

日米のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）

松尾 順介

要 旨

ダブル・ボトムライン（DBL）とは、「2つの収益」を意味し、そのひとつは、経済的・金銭的収益（ファースト・ボトムライン）であり、もう一方は、地域社会や環境への貢献（セカンド・ボトムライン）である。場合によっては、地域社会への貢献と環境面の貢献を区別し、3つの投資目標を設定しているものは、トリプル・ボトムラインとされることもある。

近年、このように2つの投資収益や投資目標を設定した投資は、ダブル・ボトムライン投資といわれ、それを明確に設定した投資ファンドが現れている。そのような背景として、民間企業においては株主利益最大化だけでなく、企業の社会的責任（CSR）が重視され、環境対策や社会貢献などの社会貢献が評価されるようになったことが指摘できる。

日本では、風力・小水力発電ファンド、農林業ファンドなどが設立されている。これらのファンドには、様々な種類があるが、一般の個人から出資を集めているものも多く、それらのファンドでは、金銭的な収益だけでなく、地域や環境面での貢献を目指した投資が行われており、これはDBL投資とみなすことができる。さらに、今後もこのような投資が増加するものと思われる。

他方、米国では、不動産を対象としたプライベート・エクイティ・ファンドの形態で、DBL投資ファンドが設立され、拡大している。これらのファンドには、低所得地域における地域活性化を目的としたものが多く、地域の雇用促進やインフラ投資、さらに環境改善に寄与しているとされている。

本稿では、まず、米国のDBLファンドについて、その基本的な内容や類型を概観した上で、DBLファンド運用のコンセプトやスキームを紹介する。次に、日本においては、このようなファンドとしては、風力発電・小水力発電ファンド、さらに農林業ファンドなどが設立されている。また、かなり以前から地域再生ファンドも設立されている。これらを取り上げ、日米におけるDBLファンド

の特徴を比較・検討する。

目次

はじめに

I. 米国の DBL 投資ファンド

1. 米国の DBL 投資ファンドの概要
2. DBL ファンドの種類
3. DBL ファンドの成功要因

【以上, 前号】

II. 日本の DBL 投資ファンド

1. 風力発電ファンド

2. 太陽光発電ファンド
3. 小水力発電ファンド
4. グリーンエネルギーファンド
5. 農業ファンド
6. 林業ファンド
7. 地域再生ファンド

まとめ

II. 日本の DBL 投資ファンド

1. 風力発電ファンド

風力発電ファンドの嚆矢は、「株式会社北海道市民風力発電」(札幌市, 2001年2月設立, 現在の名称は, 株式会社市民風力発電)であり, その設立母体は, 札幌市の NPO 法人「北海道グリーンファンド」(1999年7月設立)である¹¹⁾。これは, 原発反対運動を契機にスタートしたといわれ, 生活クラブ生協と連携して設立された。この取り組みでは, 「グリーン電気料金制度」を導入した。これは, NPO の会員約千人が電気料金の5%を毎月寄付し, それを積み立てて建設費に充当するというものであり, ここから1,000万円を拠出した。99年末, 自然エネルギーを2001年度までに15万キロワット購入する計画を北電が発表し, 購入枠設定および募集を行った。そこで, この購入枠に入るかどうかを検討する必要に迫られた。この購入枠に入らない場合, 次の購入枠設定の時期は未

定であったからである。

しかし, 風車を建設するための費用は, 約2億円と見込まれ, この時点では, 資金不足であった。そこで, 銀行借入れを打診したものの, NPO の場合, 銀行融資は受けにくかった。その後, 自己資金を調達するため, 1口50万円の出資を募集した結果, 道内のほか宮城, 京都, などの市民217名から出資の申し込みがあった。ただし, このうち7~8割は地元であり, 当初から市民運動を担ってきた人たちが中心であった。この出資金を元にして, 2000年9月, 浜頓別に風車(「はまかぜ」ちゃん)が完成し, 出力約千キロワット(約九百世帯分)の電力供給が開始された。この総事業費は, 2億2,000万円, うち出資1億6,000万円, 銀行借入6,000万円であった。計画では, 17年間で元本・利益を合わせて約70万円の分配を予定している¹²⁾。

その後, 2003年3月に運転を開始した市民風車事業「天風丸」の場合, まず同年2月に北海道グリーンファンドと環境エネルギー政策研究所(東京都, NPO)の共同出資による非営利

組織「有限責任中間法人自然エネルギー市民基金（現在は一般社団法人）」が設立された。次に、同基金が100%株主となり、全国からの自然エネルギー事業への出資募集の専門会社として「有限会社自然エネルギー市民ファンド」が設立（現在は株式会社）された。他方、地元での出資募集を目的として、同年1月「株式会社ウイネット秋田」¹³⁾が設立された。両者合わせて、地元枠、全国枠計2億円の出資金を募集した。これにNEDO（独立行政法人 新エネルギー・産業開発機構）の補助金1億8,000万円を加えて、約3億8000万円の建設費で事業が実現した。うち市民出資の内訳は、地元枠：214名、全国枠：443名、計657名であった。ここでは、全国枠の出資が地元枠をかなり上回っており、地域外への拡がりが見られる。

さらに自然エネルギー市民ファンドでは、2005年11月から新事業向けに出資を募ったところ、8億6,000万円の出資金を1ヵ月半で集めた¹⁴⁾。この資金は、「まぐるん」ちゃん（青森県大間町、2006年2月運転開始）、風こまち（秋田県秋田市、2006年3月運転開始）、竿太朗（かんとろう）（秋田県秋田市、2006年3月運転開始）、かざみ（千葉県旭市、2006年7月運転開始）、なみまる（茨城県神栖市、2007年7月運転開始）といった、全国5箇所の同様の市民風力発電所の建設資金として融資されている。

現在、このような市民出資によって運用されている風力発電は、北海道・東北を中心に、「はまかぜ」ちゃん（北海道浜頓別町、2001年9月運転開始）、わんず（青森県鯉ヶ沢町、2003年2月運転開始）、天風丸（秋田県天王町、現在湯上市、2003年3月運転開始）、かりんぷう（北海道石狩市、2005年2月運転開始）、かぜるちゃん（北海道石狩市、2005年2月運転開始）、

