不要	要
資金調達	【SPC 型】 ・匿名組合出資 ・借入	・匿名組合出資 ・借入	・資産対応証券 (優先出資、特定社債等) ・借入
不動産現物取得	可能	※金商法スキームでは不可能	可能 ※ただし TMK で取得した既存不動産と密接関連性を有しない不動産を追加取得できない
監督官庁	国土交通省/金融庁	金融庁	金融庁
メリット	・GK-TK スキームは設立が容易 ・投資家意向によるが、監査不要 ・SPC による追加出資、売却等の継続取引が可能 ・AM 会社としての事務手間は発生するものの、TMK に比べると簡易	・GK-TK スキームは設立が容易 ・投資家意向によるが、監査不要 ・SPC による追加出資、売却等の継続取引が可能 ・AM 会社としての事務手間は発生するものの、TMK に比べると簡易	・不動産信託受益権/現物どちらも取得可能 ・TMK の発行する有価証券は金融商品取引行為外 ・優先出資社員への議決権付与において優先出資社員の有限責任性を否定しない安定的なスキーム
デメリット	・不動産信託受益権は取得不可 ・SPC 型の投資勧誘は集団投資スキームとみなされ、別途二種金商業者ライセンスが必要	・不動産現物は取得不可	・特定資産の追加取得に一定のハードルがある ・資産流動化計画を業務変更の都度提出するなど事務手間が多い

## 2. シーズプロジェクトのデュエリジェンス

### 2-1 プロジェクトの位置づけ等

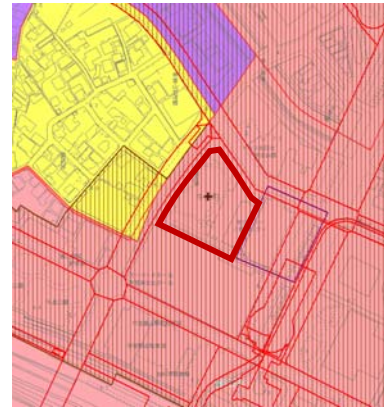
#### (1) 立地環境

##### ① シーズプロジェクト対象地区

対象地区は、富山駅北口、オーバードホールの北側に位置し、かつての牛島体育館の跡地で、現在は牛島広場として一部が観光バス待機場となっており、敷地の東側にシルバー人材センターの入居する建物が残存する。

街区全体としては面積 8,450 m<sup>2</sup>であるが、中規模ホールとしての先行整備の想定される場所を除くと、概ね 4,000~5,000 m<sup>2</sup>がシーズプロジェクト用地となり得る。

項目	内容
所在地	富山市牛島町 10-28
敷地面積	8,450 m <sup>2</sup>
建ぺい率	80% (最大 90%)
容積率	500%
許容建築面積	7,605 m <sup>2</sup> (90%)
許容延べ床面積	42,250 m <sup>2</sup>
隣地条件による規制	日影規制
その他規制事項	電波伝搬路 (高さ限度 50m)
都市計画	商業地域 / 準防火地域 / とやま都市MIRAI計画



【対象地区の位置】



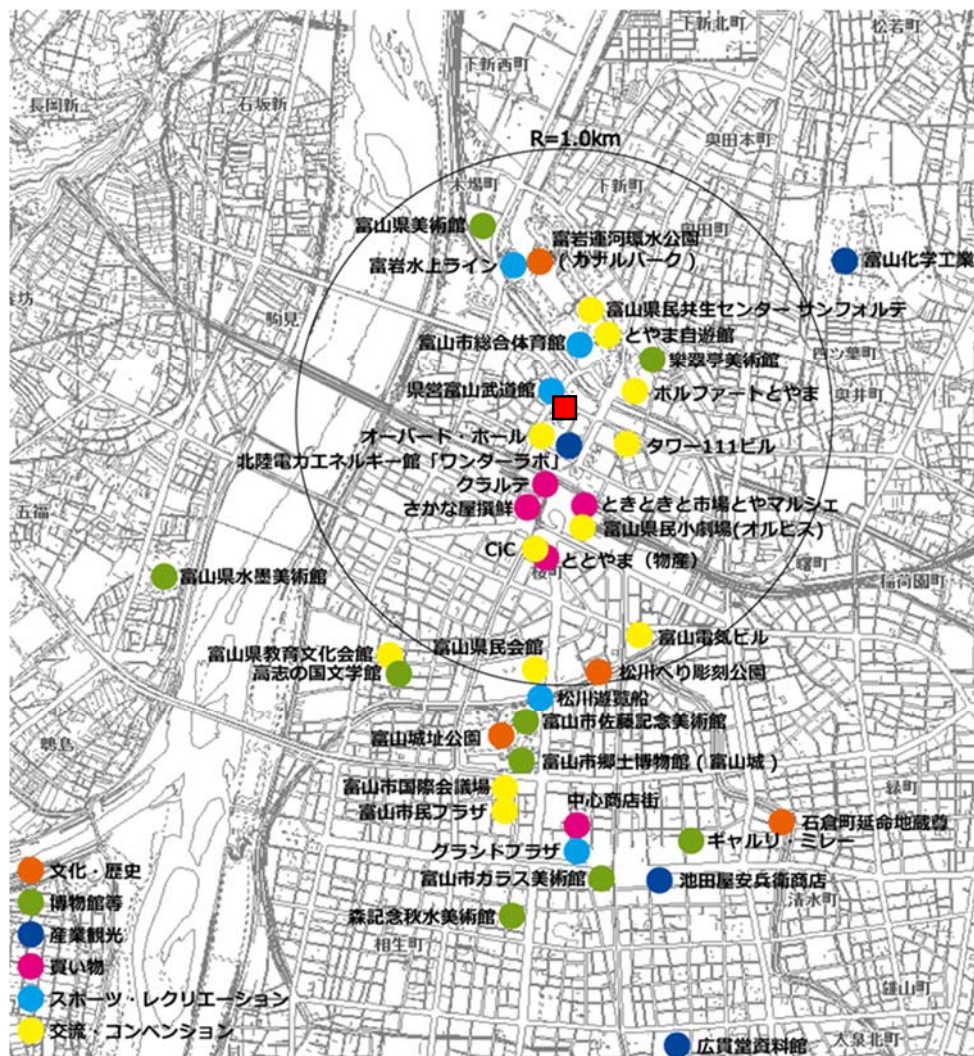
②近隣の立地機能・施設

地区の北側には、県下有数の観光地でもある富岩運河環水公園が北に向かって伸びており、付近にはBリーグ・富山グラウジーズのホームアリーナでもある富山市総合体育館、2017年の移転・新築オープン以来評判の高い富山県美術館などの集客施設が存在する。

また、概ね半径1km圏内には、集会施設などを備えた交流・コンベンション関連施設も多く立地している。

商業は、中心商店街を形成している総曲輪地区や富山駅および南口周辺に集積する一方、北口周辺に商業機能はあまり見られない。

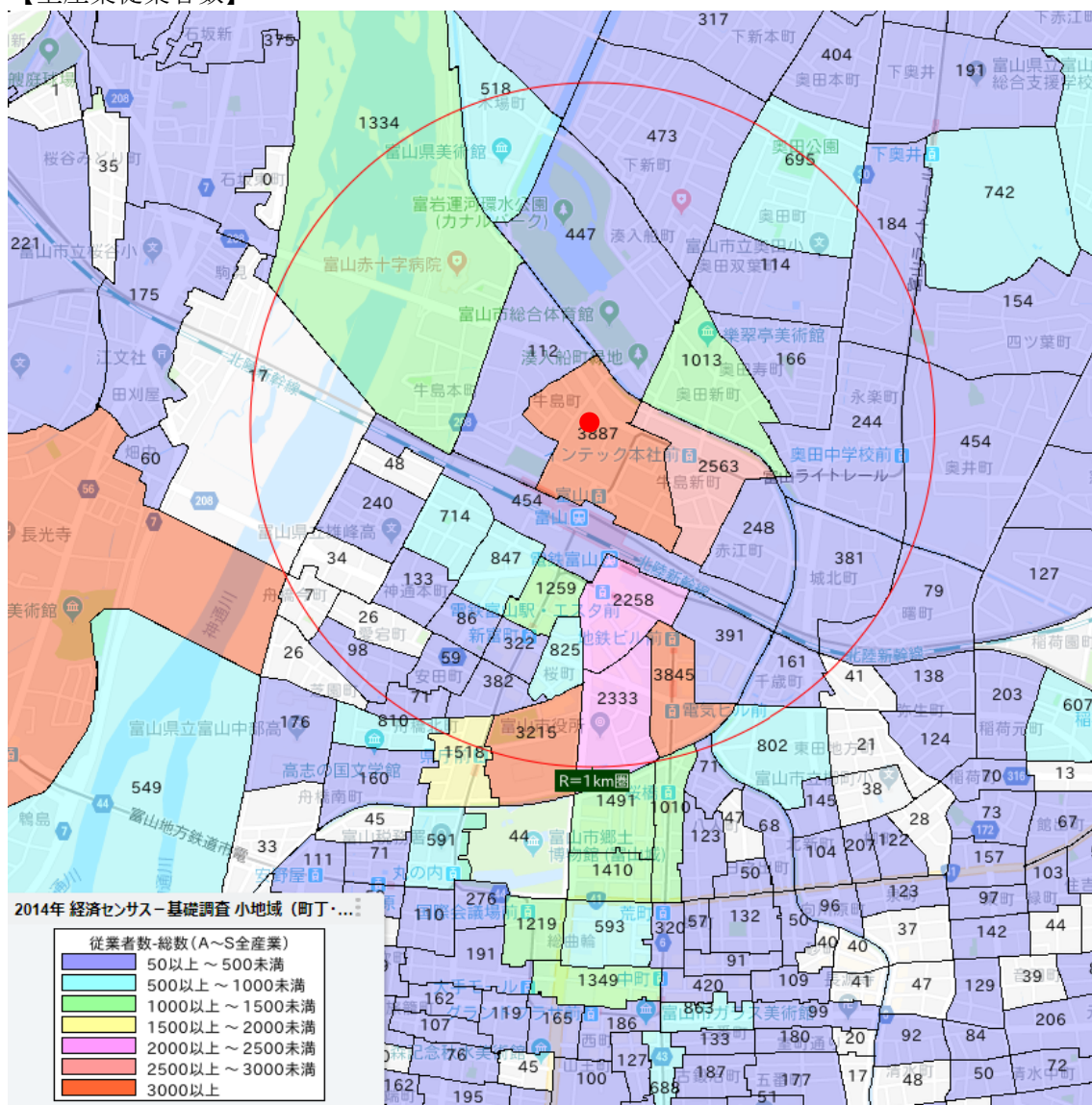
【主な集客交流資源の立地状況】



### ③ビジネスのまち

対象地区周辺には、オーバードホールに隣接する複合施設であるアーバンプレイスや、超高層のインテリジェントビルであるタワー111 などにオフィス機能が集積しているほか、エネルギー、テクノロジー、メディア等企業の本社機能、官公庁出先機関などが多く立地しており、半径1 km 圏内には約 28,000 人の従業者が集積している。