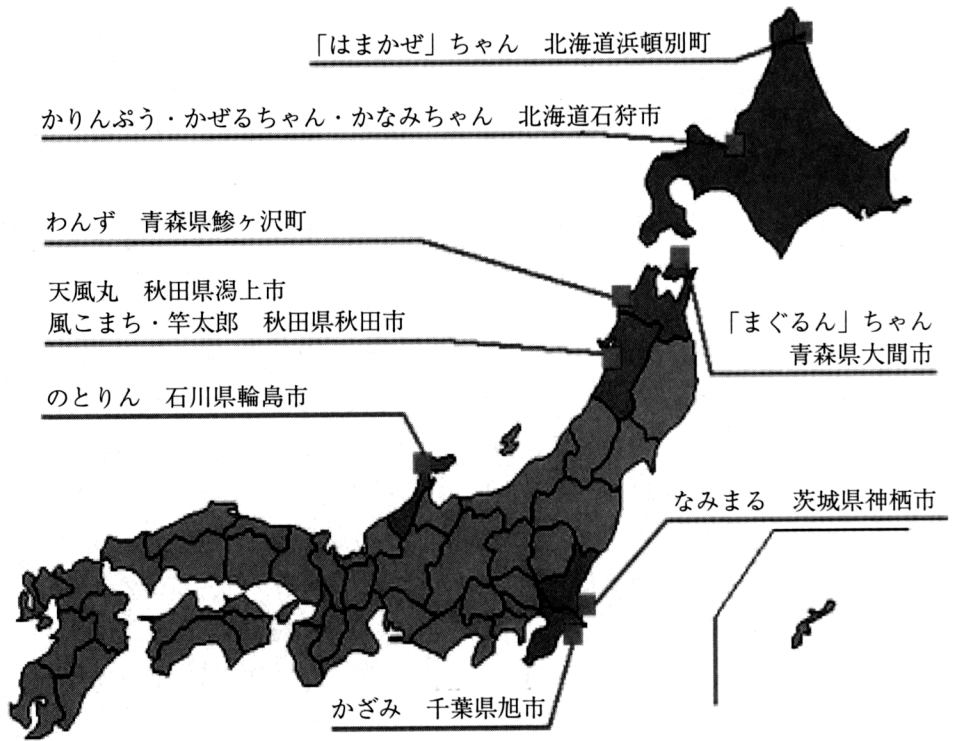
「まぐるん」ちゃん（青森県大間町、2006年2月運転開始）、風こまち（秋田県秋田市、2006年3月運転開始）、竿太朗（かんとろう）（秋田県秋田市、2006年3月運転開始）、かざみ（千葉県旭市、2006年7月運転開始）、なみまる（茨城県神栖市、2007年7月運転開始）、かなみちゃん（北海道石狩市、2008年1月運転開始）、のとりん（石川県輪島市、2010年3月運転開始）などがある（図表5参照）。

また、基本的な出資のしくみは、図表6に示されているように、出資者と「自然エネルギー市民ファンド」が匿名組合契約を結び、出資金を事業主体（例えば、「いしかり市民風力発電」など）に融資し、事業開始後は当該事業主体から「自然エネルギー市民ファンド」に対して元本の返済と金利の支払いが行われ、その後、「自然エネルギー市民ファンド」が出資者に対し現金の分配を行うことになる。

なお、出資者への分配金については、（1）出資元本の返還金、（2）利益分配金があり、（2）については、各々のファンド経費を除いた利益のうち15%～25%（ファンドにより異なる）を営業者報酬として控除し、残りを出資者に分配する。営業者本体の営業利益を直接分配するのではなく、ファンドごとに区分して各々損益計算を行い、そこから分配を行う。目標としての分配計画は、当初2年間は利益分配金のみ支払い、3年目からは毎年均等に出資元本を返還しつつ、残高に応じて、利益分配金を支払うというものである（図表7参照）。

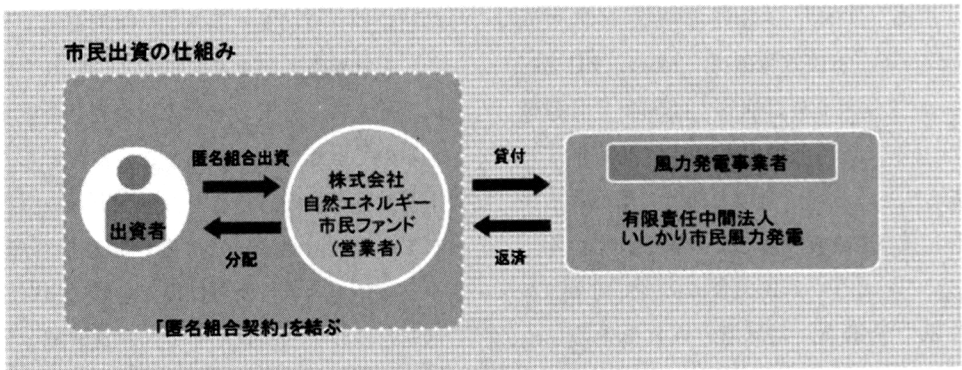
ただし、風力発電ファンドの場合、風力発電量が必ずしも安定しないだけでなく、風力発電機に障害が発生する可能性もある。そのような場合、利益分配金の減少、出資元本返還の遅延、さらに元本割れのリスクなどもある¹⁵⁾。し