【全産業従業者数】

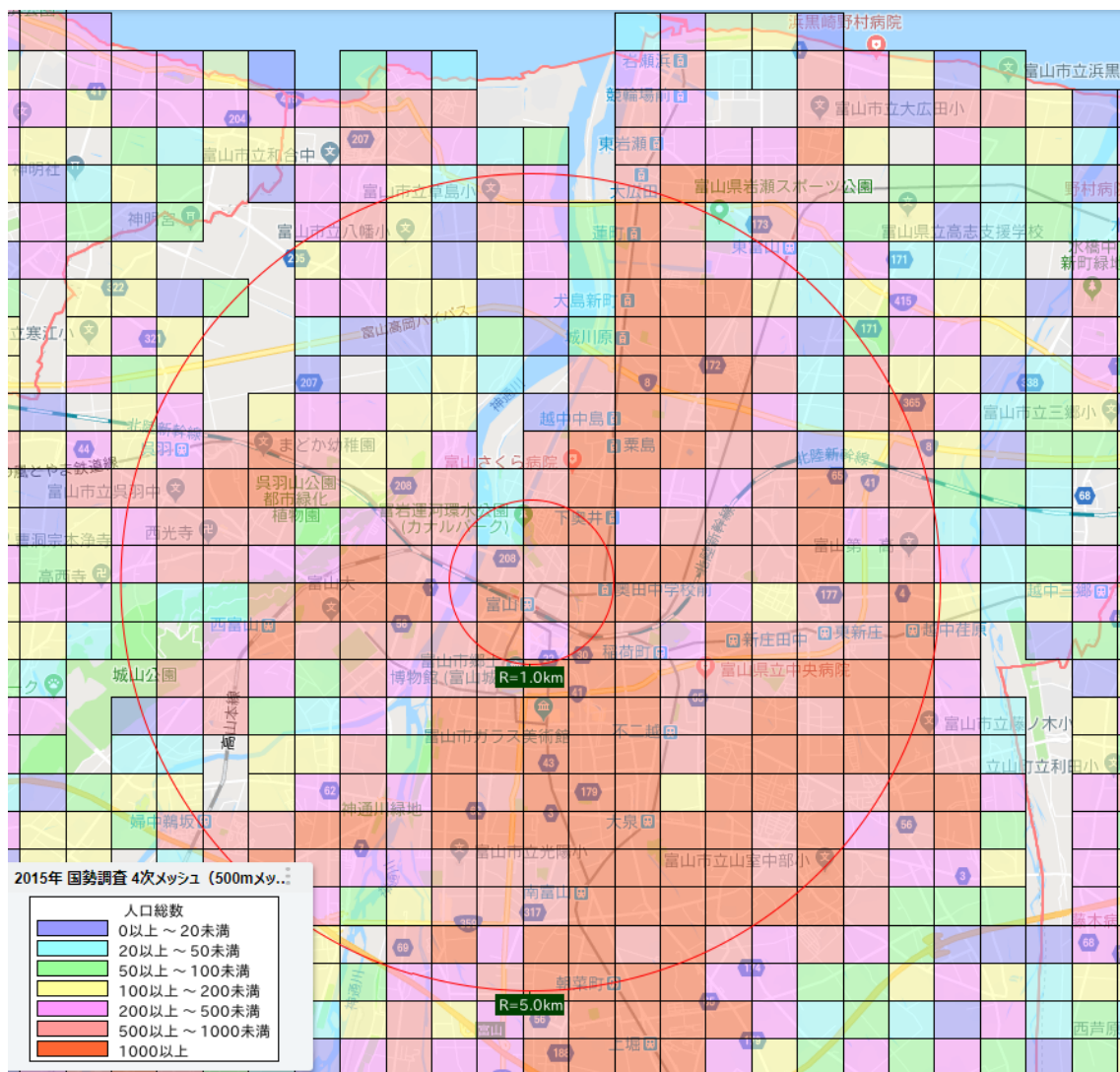


(統計 GIS(2014年経済センサス基礎調査・小地域))

#### ④生活のまち

居住人口は鉄道より南側の地域に広く分布しているが、北側でもライトレール沿線を中心に住宅地を形成しており、対象地区の半径1km圏内の居住者数は、約10,000人となっている。

#### 【後背人口】

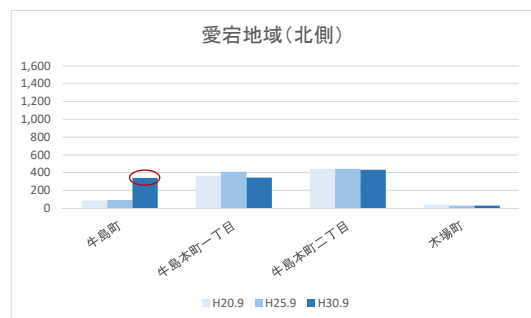
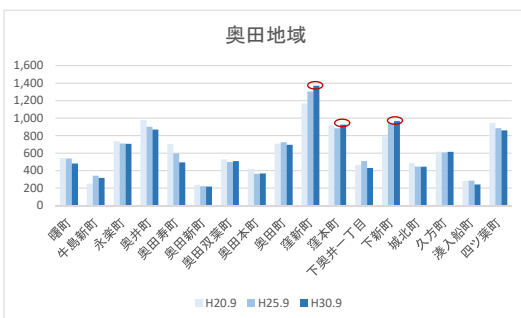
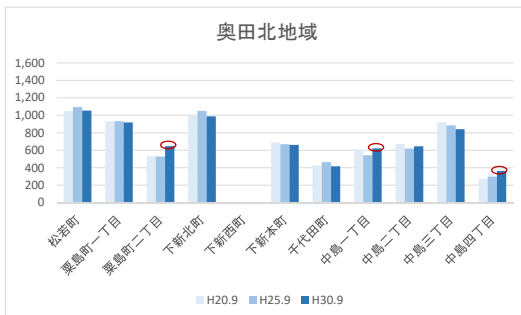
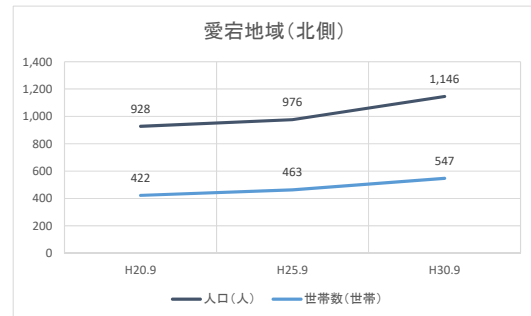
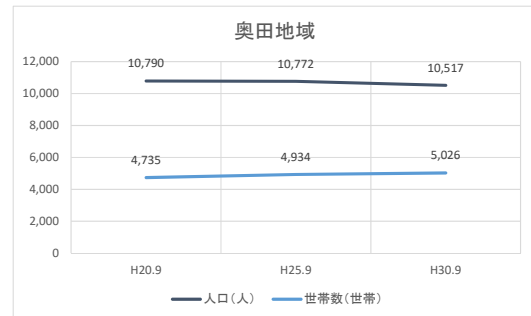
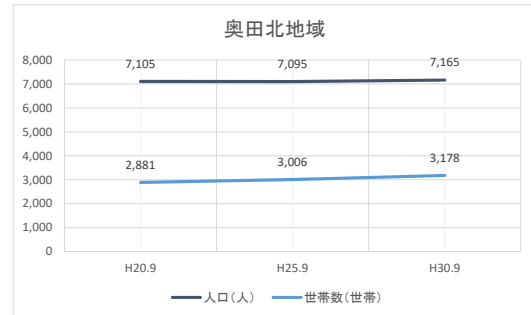


(統計 GIS(2015年国勢調査・500mメッシュ))

## 【町丁別人口推移】



○ 10年間で人口が増加している町丁

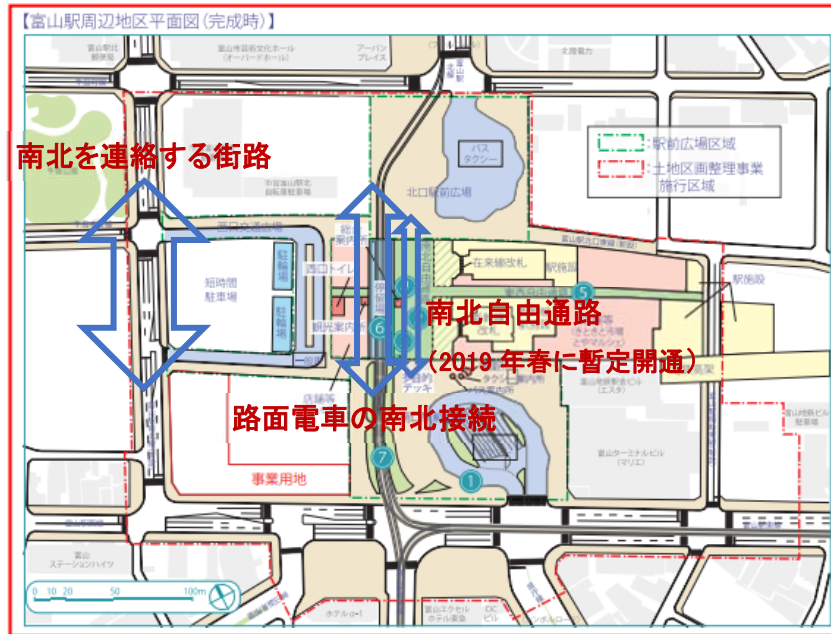


(住民基本台帳(各年9月))

## ⑤富山駅周辺の開発等の動向

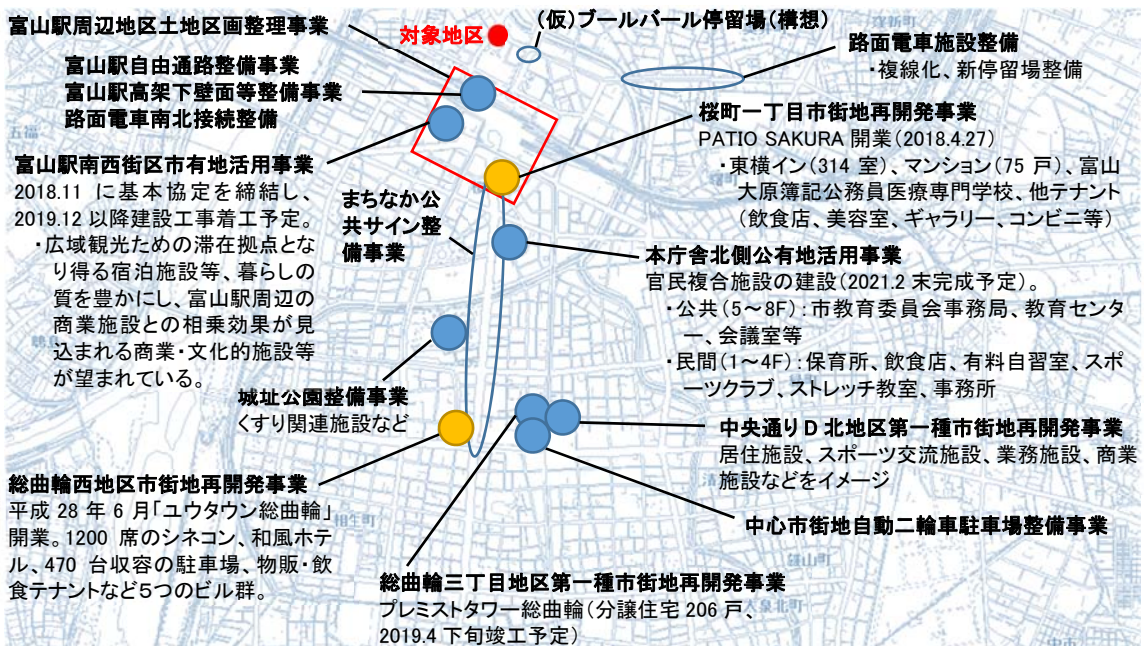
### ア) 南北接続による北口周辺の立地条件の向上

富山駅では、在来線高架化が進められ、駅構内の南北自由通路が2019年春に暫定開通することとなっている。その後、2019年度末には路面電車の南北接続の完了と南北自由通路の完成、また、高架化により南北を連絡する街路（富山駅南北線）が整備されることで、駅南北の往来利便性が飛躍的に向上する。



### イ) 南口周辺での再開発等の進捗

駅南口から総曲輪にかけて、再開発等が進められる中、駅前の富山駅南西街区市有地活用事業は、シーズプロジェクトとも影響を及ぼしあう可能性の高い立地となっている。



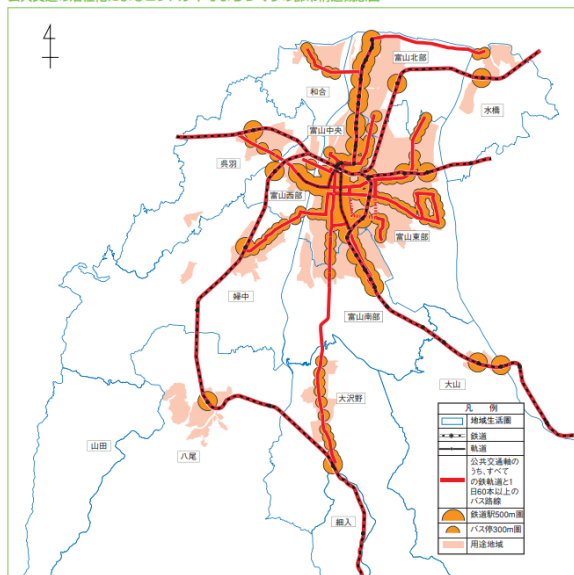


## (2) プロジェクトの位置づけ

### ①コンパクトシティの推進

富山市のまちづくりにおいては、今後の人口減少と超高齢化に備え、『鉄軌道をはじめとする公共交通を活性化させ、その沿線に居住、商業、業務、文化等の都市の諸機能を集積させることにより、公共交通を軸とした拠点集中型のコンパクトなまちづくり』の実現を目指している。

公共交通の活性化によるコンパクトなまちづくりの都市構造概念図



### ②中心部のまちづくりの方向性

ア) 富山中央地域のまちづくりの主要方針

1 富山駅周辺における交通結節機能の強化及び南北一体的なまちづくり

□富山駅整備、連続立体交差事業等により南北に分断されている市街地の一体化による円滑な交通の確保、交通結節機能の強化や駅周辺の土地利用の高度化

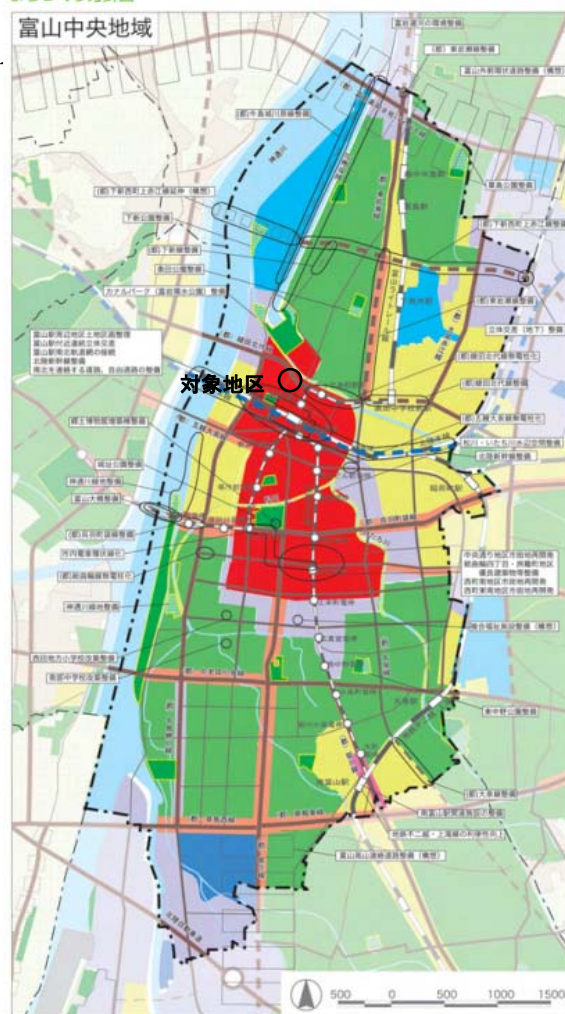
2 中心商店街等における再開発の促進及び賑わいの拠点づくり

- ・再開発等の促進や、空き店舗・低未利用地の有効活用、憩い・集いの場となる公園・広場空間の整備、集客力のある教育文化機能等の充実、都心部の回遊性を高める公共交通の充実等

3 公共交通の利便性や都市機能のストックを活かしたまちなか居住の推進

- ・都心住宅の誘導を図るとともに、生活関連機能、教育環境、高度な医療・

まちづくり方針図



福祉の充実など

#### 4 水と緑の資源を活かした潤いのある都心空間の形成

- ・都心部の水と緑の資源を活かした憩いの場、快適に歩くことのできる歩行空間の整備、景観づくり等

#### イ) 中心市街地地区におけるまちづくりの課題と目標

##### 【課題】

- <課題1> 来街者の増加
- <課題2> 賑わいの維持・魅力創出
- <課題3> 人口の定着化

##### 【目標】

- <目標1> 車がなくても移動しやすい街の形成
- <目標2> 人や文化、産業が交流する街の形成
- <目標3> 住みたい・住み続けたい街の形成

### ③シーズプロジェクトとして期待される役割

シーズプロジェクトは、ファンドが最初に手掛ける象徴的な事業として、収益性を高め、早期に投下資金を回収して、PRE利活用の連鎖を生み出しながらコンパクトシティ形成に寄与していくものであり、同時に市民生活にとって有益で、共感を得られるまちづくりプロジェクトとしての絵姿を見せることで、市内企業が将来への期待を抱きながら投資する機運を醸成していくものとなる。

## 2-2 プロジェクトにかかる市場調査 ※非公開

当該地区の立地条件に対する評価や開発可能性のとらえ方などを把握するとともに、当該プロジェクトに対する現段階での参画・関与の可能性や参画条件などを把握・整理し、具体的な内容を検討していくために、関連事業者等に対する市場調査を実施した。

調査結果は、別冊（非公開）に取りまとめた。

## 2-3 プロジェクトの課題の検討

### (1) プロジェクトの事業面でのリスクと対応

#### 《駅南との面的な差別化》

- 駅北でのまちづくりは、都市間での厳しい競争に直面するとともに、市場（商圏）を同じくする地域間・施設間で適切な機能分担が図られなければ、地域の価値の発揮は困難。投資商品としてのプロジェクトの魅力低下をもたらし、ファンド組成への悪影響を及ぼしかねない。

⇒駅北エリアの一体的・面的な魅力向上を念頭に置き、街としてのビジョンの実現に資するよう本プロジェクトを位置づけ、差別化された訴求力のある開発の実現を誘導するよう努めることが求められる。

#### 《新たな市場創出》

- ファンドは市民（企業）の共感をもってコンパクトシティの実現に貢献していくことを理念として活動していくものだが、シーズプロジェクトにおいて、市民の顕在的なニーズはもとより、潜在するニーズをも先取りする形で運営していかなければ、事業収益性や将来的な成長性を低下させる恐れがあり、「地域循環型ファンド」としての意義を損ないかねない。

⇒コンパクトシティに住まう人々、経済活動を展開する事業者等が、都市の豊かな価値に気づくことのできるよう、本プロジェクトにおいて有益な機能開発による新たな需要創造に努めることが求められる。

#### 《資源のネットワーク化》

- 市内に散在する様々な資源（施設）は、一つひとつが単体としての魅力を持ったものであるものの、相互の有機的なつながり不足が指摘されている。こうした都市のストックを最大限に活かし、シナジー効果をあげていかなければ、コンパクトシティ経営の戦略性・持続性を損なう可能性があり、プロジェクトの存立基盤の弱体化を招きかねない。

⇒都市の魅力化と来街者等へのゆしみを提供するため、中心部のまちづくりに関連する多様な主体が協調・連携し、資源カテゴリーの枠を超えて融合する取組みを企画・運営していくことを念頭に置いて、本プロジェクトを通じた提供価値の最大化を図ることが求められる。

## (2) プロジェクトを通じて提供すべき価値

### 《富山のアートシーンへの貢献》

- 立場や指向の異なる多様な主体間を貫く横軸として、また本プロジェクトで導入される様々な機能の一体感を醸成するために、アートやカルチャーを横串とした空間的な設えやコンテンツ（イベントやプログラム等）の企画・提供を図りながら、文化創造都市としての魅力向上につなげていく工夫が求められる。

### 《コンパクトシティで暮らすライフスタイルの実現化》

- 本プロジェクトでの導入が期待される機能カテゴリーのひとつは、質の高い居住環境が評価されている後背住宅地に向けた『生活（暮らし）』への対応であり、コンパクトシティでの豊かな暮らし方を体現する拠点としての役割の発揮が求められる。

### 《富山の産業振興のための拠点性の発揮》

- 一方、様々なビジネス主体が立地し、駅の南北貫通によっていっそう集積の進むことが想定される駅北の業務系市街地としての特長を踏まえた『経済（産業）』に対応していくことも期待される。ビジネスに携わる新しい人材、発想、アイデア、働き方など、次代につながる創造性を育み、発信していく場となることが求められる。

## 2-4 施設コンセプト案の検討

### (1) 想定利用者層

《メイン・ターゲット層》

- 中規模ホールをはじめ、オーバードホール、美術館、体育館、環水公園等が提供するアートやアクティビティ等の価値に魅力を感じる市民や企業、来訪者等と親和する対象者層を想定する。