図表5 市民出資の風力発電



〔出所〕 株式会社自然エネルギー市民ファンドの資料による。

図表6 「市民風車ファンドいしかり」の仕組み

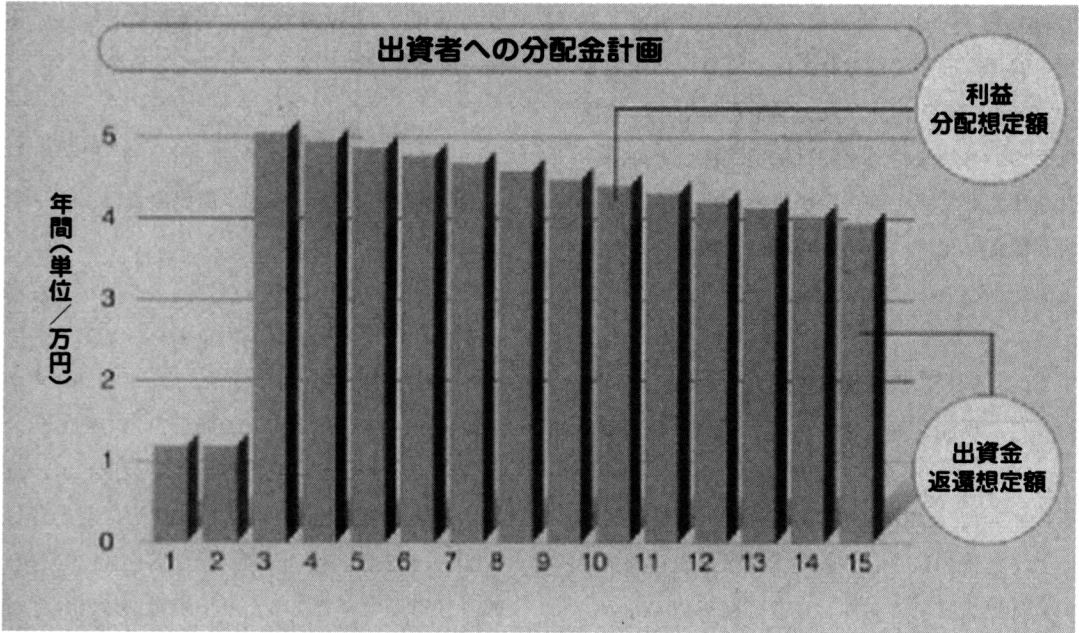


〔出所〕 自然エネルギー市民ファンド HP, http://www.greenfund.jp/fund/fund_karinpu.html 参照。

かし、このようなファンドの場合、出資者は収益性を第一に考えているわけではなく、むしろ環境や地域貢献を重視しているものと思われる。

例えば、NPO 法人グリーンエネルギー青森 (GEA) が募集した「鮭ヶ沢マッチングファンド」の場合、市民風車の出資者への配当から任

図表7 「市民風車ファンドいしかり」の分配計画



〔出所〕 自然エネルギー市民ファンド「市民風車ファンド・いしかり 出資のご案内」, 参照。

意に寄付を募り、この寄付金総額（A）と同額をGEAが売電収入から拠出（B）し、さらにこれらの合計額（A+B）を鯉ヶ沢町が拠出（C）し、鯉ヶ沢町内での市民の取り組みに助成している。2005年度は、鯉ヶ沢「世界遺産・白神山地」ブランド創出事業、白神山地・広葉樹の森作り体験林業、たていしのパン屋さん“元気”創出事業に対する助成が行われた¹⁶⁾。なお、同年の出資者の寄付金総額は25万円、GEA拠出額25万円、鯉ヶ沢町拠出額50万円、合計100万円であった¹⁷⁾。同ファンドは、2005年～2008年の4年間に、のべ15団体に対し、総額340万円の助成を行った¹⁸⁾。

他方、上記のような市民出資型ファンドではなく、民間金融機関や商社の出資によって設立されたものとして、グリーンパワーインベストメントが挙げられる¹⁹⁾。2004年9月、同社は三

菱商事、住友信託銀行、住商リースなどの出資（各1億円）によって設立された（その後、日本生命、ニッセイキャピタル、大和企業投資、SMBCベンチャーキャピタル、ソフトバンクなどが出資し、資本金は9億1,500万円）。同社社長・堀俊夫氏は、トーマン（現、豊田通商）勤務の経験を持ち、電力事業本部長として風力発電事業を立ち上げ、さらにユーラスエナジーホールディングス²⁰⁾の代表取締役会長として風力発電事業に取り組んできた実績を持っている。この間、アメリカ・カリフォルニア州の砂漠に、当時世界最大の風力発電施設（660基、16.5万kW）を建設した。このようなキャリアを背景として、同社を設立した。なお、堀氏以外の常勤役員も、トーマン勤務の経験を有し、多くはユーラスエナジーホールディングス勤務の経験を有している。

同社の取り組みは、クリーンエネルギーによる発電事業全般、同事業のファンド組成・運用・管理、同じく証券化、同じくコンサルティングであるが、現在は風力発電事業を中心に展開している。また、当初は個別案件ごとの証券化を構想していたが、金額規模が小さく、流動性が確保しにくいと、現在は複数案件を対象としたREITのような上場ファンドを検討している。

なお、同社の風力発電事業の大半は、これまで海外で展開されてきた点に特徴がある。海外案件は、ポーランド、フランス、スウェーデン、ベルギー、ブルガリアなどで大規模に展開されてきたのに対し、国内案件は、現在操業中の高知県大月町の案件（12基の風車12000kW、総工費25億円、2006年9月完工）に加え、数件を推進するのみであった。これは、同社設立当初において、国内案件が伸びず、海外案件の比重が高まったためである。同社の国内案件が伸びなかった要因は、以下である。①国内では電力会社と売電契約を締結する際、多くは抽選で発電事業者が決定される。この抽選の競争率が高いため、事業開始の予見可能性は低い。つまり、抽選に参加するためには、風況調査や環境アセス、事業試算などを行う必要があり、多大な労力とコストが発生するが、落選した場合、これらのコストは回収できない。②海外に比べて国内でプロジェクト・ファイナンスの市場成熟度が低く、資金調達が難しかった。特に、海外では建設段階からノンリコースローンが得られるのに対し、国内では自己資金で賄わざるを得なかった。ただし、2012年7月より、再生可能エネルギーの固定価格買取（FIT）制度が実施され、今後固定価格による買取が拡大するものと予想されている。これによって、上記の阻