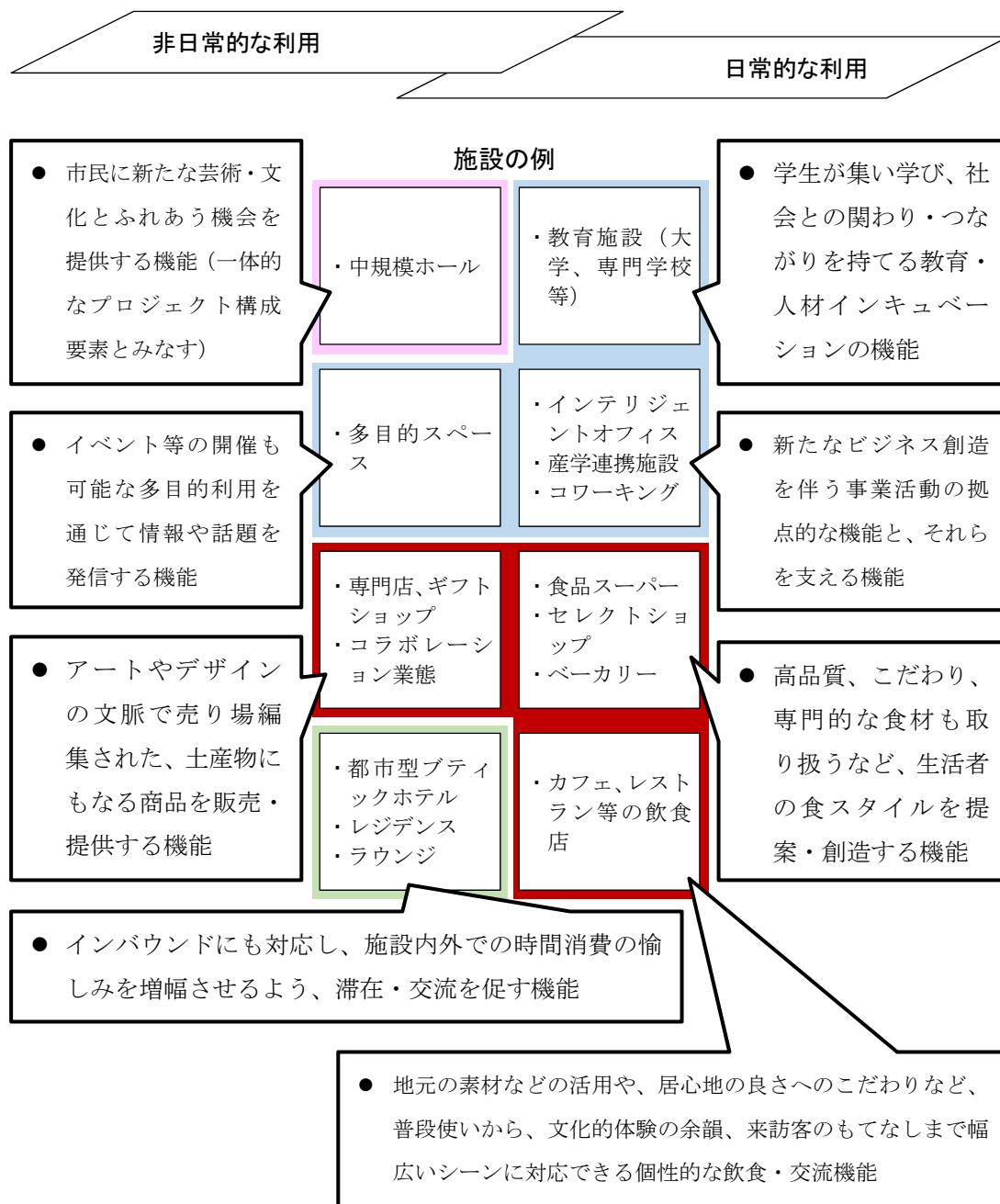
- ✓ 学生などの若い世代、働く女性など、これからの都市づくりに有用な人材となり得る高感度な人たち
- ✓ 文化的な環境下での活動に意義を見出せる、成長意欲を持った事業者・団体・就業者等
- ✓ 富山のアートシーンに関心を持ち、来訪目的とする観光客等

《サブ・ターゲット層》

- 地域に根差し、地域と支えあって共に発展していく施設となるべく、ライトレール沿線の生活者等を対象者層として想定する。

- ✓ 駅北一帯で暮らし、学び、活動する住民・事業者・団体等

## (2) 機能構成の考え方



## 2-5 事業収支の検討 ※非公開

2-1 から 2-4 までの結果を踏まえ、シーズプロジェクトにおける事業収支の検討を行った。

調査結果は、別冊（非公開）に取りまとめた。



### 3. パイプラインの事業規模想定及び経済的状況調査

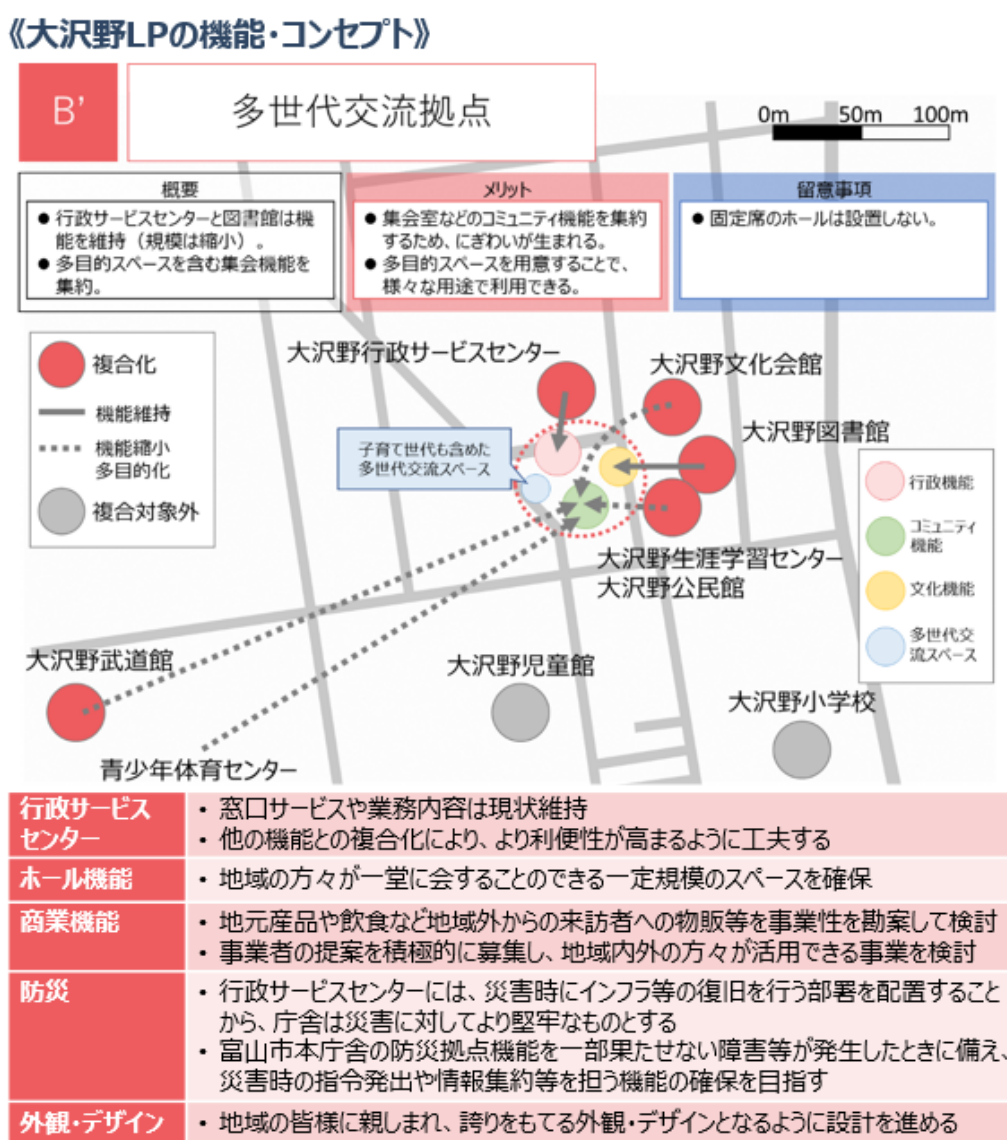
本調査においては、パイプラインとして大沢野地区を取り扱い、ファンドへの組み込みについて検討した。

なお、こちらについては、今年度、別途富山市で方針を検討していることから、前提として、当該調査の結果を踏まえて検討した。

#### 3-1 大沢野地区施設整備事業の検討

- 大沢野リーディングプロジェクト（LP）は「多世代交流拠点」としてのコンセプトを想定。

図表 3-1-1 機能・施設コンセプト



- 機能別の床面積と配置は下記の通り。運営方式の詳細検討は次年度以降となるが、新規複合施設についても公共系の活用という方針となっている。

※機能構成の詳細と、配置図は、別冊に記載した。

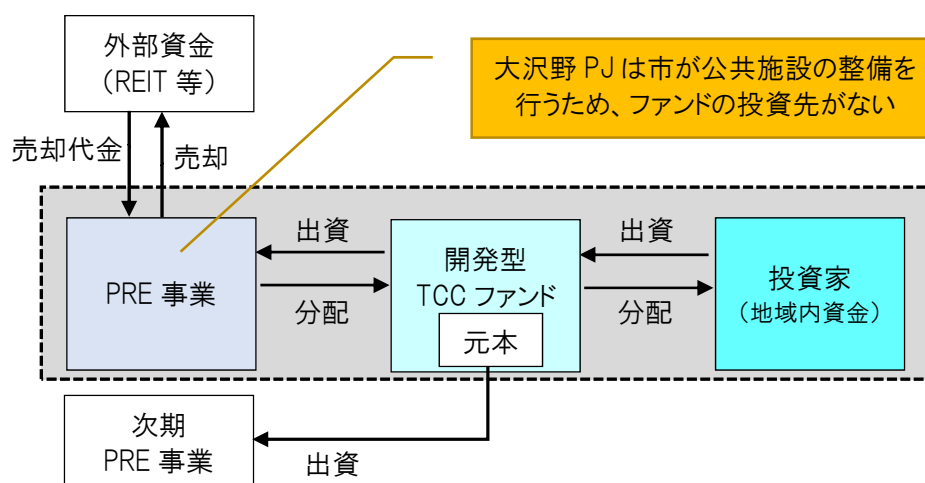
### 3-2 大沢野地区施設整備事業のパイプラインとしての可能性

大沢野プロジェクトについては、現段階では明確に事業方式は決定していないものの、民間による土地所有及び建物建設については負担が大きすぎるとして、避ける方向にある。

まず、収益性からみて、大沢野プロジェクトを開発型 TCC ファンドのパイプラインとして組み込むことを想定した。

平成 31 年 3 月 1 日現在、整備内容が公共施設のみとなり、市が整備を行う想定となっており、ファンドが投資すべき先（収益を得て、投資家に分配する原資を得るための投資先）がないため、開発型 TCC ファンドの投資先としての可能性は見込めない。

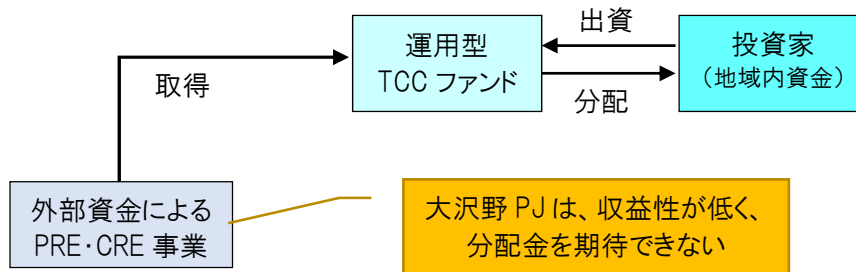
図表 3-2-1 大沢野 PJ を開発型 TCC ファンドのパイプラインとして考えた場合