害要因は解消され、国内案件が大きく伸びていくとともに、投資家にとっても投資しやすい物件・商品が出てくるものと考えられる。

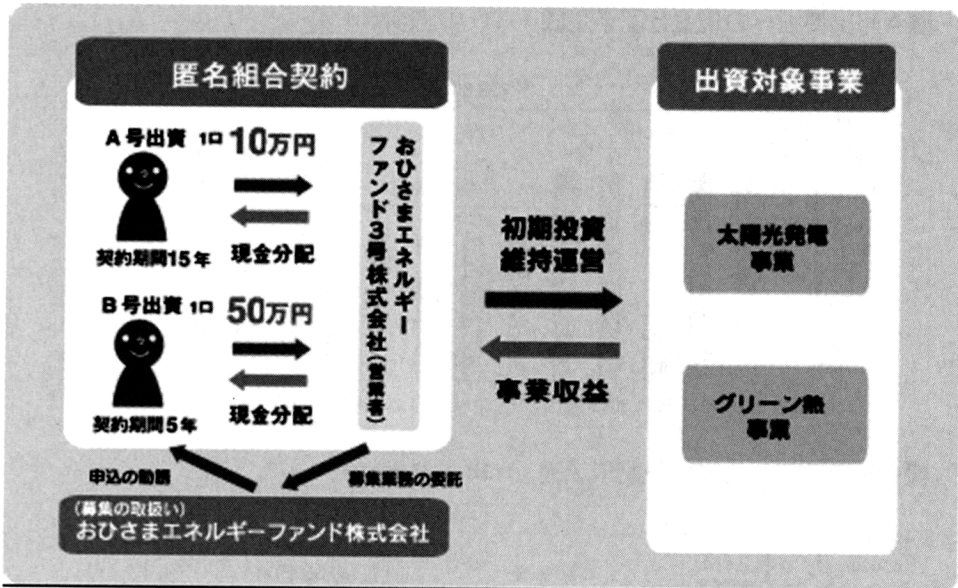
2. 太陽光発電ファンド

太陽光発電についても、市民出資によるファンドが設立されている。

まず、その嚆矢となったのは、2004年2月に設立された「グリーンエネルギーファンド」である。設立母体は、NPO 法人エコロジー・エネルギー・フォーラム（新居浜市）であり²¹⁾、保育園の屋上などに発電パネルを設置して、電力会社に売電を行うものであった。事業費は1,000~1,200万円、うち半分はNEDOの支援、残りは市民出資であった。出資者には20年間で返済し、年1.5%程度の配当を予定している²²⁾。ただし、これは出資額も小さく、限定的な取り組みであった。

本格的な市民出資のファンドとなったのは、2005年5月に設立された「南信州おひさまファンド」である。設立母体は、NPO 法人南信州おひさま進歩（飯田市）であり²³⁾、同NPOがおひさま進歩エネルギーを設立し、「南信州おひさまファンド」を募集した。このファンドが設立された契機は、飯田市が提案した太陽光発電などに市民と共同で取り組む事業案が、環境省の2004年度の「環境と経済の好循環のまちモデル事業」に採択されたことである。これによって、3年間で4億円の補助金の交付が決定されたが、事業を担う企業が現れず、南信州おひさま進歩が事業の受け皿となった²⁴⁾。同ファンドの出資は、10年満期（年2%、1口10万円）、15年満期（年3.3%、1口50万円）の2種類であり、2005年2月~5月の募集期間に総額2億150万円が順調に集まった。報道によると、

図表8 おひさまエネルギーファンドの仕組み



〔出所〕 おひさまエネルギーファンド HP, http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_system.html 参照。

出資に応じたのは約460名で、うち飯田市民は約60人だった。また、このファンドによって、飯田市内の公・私立保育園や公民館、児童センターなど38施設に太陽光発電設備を設置し、合計の出力は208キロワットで、2005年度の年間発電量は24万キロワット時に上るとのことである。なお、発電量は市が全量買い取り（22円/kwh）の上、中部電力に売却するが、逆ザヤになっており、その差額は市の補助金と言える。また、市は発電設備の設置場所として公共施設の屋根を20年間無償提供している²⁵⁾。

その後、同ファンドは、2007年に「温暖化防止おひさまファンド」（4億6,200万円）、2009年に「おひさまファンド2009」（7,520万円）、2010年に「信州・結いの国おひさまファンド」を募集・運営している。これにより南信州に162か所にパネル設置、総出力は1300KWとなっている。飯田市の太陽光発電の普及率は2

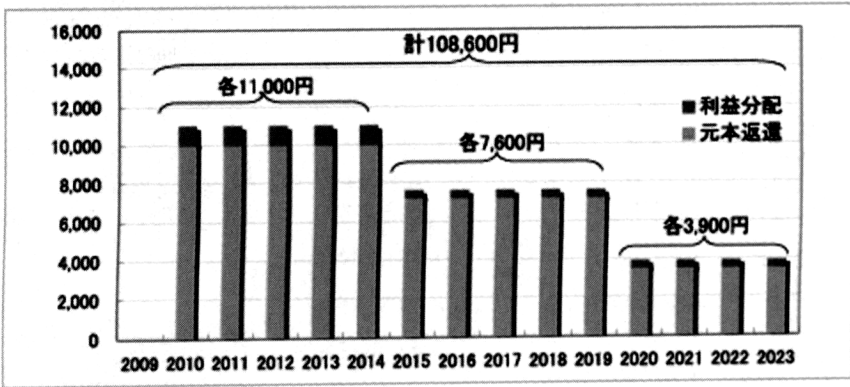
%台前半であり、全国1%を大きく上回っている²⁶⁾。さらに、2011年には「信州・結いの国おひさまファンドⅡ」の募集を行っている。

また、基本的な出資の仕組みは、風力発電ファンドと同じであり、出資者と営業者「おひさまエネルギーファンド」が匿名組合契約を結び、出資金を対象事業に融資し、事業開始後は当該事業主体からファンドに対して元本の返済と金利の支払いが行われ、その後、ファンドが出資者に対し現金の分配を行うことになる（図表8参照）。

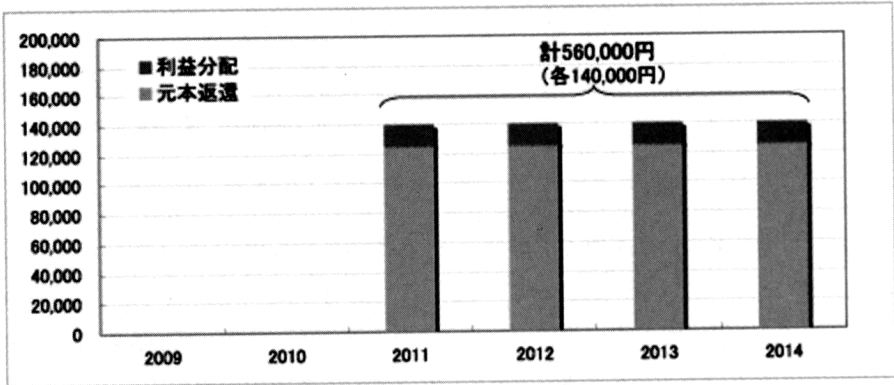
なお、「おひさまエネルギーファンド」の場合も、出資者への分配金については、（1）出資元本の返還金、（2）利益分配金があるが、これらの分配金の支払いについては、A号出資者（1口10万円）とB号出資者（1口50万円）との間に優先劣後関係を設け、A号出資者を優先弁済、B号を劣後弁済としている。目

図表9 おひさまエネルギーファンドの分配計画

■A号出資者への現金分配予想図 (1口10万円あたり)



■B号出資者への現金分配予想図 (1口50万円あたり)



〔出所〕 おひさまエネルギーファンド HP, http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_share.html 参照。

標としての分配計画は、図表9となっている。

ちなみに、おひさまファンド2009とこのファンドの出資者は、2010年9月24日現在251名であり、そのうち地元の長野が30名であるのに対し、東京59名、神奈川29名、愛知28名、千葉20名、兵庫14名などとなっており、全国的な広がりを示している。

なお、同ファンドのリスクは、対象エネルギー事業そのものに起因するリスク、営業者の倒産リスク、流動性リスク（原則として途中解約できず、第三者への譲渡もできない）などが

あるが、現時点では目標利回りを達成しているとのことである。

このような市民出資の太陽光発電ファンドも、風力発電ファンドと同じく、出資者は収益性を最優先ととらえているのではなく、むしろ環境や地域貢献を優先していると思われる。実際、ファンド運営会社は、対象事業の施設見学、スタッフや出資者同士の交流を兼ねた出資者ツアーを開催している。

他方、民間金融機関による太陽光ファンドとしては、2009年12月に設立された「みやぎん太

「太陽光エネルギー事業育成ファンド」がある²⁷⁾。この設立母体は、宮崎銀行であり、対象は、宮崎県・鹿児島県下の新エネルギー事業である。同ファンドは、これらに出資ないし融資することを目的としている。融資の場合は、通常金利より0.5%以上低利に設定する。同ファンドによる融資事例としては、宮崎県および都農町で太陽光発電事業を営む宮崎ソーラーウェイ（国際航業の子会社）が融資対象（5,000万円）となっている²⁸⁾。

3. 小水力発電ファンド

小水力発電とは、貯水型のダムではなく、川の高低差の流量をそのまま利用して発電する仕組みである。

2010年9月、全国初の市民出資ファンドによる小水力発電事業の募集が開始され、2011年12月に募集を完了した。このファンドの募集を行っているのは、長野県飯田市で太陽光発電ファンドを設立・運用している「おひさまエネルギーファンド株式会社」である。

現在、同社が募集の取り扱いを行っている小水力発電事業が、「立山アルプス小水力発電事業」である。同ファンドは、富山県の立山アルプスを水源とする小早月川に建設される小水力発電事業（最大出力1000KW）に総額11億円の投資を行う（ただし、市民出資分は最大7億8,100万円であり、残りは環境省平成21年度二酸化炭素排出抑制対策事業補助金によって充当される）。この事業対象地域の早月川は、水量豊富で、平均勾配8.3%の全国屈指の急流であり、その支流が小早月川であり、そこに小水力発電設備を建設した。

この発電事業は、特定規模電気事業者（Power Producer and Supplier: PPS）もしく

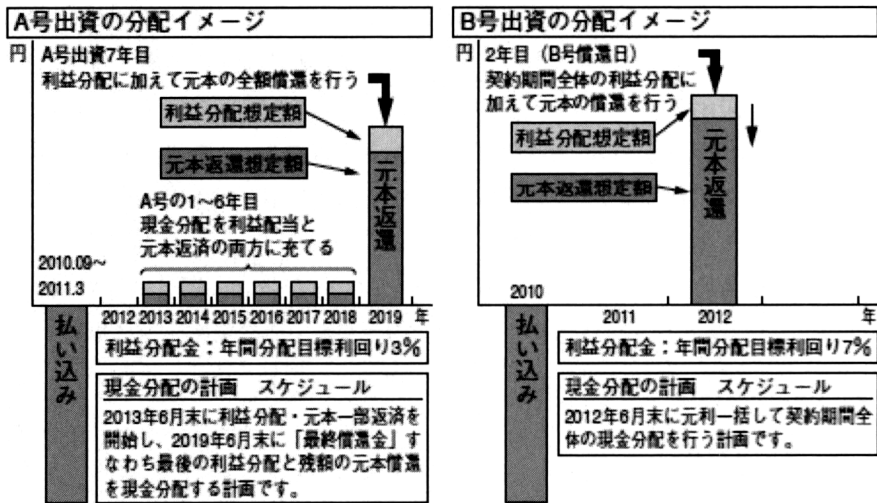
は北陸電力に対して、料金単価を設定・契約した上で、売電を行うことで収益を得るものである。募集時点での買い取り価格は、12円/kWhを基本に契約交渉を行っている（ただし、この金額が変動する可能性がある）。買い取りについては、同事業はRPS法²⁹⁾の対象となっている。

同ファンドは、匿名組合であり、開発（建設）事業および発電事業に出資するA号匿名組合と、開発（建設）事業のみに出資するB号匿名組合にわかれる。A号匿名組合は、募集金額（最大）5.8億円であり、出資期間は2011年～2019年（ただし、分配金計算期間は2012年～2019年）、申込単位50万円、目標年間利回り3%、募集期間2010年9月～2012年3月末であった（ただし、2012年1月に募集完了）。また、B号匿名組合は、募集金額（最大）2億100万円であり、出資期間は2010年～2012年（分配金計算期間も同じ）、申込単位300万円、目標年間利回り7%、募集期間2010年9月8日～2010年10月26日であった（すでに募集終了）。出資のリスクや手数料など、重要事項については、おおむね同社が募集の取り扱いを行った、太陽光発電ファンドと同じである。

このファンドによる発電事業の事業主体は、株式会社アルプス発電である。同社は、2005年9月に富山県下の個人が出資して設立され、富山県滑川市に本社を置く、小水力発電事業者である。同社は、2006年ごろから早月川支流の砂防ダムを利用した小水力発電事業を計画しており³⁰⁾、この事業もそのひとつとされる。

ファンドの分配金支払計画は、A号出資者の場合、1～6年目まで利益配当（目標利回り：3%）と元本の分割返済が行われ、7年目に利益配当と元本残額の全額償還が行われる。

図表10 「立山アルプス小水力発電事業」の分配金支払計画



*上記の現金分配計画図は、本書作成日時時点の事業計画と契約上の分配ルールに基づき作成したものであり、将来を保証するものではありません。

〔出所〕「おひさまエネルギーファンド」HP、http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_system.html 参照。