次に、当該施設を公共が建設し、その物件をファンドが購入し、家賃収入で投資家に分配していく運用型 TCC ファンドのパイプラインとして組み込むことを想定した。

シーズプロジェクトの検討においても、昨今の建築費高騰を鑑みると、新規物件では中心部の賃料水準であっても、建築費に見合わない状況にある。そのため、ファンドは高額な大沢野プロジェクトを購入したうえで、富山市がリースバックを行い、市場家賃より高額な家賃を支払う場合に限れば分配が可能となると思われるが、中心部より安価な大沢野の賃料水準にあっては、分配すべき利益を得ることができない。分配が可能となるような家賃を支払うことは、税金を投入して TCC ファンドの民間投資家に向けて補填を行っているとの疑義が生じることから、好ましくない。

図表 3-2-2 大沢野 PJ を運用型 TCC ファンドのパイプラインとして考えた場合



以上の通り、大沢野プロジェクトは、開発型 TCC ファンドのパイプラインとしてはファンドに分配する収益が無いことから適切ではなく、また、市場と乖離した高い賃料を支払わない限りは分配金の原資が確保できないことから、運用型 TCC ファンドのパイプラインとしても不適切である。

結果として、大沢野プロジェクトは、TCC ファンドの投資先としては不適切である。

## 4. ファンドの全体像

### 4-1 ファンドマネージャーについて

#### (1) ファンドマネージャーの役割等

- TCC ファンドでは、FM に投資権限付与をさせることが必要となる。
    - ✓ TCC ファンドは「ブラインドプール」であることから、投資権限が付与される。
    - ✓ FM は、それなりに各投資家から信用があることが前提となる。
  
  - 主な FM 業務は下記のとおりである。
    - a .ファンド組成
      - ①エクイティ投資家勧誘、条件調整
        - ⇒案件利回りの算出、算出にあたって収益及びコストの想定
        - ⇒物件にかかるデューデリジェンス（法的、経済的、物的調査の実施）
        - ⇒投資期間中のアップサイド余地、出口戦略の検討
      - ②ローンレンダーとの調整、レンディング条件決定
        - ⇒各種ドキュメントのドラフティング、内容調整
        - ⇒金融コストの調整、ローン期間その他条件交渉
      - ③SPC セットアップ
        - ⇒税務会計、リーガルのセッティング
    - b.ファンド運用
      - ①期中レポート、投資家宛説明（IR）
      - ②期中キャッシュ・マネジメント、コスト管理、PBM 業務（プロパティマネジメント、ビルマネジメント）の差配
      - ③利回り向上に向けた戦略立案及び実行（賃料値上げ、コストカット、契約変更等）
      - ④出口実行に向けたマーケティング 等
  
  - ファンドマネージャーの要件
    - ①法人としてのライセンス要件
      - ・ 不動産信託受益権に係る出資勧誘：第二種金融商品取引業
      - ・ 不動産信託受益権に係る投資運用：投資運用業
      - ・ 不動産現物を集団投資スキームを活用し出資勧誘：不動産特定共同事業法（2号、3号）
      - ・ 不動産現物を集団投資スキームを活用し運用：不動産特定共同事業法（1号、3号）
      - ・ 不動産現物を売買仲介：宅建業法
- ※適格機関投資家特例（いわゆる QII 特例）の場合は除く

②個人として必要なスキル（どんな人物が本スキームの FM になるべきか）

【Fund・不動産系】

- ・私募ファンド（若しくは私募リート）での勤務実績があること（特に、集団投資スキーム（TMK、GKTK）を活用した不動産投資実績があること）
- ・不動産売買及び不動産運用（オフィス・住宅・商業等）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、忠実義務を熟知すること

【公共政策系】

- ・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（いわゆる PPP）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等、自治体の政策立案に関する深い知識があること

● ファンドマネージャーと仕様書への参画について

①ファンドビジネスには様々なライセンスが必要であり、事前に応札会社に求める要件が多い。

- ✓ 今回のファンド活用による公有地所有 SPC 組成にあたっては、金商法や不特法等の制約条件に対する人的及び法的対応が必要不可欠となる。特に、ライセンスが必要となる業務を明確に整理しておかないと、業務開始後監督官庁から指摘を受ける可能性が高い。
- ✓ こういったライセンスビジネスを熟知し、ビジネス全体の座組に精通するメンバーからの助言を踏まえた仕様書でないと、事業開始にあたって必要となる論点整理が進まず、結果として応札開始後に追加要件を行うような事態が発生し得ることから、事前にファンドマネージャーから適宜助言を得ておくことが望ましい。

②提案業務設定の妥当性を判断するには、ファンドマネジメントの経験値が必要となる。

- ✓ 証券化業務にあたって、応札会社から提案された内容が富山市の期待する業務において相応しいかどうか、判断できる材料が必要となる。
- ✓ これには、事前に富山市が求める要素をファンドマネジメント業務として落とし込み、期待する提案をしてもらえるような文言づくりが必要だが、これには応札するファンドマネジメント側を理解し得るような経験値を持った人材が必要となる。

## (2) 地域金融機関の意見

地域金融機関としては、事業の成立性への向上等については積極的な姿勢を示すものの、自らが単独で FM となることについては慎重で、特にブラインドプール型の循環型ファンドへの参画については、難しいという見解を示している。

その他、下記のような意見を得た。

- 当行としては企業誘致面で協力したい。
- シーズプロジェクトを目的としたファンドのイメージはあるが、次のパイプラインが見えないと難しい。
- 市のリスクマネーは5%と薄いようであるが、民都機構のような他のリスクマネーもあっていい。REVIC も同様である。
- いずれにしても、ファンドの目的・理念を明確にすることが重要であろう。
- この PRE ファンドを民間等ファンドの関係者間でも議論することが必要である。やはり FM の役割（全体の統括）が重要であり、専門家で実際に市と共に運営する。全体の事業推進する地元のまとめ役として必要である。
- 一方で、地元へ還元したい企業は結構いる。市内で私募債をやってみたい。

## (3) 某投資法人運営会社経験者の意見

地方創生が進む中で、地方都市等においても経済性に特化したまちづくりだけでなく、社会的意義のあるまちづくりを進めたいと考えるというプレイヤーが、数少ないが存在している。

例えば、某投資法人運営会社でファンドマネジメントの実務の経験を経て独立し、個人で会社を設立、「まちづくり＋金融」の文脈で AM 業務などを手掛けている人物からは、以下のようなコメントを得ている。

- 基本的に、融資と出資はノウハウが異なることから、ベンチャーキャピタル等は銀行から独立して、別のノウハウを有する人物で運営している。不動産への投資ファンドについては、単なる投資よりもさらに不動産証券化の知見が必要という特殊性もあり、加えて本件については、地方都市における不動産証券化であること、想定される投資家がアマチュア投資家であることも含めて、難易度が高く、ファンド実務を実施したことがある人間が必要となる。であるから、AM、FM 等の知見を持つ者と投資会社が組んで実務を動かすことも少なくない。
- まちづくりに金融の知見を活かしたいと考えているので、本件には興味がある。銀行等、法的なライセンスを保有している企業が組んでくれるようならば、参画してみたい。一般的にイメージされる投資ファンドのような成功報酬を望むわけではなく、専業ではない形であれば対応できるのではないかと思われる。

TCC ファンドにおける FM には、金融商品及び不動産売買等に対する深いスキルが求められるのはもちろんのこと、富山市の施策や地域特性にも精通していることが必要である。

FM の人材については、ヒアリングを通じて、地域金融機関単独では当ファンドが求める FM の役割は果たすことが困難であることが確認された。一方で、社会的意義のあるまちづくりを進めたいと考えるプレーヤーの存在も確認できたことから、「まちづくり+金融」の組み合わせでの人材確保を検討していくことが必要である。

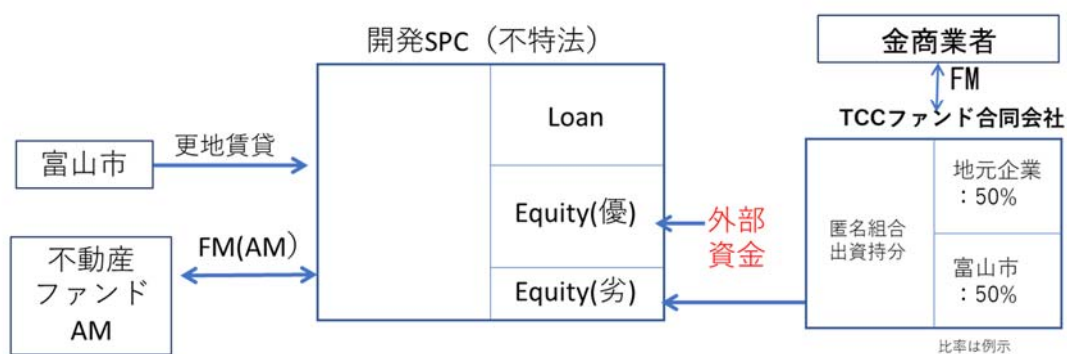


## 4-2 ファンド組成の実現に向けた現行法制度上の課題整理

### (1) 不特法を用いた場合のスキームの整理

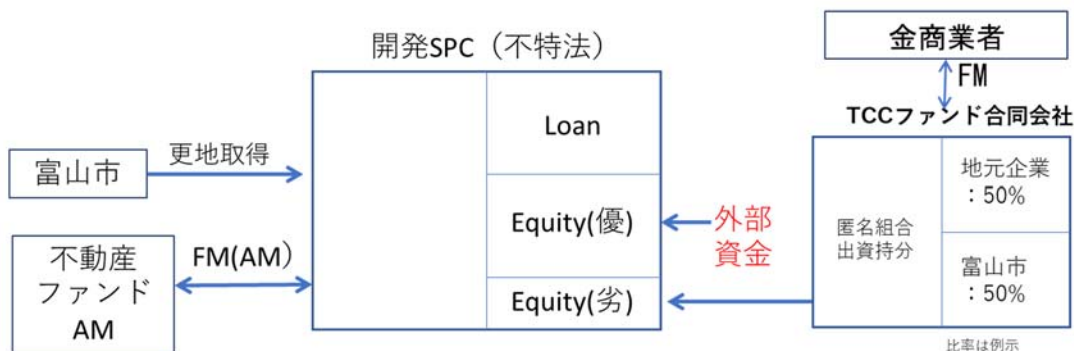
#### ①開発前にオリジネーター（富山市）から土地を貸借し、GKが物件開発する場合

- ・基本的には、GKTK（集団投資スキーム）を活用し不動産特定共同事業法の枠内で不動産（土地）を賃貸する前提  
⇒開発者：プロジェクトSPC  
⇒AM：不特法ライセンスを保有する不動産ファンドAM
- ・開発後は長期保有、もしくは別ファンドへ売買  
⇒このとき、別ファンドも不特法ライセンスが必須となる  
⇒LPSは不動産信託受益権、不動産を原資とするTKは保有可能だが不動産現物は保有が難しい（LPSの法令上不可）  
そのため、仮に親ファンドに売買する場合は親ファンドはGKであるべき