具体的には、1口出資50万円の場合、1～6年目は、毎年15,000円の出資金返済と各年毎の出資残高に応じた利益分配（15,000円～12,750円）が行われ、7年目に出資金残高41万円およびその残高に応じた利益分配（12,300円）が行われる。なお、目標とする利益を下回った場合、その不足額は次期以降の現金分配で補填される。他方、B号出資者は、2010年の払い込みに対して、2012年6月末に元利一括して現金分配が行われる（図表10参照）。

また、2011年12月時点で建設工事はほぼ完了し、12月末から各種試運転を実施し、2012年4月から事業を開始している。

ちなみに同ファンドの出資者は536名であり、そのうち地元の富山が15名であるのに対し、東京127名、神奈川54名、愛知46名、千葉40名、埼玉34名、大阪30名、長野24名、北海道20名、兵庫16名、広島・静岡11名など、北海道から沖

縄まで44都道府県に及び、全国的な広がりを示している。

4. グリーンエネルギーファンド

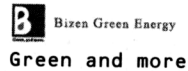
バイオマスによる熱供給システムも再生可能エネルギー利用として位置づけられている。

ここで紹介する「備前グリーンエネルギー株式会社」（岡山県備前市吉永町）は、バイオマスや太陽エネルギーなど省エネ製品の導入促進をビジネスモデルとしたコンサルティング会社であり、市民出資型のファンドも活用してきた実績を有している。

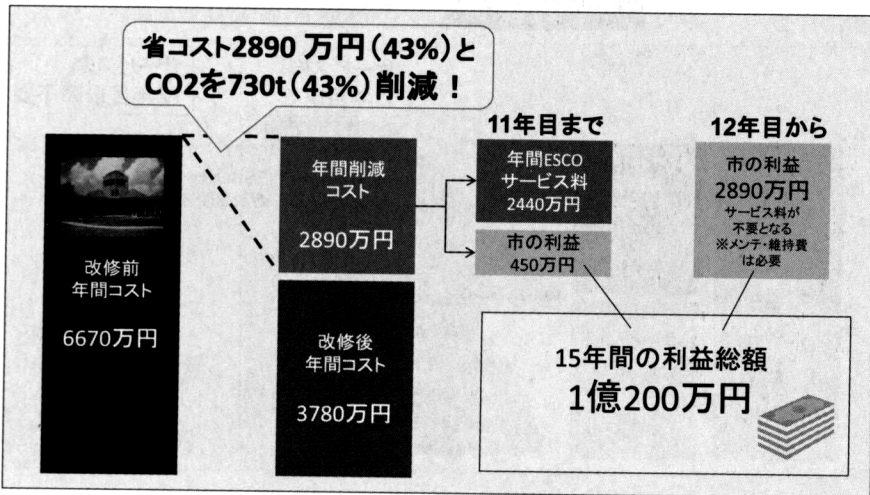
同社は、2005年12月に設立されたが、その設立の背景は、約20年前に産廃処理場を住民投票で阻止したことにさかのぼる。同市では、この市民運動が契機となって環境問題に対する意識が高まり、同市は2005年度環境省「環境と経済の好循環のためのまちモデル事業」に選定され

図表11 備前グリーンエネルギー株式会社の ESCO 事例（シェアード方式）

事例：提案概要（シェアード方式）



●ESCO事業(例)：プロポーザル優秀賞(次点)の提案
補助金ありの場合をモデルとした場合、ESCO契約期間を15年として算出すると以下の事業となる。



〔資料〕 同社資料「ESCO事業の概要」より。

た。この事業の推進主体は、「備前みどりのまほろば協議会」であり、その傘下の株式会社として設立されたのが、同社である。

同社の経営理念は、「環境とエネルギーのコンサルティング事業を通じて、環境に優しい豊かな人間社会を実現し、環境と経済の好循環のまちづくりを目指す」ことであり、経営の主軸は、省エネ・ESCO事業である（ESCOとは、Energy Service Companyの略称）。この事業は、同社のスタッフが対象企業または施設のエネルギー使用量を把握し、快適性の向上・光熱費の省コスト化・CO₂排出削減等のために最適な設備を組み合わせて導入し、それら設備の運転・維持・管理・資金調達などを総合的に手掛ける。さらに、行政からの補助金の申請なども併せて行う。さらに、同社では、単なる省エネ

事業とESCO事業を区別しており、後者は、省エネによるコストカットの金額を保証しており、これを超過した場合は、対象企業ないし施設に対して超過分が支払われる。

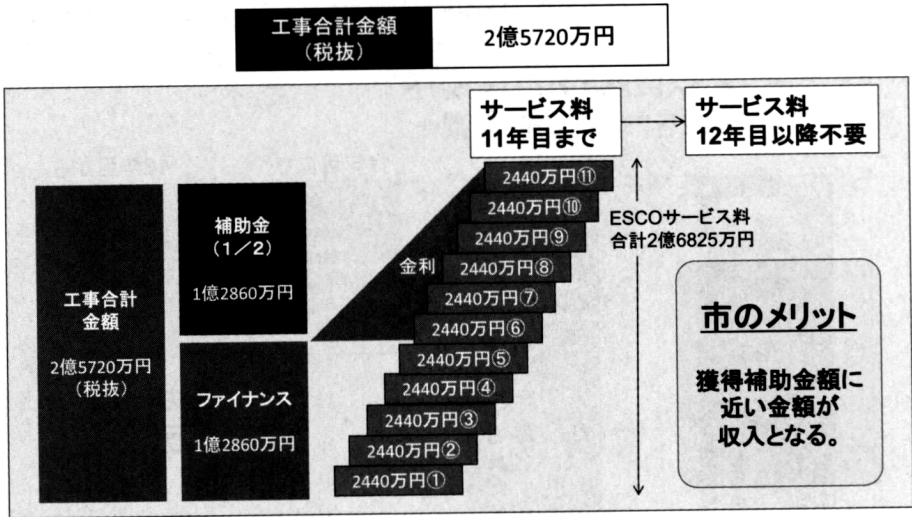
具体例としては、図表11の事例のように、改修前の年間コスト6,670万円を3,780万円に削減する計画を立案し、設備の改修を遂行する。これによって、年間2,890万円のコスト削減が可能となるが、改修後11年間は、コスト削減分のうち2,440万円をESCOサービス料として同社が徴収するため、対象事業者（市）の利益は450万円となる。ここで徴収されるサービス料には、設備リース料、メンテナンス費用、保険料、租税、同社利益が含まれる。ただし、この契約では11年が経過すると、12年目から当該設備は対象事業者の帰属となるため、上記サービ