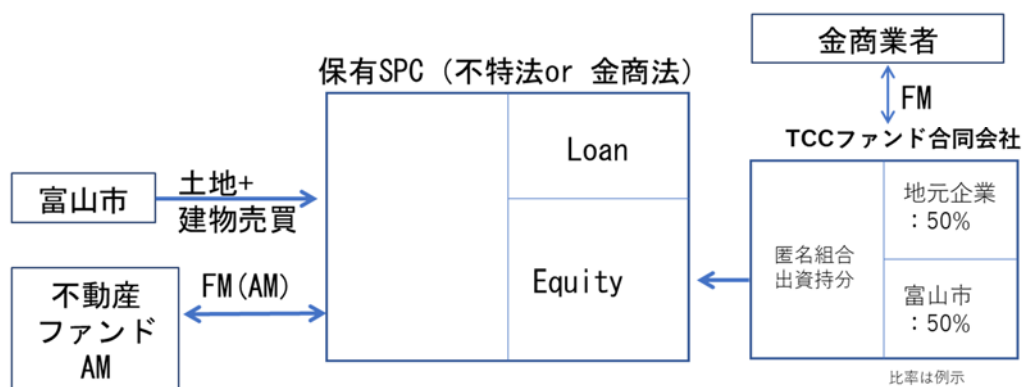
#### ②開発前にオリジネーター（富山市）からGKが物件（土地）を取得した場合

- ・基本的には、GKTK（集団投資スキーム）を活用し不動産特定共同事業法の枠内で不動産（土地）を取得し、建物を開発する前提  
⇒開発者：プロジェクトSPC  
⇒AM：不特法ライセンスを保有する不動産ファンドAM
- ・開発後は長期保有、もしくは別ファンドへ売買  
⇒このとき、別ファンドも不特法ライセンスが必須となる  
⇒LPSは不動産信託受益権、不動産を原資とするTKは保有可能だが不動産現物は保有不可（LPSの法令上不可）  
そのため、仮に親ファンドに売買する場合は親ファンドはGKであるべき



### ③（参考）開発はオリジネーター（富山市）が行い、開発後GKへ売却する場合

- ・民間側は事業に乗りやすいスキームであるが、今回の前提からは外れる。
- ・オリジネーターである富山市がTK投資家となる場合には真正売買が確実に論点となる。
- ・開発後、証券化する過程において物件を不動産受益権化することは可能。  
このとき、開発者SPCは第二種金商法のライセンスにてGKTKスキームを活用することも可能  
⇒開発者兼オリジネーター：富山市  
⇒証券化商品取得者：TK投資家（別途親ファンドとしてGKTK若しくはLPSを設立）  
⇒AM：金商業者or不特法ライセンスを保有する不動産ファンドAM

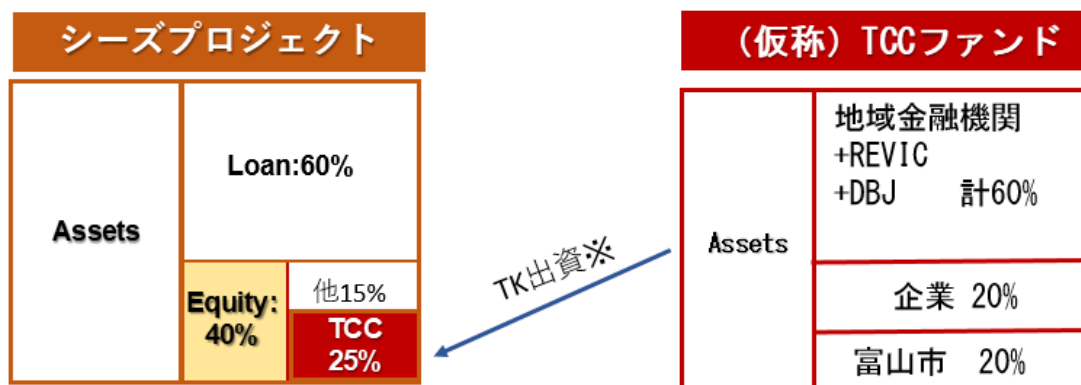


### （2）真正売買について

- ・オリジネーター（土地の原所有者）である富山市がTK投資家となる場合には真正売買が論点となる可能性が否定できない。
- ・真正売買とは、不動産流動化において、不動産又はその信託受益権を、オリジネーター（原保有者）からビークル（資産を保有するための事業体・器）に譲渡する際、その譲渡が法的かつ会計上の有効な売買として取り扱われ、単なる譲渡担保等の金融取引とみなされないことを指す。
- ・会計制度委員会報告第15号「特別目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針」のなかで、譲渡人のリスク負担が概ね5%の範囲内ならば、その経済価値とリスクは他者に移転するとの考えが示されている。
- ・つまり、監査における慣習上の問題であるが、監査法人から指摘を受けるリスクがあるので、そこを回避した総額の考え方にする必要がある。
- ・上述のスキームでいえば、①②は确实ではないが危険回避したほうがよく、③は確実に問題となる。
- ・しかし一方で、真正売買の本質は倒産隔離にあり、自治体である富山市に当てはまる可能性は低いと思われる。

図表 4-2-1 真正売買回避の例

- 下の例（LTV（借入金割合）＝60%とする）でいえば、TCC ファンドが出資できるのは、富山市のリスク負担額が全体の5%に収まる全体の25%まで。
- エクイティ40%のうち15%は別途、案件別のエクイティを入れることになる。

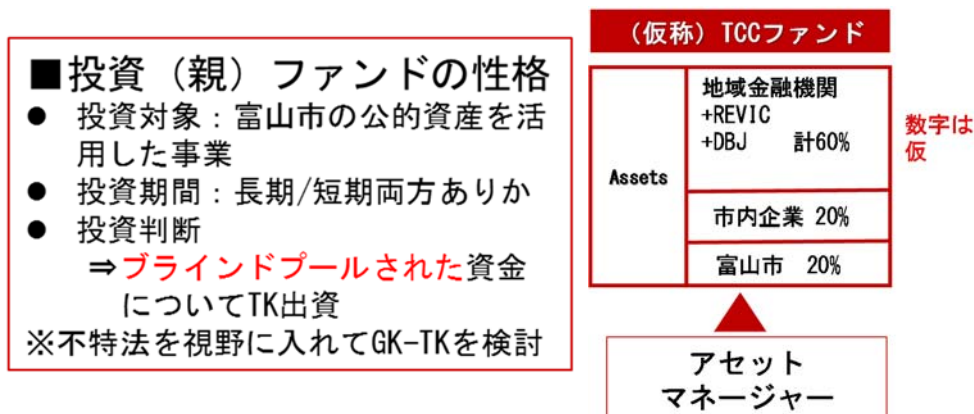


※オリジネータである富山市の出資額を、真正売買が否認されない範囲とする（5%ルール迄）と、下記のようなになる。

- ✓ 全体の資金のうちの TCC ファンド比率を  $25\% \times \text{TCCのうち富山市} 20\% = \text{富山市リスク負担が全体の} 5\%$ となる。
- ✓ 仮に TCC ファンドの内訳が富山市 50%、企業 50%の場合は、プロジェクトに投下できる TCC ファンド比率は 10%。

### (3) ファンド組成の実務について

図表 4-2-2 ファンドの性格



#### ● 組成に関する条件整理

##### ①利点

- ✓ 富山の公的資産全般を投資対象とすることで、幅広い地域資産に対して投資することが可能となる。
- ✓ 本来、ブラインドプールとし、キャピタルコールに応じた出資とすることで、迅速な案件出資が可能である。ただし、アマチュア出資であるためキャピタルコールには不安要素が含まれるので、当初からプールが必要（資金全額を預けっぱなし）となり、見た目の利回りは悪化する。
- ✓ 真正売買リスクの判断は断言できないところがあるが、仮に5%ルールが適用された場合、富山市の出資を低くすれば、ファンドから各プロジェクトに投下できる資金は増える。例えば、20%出資とし、地域金融機関と合わせることで金融の地産地消、公的組織によるバックファイナンスを確保し、物件投資家の安心感に寄与する。

##### ②懸念事項

- ✓ 前述の通り、開発型と運用型の混在については、投資クライテリア（投資基準）が異なる投資商品を、公的資産というくくりだけで一律に投資商品対象とするのは投資家保護の観点からすると少し粗暴であり、一層の投資家説明が必須となる（実務上難しい）。
- ✓ ファンドマネージャーが高い倫理、投資家保護の視点を持たないと、投資家よりも富山市の利益を優先する投資商品化する懸念が拭えず、スポンサーコミットメントも不可欠となる。

- 想定組成コストは下記の通りである。
    - ✓ デューデリジェンスコスト：150-200 万程度/件、リーガルコスト：300-500 万/件程度
    - ✓ 税務会計デューデリジェンス：100-150 万/件程度、SPC 組成：30 万/件程度
    - ✓ AM コスト：最低 500 万程度（ファンド規模の 0.5-1%程度は欲しいとされる）
- ※金商法ライセンス活用（TK 募集等）は別途最低 200-300 万程度

#### (4) 民都機構の資金の活用について

LTVを6割程度とし、かつ、TCCファンドの比率を一定以下に抑える場合、外部からの出資が必要となるが、例えば民間都市開発推進機構（民都機構）の「まち再生出資」を活用することで、対象となる事業の資金面でのリスクを低下でき、融資の呼び水にもなる。

民都機構によれば、最近、公有地活用事業への出資実績も増えているということであり、また国庫補助金と組み合わせて活用できること、10年以内に配当等を行い、20年以内の償還が見込めればよいこと（初年度から配当を行う必要がない）などから、TCCファンド自体に組み込むのではなく、個々のTCCファンドの出資先に活用することを検討することが望ましい。

なお、「まち再生出資」は優良な民間都市開発事業への出資を対象としており、そのためにはTCCファンド自体を「民間」の資金とする必要がある。民都機構の定義では、官民比率が1：1のファンドは全額「官」として扱われることから、「まち再生出資」の活用を念頭に置く場合は、TCCファンドへの出資比率は「民」を多くしておく必要がある（例えば富山市：富山市内投資家＝49:51 等）。