図表12 同事例のキャッシュフロー (通期)



キャッシュフロー(通期)

●工事金額と補助金の関係性、年間ESCOサービス料の算出について ※補助ありのケース



〔資料〕 同社「ESCO事業の概要」より。

料は不要となり、対象事業者のコスト削減は2,890万円となる。設備の減価償却期間を15年とすると、対象事業者の利益は1億200万円となる。この事例のキャッシュフローは、図表12のように、工事費用は2億5,700万円で、そのうち補助金は半額の1億2,860万円で、残りが新規のファイナンスとなる。対象事業者は、この工事費用を11年間にわたりESCOサービス料として支払い、その後はこれが不要となるため、対象事業者のメリットは、ほぼ補助金額相当となる。

なお、この事例では、ESCO事業者が設備投資を代行する方式(シェアード方式)³¹⁾であり、ESCO事業者は対象事業者に設備をリースすると同時に、そのための資金調達が必要となる。

同社では、上記協議会とともに、設立当初から「備前みどりのエネルギーファンド」を設立

し、市民出資を募った。このファンドは、1口10万円で目標配当年間2.1%のA号と、1口50万円で同2.6%のB号からなり、10年契約のA号は3000口、15年契約のB号は380口、総額4億9,000万円を2006年3月から5月にかけて募集し、交付金4億5,000万円と併せての運用を計画・実施した。ここには、先のESCO事業の設備投資資金が含まれている。ただし、市民出資分は結果的に募集目標金額を下回った金額しか集まらなかったが、運用実績は現時点まで計画通りに推移している。

なお、市民出資を募ったのは、このファンドだけであり、その後の資金調達は主に地方銀行を中心とした金融機関からの借り入れである。その理由としては、市民出資が目標通り集まらなかっただけでなく、金融機関借入の調達コストの方がより安いことも挙げられる。今のとこ

る同社では市民出資を募る予定はないとのことである。

5. 農業ファンド

農業に関連するファンドを概観すると、以下の農業ファンドを挙げることができるが、農業関連のファンドでは、市民出資型のファンドは少なく、金融機関やファンド会社が設立しているものがほとんどである。

(1) アグリビジネス投資育成株式会社の農業ファンド

アグリビジネス投資育成株式会社は、2002年10月に設立（資本金約40億円）され、株主は、日本政策金融公庫（49.88%）、農林中央金庫（19.98%）、全国農業協同組合連合会（15.06%）、全国共済農業協同組合連合会（15.06%）、全国農業協同組合中央会（0.02%）となっている。主たる事業内容は、①農業法人への投資育成業、②農林水産業に関連する企業への投資育成業、③投資先への経営コンサルタント業、である。同社の投資実績は、2002年度から2011年度上半期までの投資実績は、93件、21億900万円となっており、1件平均2,268万円となっている³²⁾。これらの出資は、設備投資や運転資金への充当および財務安定化を支援するものである。

(2) 地方銀行の農業ファンド

地方銀行の農業ファンド設立の動きも広がっており、主なものは以下の通りである。

まず、北洋銀行の「農業者関連事業者向けの出資ファンド」（2006年6月）は、総額1億円で、投資対象は、農産物の加工・流通会社、農機具・肥料関係（農地法による規制で、農業生

産物の加工・流通会社（下）

産法人は対象外）としており、1社当たり1,000万円以内の投資を行っている。投資実績としては、「エバーウイン」（肥料製造販売）があり、同社は食品製造会社から出る食品残さや家畜農家の糞尿を集めて有機肥料や堆肥にリサイクルする事業を行っている³³⁾。

次に、愛媛銀行「えひめガイヤファンド」（2006年11月）は、県内の農林水産業関連企業向けのファンドであり、投資総額5億円規模、運用期間は、2015年末（2年の延長あり）までとされており、投資額は1社当たり500万円～3,000万円程度、最高5,000万円としている。また、出資は、愛媛銀行、中小企業基盤整備機構、日立キャピタルなどである。なお、2012年1月末現在の投資先は17社、総額3億5,700万円となっている³⁴⁾。なお、同ファンドの投資第1号は、みかん職人武田屋、活媛であり、前者はかんきつ類を有機低農薬で栽培し、個人宅配など直販を行っている農業生産法人であり、後者はアナゴを養殖・販売するほか、加工販売も手掛けている³⁵⁾。

第三に、鹿児島銀行は、投資会社ドーガン・インベストメンツおよび鹿児島県下の企業6社と提携し、「アグリクラスターファンド」（2008年8月）を立ち上げている。ファンドの総額は7億円、運営はドーガン・インベストメンツが行い、鹿児島県、宮崎県、熊本県を中心とした農業生産法人や中小企業に投資する³⁶⁾。2012年5月時点で、合計5件の投資を行っている³⁷⁾。

最後に、宮崎銀行・宮崎太陽銀行、高鍋信用金庫、都城信用金庫、延岡信用金庫は、県下のメーカーなどと提携し、「宮崎ネオアグリファンド」（2009年7月）を設立している³⁸⁾。同ファンドの無限責任組合員は、宮銀ベンチャーキャピタルであり、宮崎県下の農業法人、食品

加工（製造）業、食品流通（販売）業に投資する。1社当たりの投資上限額は2億円、ファンド存続期間は2009年7月から2017年6月末（8年間）である。なお、第1号投資先は、有田牧畜産業（肉牛業）であり、同社は仔牛の時から薬品や抗生物質を一切使わず、肥育する技術を確立している。また、2011年9月に第6号案件への投資（5,000万円、普通社債）を実行している³⁹⁾。

（3）メガバンクの農業ファンド

上述のような地方銀行による農業ファンド設立が相次ぐ中、メガバンクによる農業ファンドの設立も見られた。

三菱東京UFJ銀行は、三菱UFJキャピタル、三菱総合研究所とともに「MUFJアグリベンチャーファンド」（2009年2月）を設立した。投資対象は、新たな技術や独自の生産方式を用いた農業法人や農業関連のベンチャー企業などで、1件当たりの投資上限は1,000万円、総額5億円規模である⁴⁰⁾。

（4）農林中央金庫の農業ファンド

農林中央金庫は、日本アジア投資とともに「アグリ・エコサポート投資事業有限責任組合」（2008年8月）を設立した⁴¹⁾。投資対象は、農業関連を中心に、農業振興・環境貢献に資する取り組みを行う企業（非上場）で、投資総額は21億円である。なお、2011年3月末時点での投資先は計22件である⁴²⁾。