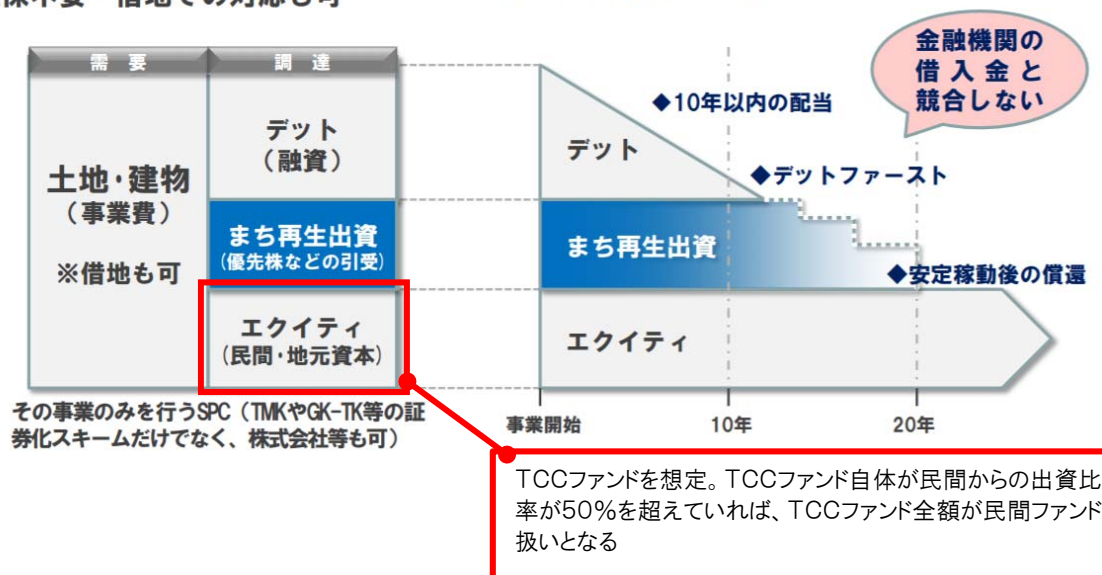
図表 4-2-3 民都機構「まち再生出資」の金融面でのポイント

#### バランスシート上の特徴は..

- ① 資本の増強  
出資額は柔軟に対応（25百万～5,000百万）
- ② 金融機関にとって公的な性格の資本性資金
- ③ 担保不要・借地での対応も可

#### 事業開始後の配当・償還は..

- ① 10年以内の配当が確実と認められること  
（原則として事業の安定稼働後には償還を求めます）
- ② デットファースト



出典：（一社）民間都市開発推進機構「MINTO 機構によるまちづくり支援について」に加筆

図表 4-2-4 民都機構「まち再生出資」出資要件

対象区域	①市町村が策定する「都市再生整備計画区域」内 ②都道府県が策定する「広域的地域活性化基盤整備計画の重点地区」内 ③市町村が策定する「立地適正化計画の都市機能誘導区域」内 ※相談時に計画策定されていなくても、前広にご相談下さい
支援方法	①大臣の認定を受けた民間事業者に対する出資 ②専ら、認定を受けた民間事業者から建築物及び敷地(信託受益権を含む)を取得し、その管理及び処分を行うことを目的とする株式会社、合同会社、特定目的会社に対する出資 ③認定を受けた事業に係る不動産特定共同事業契約に基づく出資 等
事業採算性	10年以内に配当等を行うことが確実であると見込まれること 等
限度額	以下のうち最も少ない額 ①資本の額の50% ②総事業費の50% ③公共施設等整備費
その他	原則として、着工から竣工までの期間出資が可能

出典：(一社)民間都市開発推進機構「MINTO 機構によるまちづくり支援について」

## 4-3 財政負担の軽減効果等のファンドの効果

### (1) TCC ファンドの目的

本ファンドの目的は「地域の民間資金を循環させること」であり、単に行政の公的資金の効率的な運用のための不動産投資ではない。従って、財政負担の軽減面だけでは当ファンドの評価は出来ないことになり、財政負担軽減と民間資金の地域への還元の両方の効果を図ることが必要である。

また、通常では投資されにくい事業に市が出資する本ファンドが参画することにより、事業が誘発されることが大きな目的である。多くの公有地を活用してコンパクトシティの実現を目指しているが、そのための事業が推進されなくては絵にかいた餅になってしまう。

従って、行政による公的資金の出資の目的は運用面では必ずしも最大効用を得るものではなく、地域全体での利益を享受することが重要な視点となる。

このことは、本スキームが提案された当初から普遍の道理であることを改めて認識する必要がある。

### (2) TCC ファンドの役割

地方都市での事業化のハードルは多々あるが、資金調達面が大きな課題と認識されている。

魅力ある街を先導するようなプロジェクトが少ない上、さらに、事業性が必ずしも高くない面があり、地域金融も含めて資金が投入されにくいことが多い。

また、国の補助金や民間のファンド等の関与は重要であるが、その場合にはそれらが主導することになり、地域資金を循環させることが難しくなる面もある。

特に補助金は使い方に寄っては有用であるが、補助金ありきの事業計画となってしまう、その効果が享受できなくなるケースも多く見られる。

一方で、ファンドによる資金供給は他の民間資金を誘発し、事業化されればそのリターンが継続的に得られることになるため、公的資金の活用としては効果的である。

一定規模以上のプロジェクトにおいて SPC を組成する場合にはデッド（融資）は比較的容易であるが、エクイティ（出資）の確保が困難であることが多い。特に、最劣後を誰がとるかが問題となるため、本ファンドにおいて市は最劣後に位置付けることが必要・有効となる。

駅北口地区は駅の南北が貫通することなどにより立地条件は改善されるものの、市の拠点的な開発として民間だけで事業化することは難しいが、これを市の出資により促進することが可能とすることが重要な役割である。

平成 29 年度調査において、地元企業は富山市が主導的に推進する事を高く評価しているが、それは最終的なリスクは市にあるということであり、それは開発ファンドの最劣後



となることを意味している。

### (3) 収益面での効果～事業採算と投資リターンの関係～

市は土地所有者であるとともに、出資者という 2 つの相反する立場にあるため、プロジェクトの事業性を高める役割を担いつつ、投資リターンを得ることを目指すことになる。

事業性を高めるにはプロジェクトの初期投資である建築費とともに運営面での支出の減額が必要である。その意味では市の収入となる地代の負担を軽減することが事業性を高めるためには有用である。

財政面では土地を売却して売却益を得る、あるいは、賃貸して地代を得ることが市の収入となるため有用であるが事業性を大きく毀損することになる。

一方で出資のリターンを高めるには事業性を高めること、即ち、そのために市が貢献できることは地代を低減すること、できれば無償にすることが有用である。

また、駅前の潜在的な価値のある一等地を現時点で売却することは将来の収益を逃すことになるとともに今後の長期的展望からは土地を手放さずに市が所有しておくことが有用であると考えられる。

## 5. まとめ

### (1) 今年度調査の環境変化

今年度の業務は駅北口地区での一体的複合開発をシーズプロジェクトとして位置付けて、その事業性のデューデリジェンスを行い、パイプラインの候補地区への投資及び富山市の資金面での効果そしてTCCファンド組成にあたってのFMの必要条件等を検証することであった。

しかし、当初から事業に係る環境変化があり、前提条件に変更があったため、結果的には駅北口地区をシーズプロジェクトとすることが難しくなり、他の地区を選定する必要が生じている。

また、大沢野地区は収益性の低い公共施設として行政が整備する方向であることから、パイプラインとしては適さないこととなった。

当初からの環境の変化は下記のとおりである。

①駅北口地区において、中規模ホールを先行的に単独事業にて整備する（PFI等）ことになり、事業の対象敷地は中規模ホール以外となり、半減した上、容積を最大活用できなくなった。

その後、調査期間内において、中規模ホールとその他地区とを一体的に計画することにはなったが、中規模ホールの事業者募集が来年度半ばとなるため、TCCファンドの設立を先行して行うことが事実上、不可能となった。

②大沢野地区において、整備内容が公共施設のみとなり、現時点では市が整備する方針である。これにより、パイプラインとしての位置づけが出来なくなった。

TCCファンドが既存物件である公共施設を取得することは有用である（運用型）が、新規物件は賃料が建築費に見合わないため、ファンドのリターン原資が無いため取得することは出来ない。可能なケースは市場家賃より高額な家賃を支払うケースであるが、税金を投入してTCCファンドの民間投資家に向けて補填を行っているとの疑義が生じることから、好ましくない。

また、開発型とするにしても公共施設のみである場合は、上記と同様の理由でTCCファンドからの出資は出来ない。

これらを新たな前提として本年度の検討を行った。

①駅北地区は新たな敷地ではシーズプロジェクトとしては十分な収益性を確保できない。一方で事業規模は小さくなるが、既存のシルバー人材センターを建替えないでリノベーションすることで収益性を高めることが可能となる。

②大沢野地区はパイプラインとしては位置付けられないが、TCCファンドの活用としてはシーズプロジェクトからのリターンによる基金からの支援という形では可能である。

## (2) 今年度調査のまとめ

以上をまとめると TCC ファンドの今後の取り組み方針は下記のとおりである。

### <投資対象プロジェクトについて>

- 駅北地区については既存建物（シルバー人材センター）をリノベートすることでシーズプロジェクトとしての事業性を確保できるため、中規模ホールの事業者募集時期を来年度の後半以降にするのであれば、TCC ファンドが出資可能となる可能性がある。
- しかし、中規模ホールの募集を来年度半ばとするスケジュールであれば、シーズプロジェクトは他の地区とせざるを得ない。シーズプロジェクトの条件としては単に一定の収益性を有することのみでは無く、コンパクトシティ形成の象徴性が重要であるため、活用可能な公有地は多々あるが、駅北口地区に勝る地区は現時点では少ないため、その選定が急がれる。
- 開発型の案件であるシーズプロジェクトに対して、ファンドに組み込む場合に公共が整備してファンドに売却するという運用型案件が想定されるパイプラインについては、同一ファンドで扱わず、平成 29 年度に検討した通りシーズプロジェクト等の開発型案件から得られる収益を基金にプールして、収益性が期待しにくい公共設備整備に回していくというのが適切であると思われる。
- TCC ファンドの富山市出資額はシーズプロジェクトの LTV を 60%と仮置くと、事業規模の 40%の出資額の内一定比率となる。民間都市開発推進機構からの出資を想定すると、市の出資は地元企業分を上回らない範囲となる。本件においては、民都機構が出資する場合は「まち再生出資」の活用が想定されるが、民間が過半となる事業が対象となることから（公共 50：民間 50 の場合は公共扱い）、TCC ファンドの場合も民間過半としておくと、他の制度の使い勝手が良くなる可能性がある。

### <ファンド組成と FM について>

- TCC ファンド組成のためには出資者に対してシーズプロジェクトの方針を提示する必要があるため、その方針が策定されていて、なお、事業者募集の際の募集要綱作成に TCC ファンドの FM が関与することが重要である。
- 現時点は駅北地区の整備方針が策定された段階と言えるため、これに基づいて FM（あるいは TCC 運営者）の募集要綱作成を来年度当初とし、募集を後半にすることができれば駅北地区をシーズプロジェクトとして位置付けられる。
- 現時点では他の地区で駅北地区と同レベルの方針が策定されている地区が無

いため、TCC ファンド運営者 (FM) の募集は他の地区を選定し、その整備方針が策定された段階で実施することになる。

図表 5-1 平成 30 年度調査結果の概要

**富山コンパクトシティ(TCC)ファンド**

- ・想定したパイプラインでは、ハイブリット型(開発型+運用型)ファンドとしては成り立たない  
(理由①)収益を得て投資家に分配する原資を得るための投資先がないため、開発型としては対象外  
(理由②)当該エリアの賃料水準では運用型としての成立が困難
- ・運用型として成立しうる対象をパイプラインとしたうえで、投資家等の意向確認が必要
- ・TCC ファンドへの関心は未だ高い

**シーズ・プロジェクト**

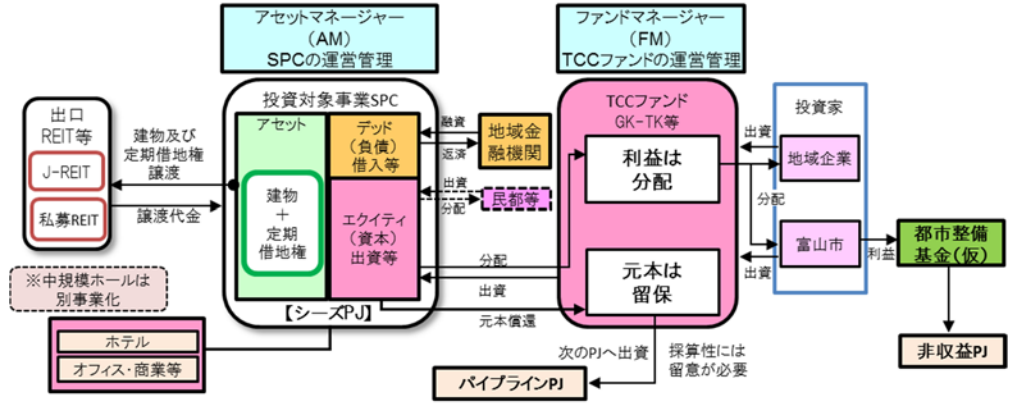
- ・事業者の参画意欲は高い
- ・中心部の貴重な公有地であり、土地は定期借地権を設定、事業負担軽減
- ・オフィス・ホテル等を想定
- ・リノベーションを導入することで、環境負荷の低減、ストック活用により建築費削減等により採算性も向上
- ・賃料負担力のない教育機関やインキュベーション施設等の導入可能

**地域金融機関、FM の役割・重要性**

- ・FM は資金運用と政策実現の両面に知見を有することが重要
- ・金融・地域金融機関単独で FM として参画するのは難しい
- ・金融機関+民間企業の組み合わせで人材確保
- ・民間人材では、候補となりそうな存在を確認
- ・地域活性化に資する PRE 利活用事業への参画は意欲的

**配当利回り**

- ・リノベ案であれば地代無しで 5% 台前半、地代有り(均等払い)で 3% 台前半の利回り確保が可能



**パイプライン**

- ・大沢野プロジェクトは市による公共施設整備となり、開発型としては対象外
- ・運用型としては、高い建築費のため、分配には高い賃料水準が必要で困難
- ・分配金をプールした基金から非収益 PJ へ充当し、トータルでコンパクトシティを実現

## 6. 想定される課題と今後の対応

### (1) 行政のスケジュールリスク

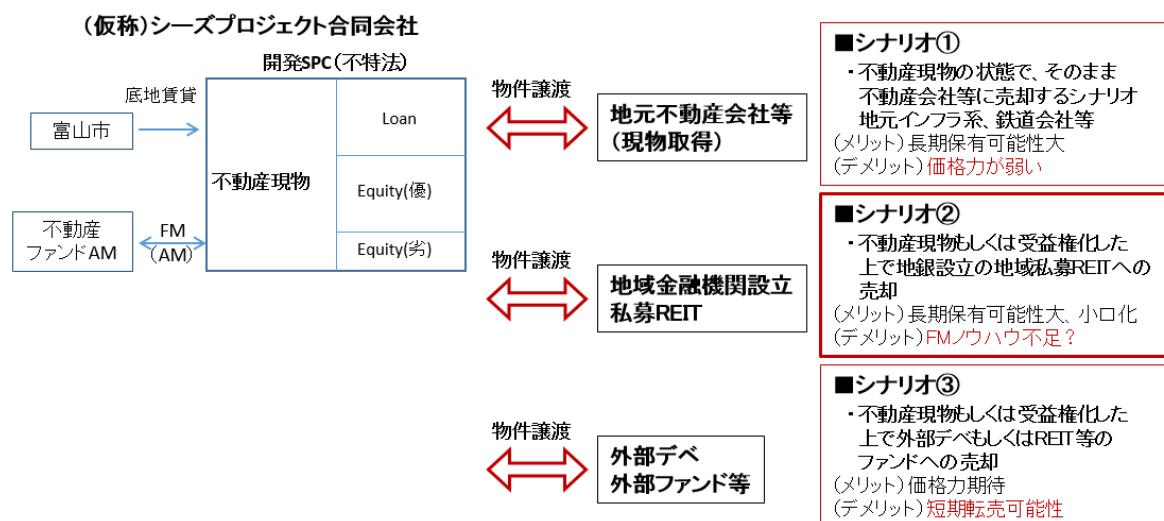
本ファンドは、市有地を用いた開発を前提としていることから、開発スケジュールはある程度将来を見越して立てられると思われるが、一般的なファンド等でも起こりうる社会状況の変化によるリスクの他、首長の変更・施策の転換等により、対象となる案件の方針やスケジュールが変更となるリスクが発生しうる。

その場合、投資対象が不明瞭となり投資計画が立てられなくなったり、資金がTCCファンドに滞留するリスクが発生するため、本ファンドでのシーズプロジェクト、パイプラインについては、長期的なスケジュールを見越して事前に検討を行い、また、スケジュール通りの事業遂行を行う必要がある。

### (2) 出口戦略（物件売却）について

本ファンドは償還して資金を別の物件に投下することを到底することから、出口についてのシナリオを用意しておく必要がある。

広島県で行われているような地銀設立の地域私募 REIT などが想定されれば、長期保有の可能性も大きく、投資家にとってもメリットがあると思われるが、FM側のノウハウ不足が問題となると思われる。



TCC設立と合わせ、出口として長期保有の地域私募REITの設立検討も論点

参考：ひろぎんリートマネジメント（株）

- H30年2月22日、株式会社広島銀行が地銀としては初の単独スポンサーとしてREIT業界に参入を発表。同行が「不動産投資法人の資産運用会社としての業務」を事業内容として昨年8月3日付で設立した100%子会社「ひろぎんリートマネジメント株式会社」について、業務遂行に必要な許認可等の取得が完了。
- 私募REIT「ひろしま地方創生リート投資法人」の運用をひろぎんリートマネジメント株式会社が実施。
- 広島銀行はREITという受け皿を設け運用することで広島を中心とした山陽、瀬戸内地域の街づくり、ひいては地域経済の活性化に結び付けたい考え。運営対象となるREITは大都市圏や日本全国に投資の手を広げて収益を上げるスタイルではなく山陽、瀬戸内地域に特化した運用を行うREITとなると推察される。
- 日本初の地域特化型J-REITである福岡リート投資法人には、九州地域の大手企業がスポンサーとして参加している。広島銀行のREIT事業は当面同行を単独スポンサーとして運営されていくと思われるが、将来的に山陽、瀬戸内地域の地元大手企業もスポンサーとして参画する余地はある。

### (3) ハイブリット型TCCファンドの組成について

本調査で見えてきた通り、駅北エリアをシーズプロジェクト、大沢野地区施設整備事業をパイプラインとすることは困難であるものの、平成 29 年度及び平成 30 年度調査により検討した TCC ファンドスキーム自体は、適切な投資対象及び FM を選定することで、有用・有効なものであるといえる。

ただし、同一の TCC ファンドに開発型案件と運用型案件の双方を組み込むハイブリット型 TCC ファンドの組成については、有識者等へのヒアリングによると「法令上は可能であるが実務上は難しい」との意見が多い。

#### ハイブリット型 TCC ファンドの組成に関する有識者のコメント

公共が整備した物件を TCC ファンドが購入し、家賃収入で投資家に分配していく「運用型」として、開発型のシーズプロジェクトと同一 TCC ファンドの投資対象として組み込めるかどうか（「ハイブリッド型」）という問題意識に対して、各方面からの意見を整理すると、下記のとおりとなった。

- 弁護士・有識者からの意見
  - ✓ 契約書作成が煩雑となるので、一般的には避ける。
  - ✓ 投資マインドの異なる 2 種類の物件とみなされるため（短期売却・償還型と長期保有型）、それらを 1 本のファンドで実施するというのは、全く異なるマインドを有する投資家を相手に資金を集めることとなり、不自然であり、またファンドの性質が不明瞭になる可能性があるため、通常は避ける。ブラインド型の投資となるようであるなら、余計に投資家への説明が困難になると思われる。
  
- 某投資法人運営会社経験者からの意見
  - ✓ FM の立場から見れば、投資家募集にあたり、あまり振れ幅の大きい（高リスク商品と低リスク商品、物件間の相互補完性も薄い）ものを記載すると、投資戦略が明確でないことから投資家から信頼を得られない可能性がある。
  - ✓ 要は、自己都合でファンドを組成し、投資家側の保護という観点が薄いとみなされる可能性が高い。
  - ✓ 投資家側としても、本ファンドの性格及び意義が明確でなければ、（企業の場合）社内説明が通らず、結果として投資判断が難しくなる点に、留意が必要である。「コンパクトシティ施策推進」という社会的意義だけで通るかどうかは疑問である。

ハイブリット型が可能・実現するに際しての重要な論点は「コンパクトシティ施策推進」という社会的意義だけで、(ある意味収益性の低い案件にも投資するということに)投資家に話が通るか、という点である。

平成 29 年度調査結果を踏まえると、投資家(地域企業)には、経済的価値のみならず、「コンパクトシティ施策推進」という社会的価値の向上に対しては、一定の理解を得られていると思われるが、ファンドという手法を用いる以上、投資家保護の観点も踏まえて、慎重に判断すべきである。

そのためには、次年度以降、適切な投資対象(シーズ、パイプライン両方)を選定したうえで、投資家(地域企業)に対し、当該投資先と TCC ファンド全体スキームを見せながら、改めて投資家の参画意向を調査し、TCC ファンドの実現可能性を検証していく必要があると思われる。

#### (4) 公共施設の S & L ・不動産証券化

TCC ファンドの組成はコンパクトシティの形成と地域資金の循環が主たる目的であるが、併せて、公共施設再編にも資することが期待されることになった。

行政は民間企業と異なり、大きな変動が無いため、安定したテナントとして評価できる。即ち、ファンドが整備する事業においては安定テナントとして歓迎される。言い方を変えれば、行政にとっては必ずしも財政面での効果は無い。

財政危機の中で財源確保の意味合いで庁舎等の公共施設を流動化(セール・アンド・リースバック:S & L)することは意味があるが、長期的には支出負担が大きくなると考えられる。公共施設の S & L の先駆者である神奈川県(花月園競輪場、職員住宅、合同庁舎等)でも、財源確保のために売却し、リースバックしたが、10 年後には買い戻している。

公共施設を売却するメリットがあるケースは行政組織再編等により職員数・床が減少する際に、その施設をファンドに売却し、その一部を借り戻し、残りの床を他の民間テナントに貸すケースである。この場合、官民いずれも周辺の市場家賃負担とする。

大沢野地区は高額な建築費による新規建設であるため、賃料水準に併せた取得価格は建設原価を下回るため、行政サイドのメリットは無いことになる。一方で建築費をベースとした価格で売却できる場合は、行政が周辺賃料より高額な賃料を負担することになる。

今後、富山市が厳しい財政難となった際には一時的に S & L や証券化が有効であるが、その際には既存物件が対象であり、職員数減少等の行政改革と併せて実施することが必要である。



## ◆別冊

報告書本編「2-2 プロジェクトにかかる市場調査」「2-5 事業収支の検討」及びシーズプロジェクトの事業収支シミュレーションについては、別冊（非公開）にとりまとめた。