（5）公的機関による農業ファンド

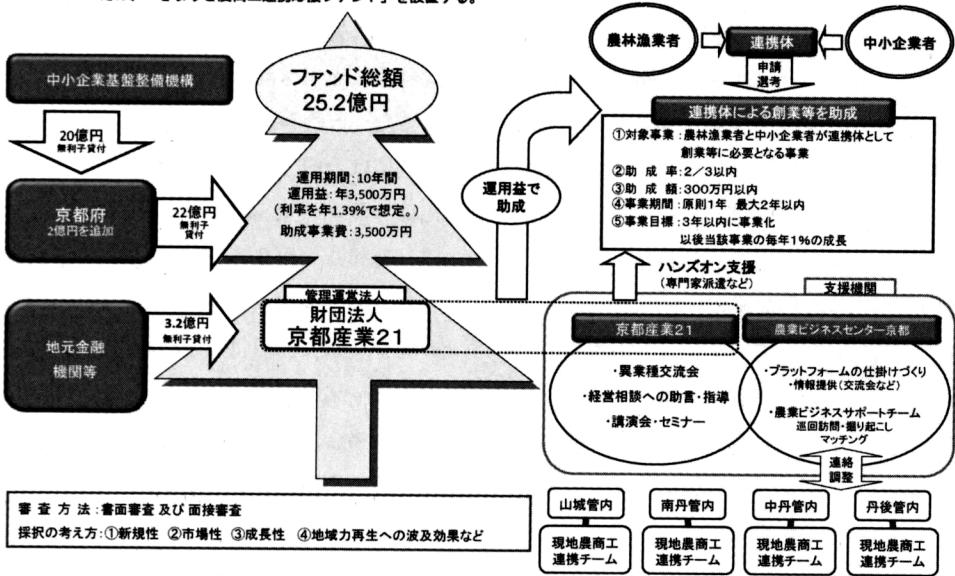
まず、地方自治体によるものとして、京都府が設立した「きょうと農商工連携応援ファンド」（2009年9月設立）が挙げられる。京都府

は農商工連携の支援拠点として「農業ビジネスセンター京都」を設立するとともに、同ファンドを設立した。これは、中小企業基盤整備機構20億円、京都府2億円、地元金融機関等3.2億円の無利子貸付によって設立されたものであり、総額25.2億円である。対象事業は、府内の農林漁業者と中小企業者の連携体である。ファンドの運用を行うのは、財団法人京都産業21であり、同財団はこのファンド総額を運用し、その運用益（年1.39%を想定、年3,500万円）によって、対象事業に対し助成を行う。助成額は300万円以内である。また、同財団は対象事業に対し専門家派遣などのハンズオン支援も行う。同ファンドは、2010年度13件、合計3,550万円、2011年度14件、合計3,360万円の助成を行った（図表13参照）。

次に、農林水産省の構想・提案した「農林漁業成長産業化ファンド（仮称）」が挙げられる。2012年1月、同省は「6次産業化の推進について」を発表し、その中で同ファンドの創設、農産漁村の6次産業化、農山漁村における再生可能エネルギー導入促進、輸出戦略立て直し、新産業創出などに関する施策を発表している⁴³⁾。このうち同ファンドについては、国からの資金300億円（出資200億円、貸付100億円）と民間資金によってファンドを創設し、これを通して、各地域のファンドに出資する。なお、これらの地域ファンドは、公募により選定されるとともに、各地域ファンドも民間資金等の出資を集める。その上で、各地域ファンドは、6次産業化事業者に出資するとともに、ハンズオンによる経営支援を一体的に行う。新聞報道によると、すでに大手食品メーカーが出資を検討しているとのことである⁴⁴⁾。

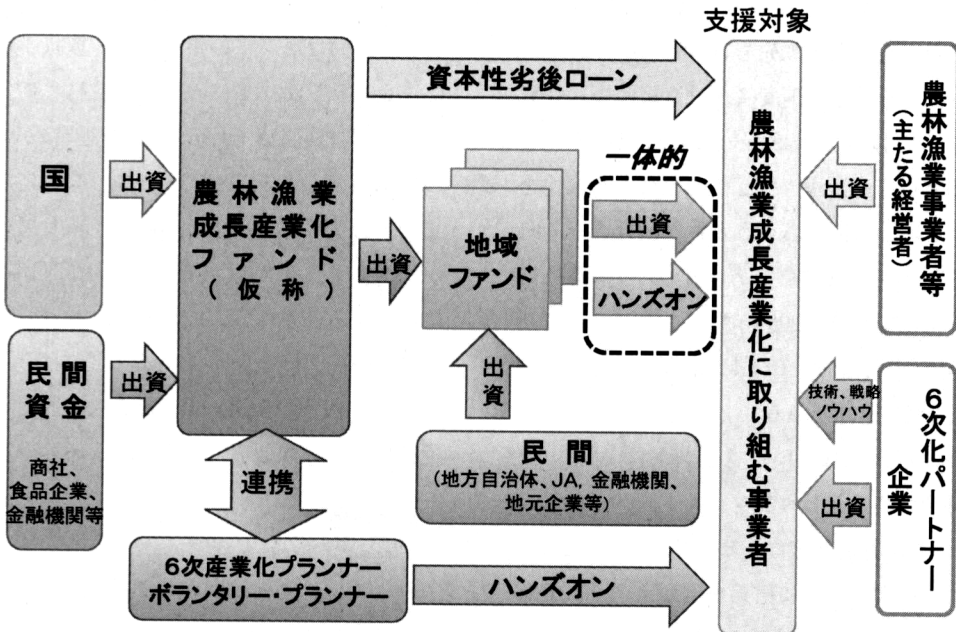
図表13 きょうと農商工連携応援ファンド スキーム図

京都府における農商工連携を積極的に進めることを目的に、農林漁業者と中小企業者が連携した事業を支援するため、「きょうと農商工連携応援ファンド」を設置する。



[出所] 京都府 HP: <http://www.pref.kyoto.jp/nougyo-business/resources/1270607455487.pdf#search='きょうと農商工連携応援ファンド'>

図表14 農水省の「農林漁業成長産業化ファンド(仮称)」スキーム



[出所] 農林水産省 HP: http://www.maff.go.jp/kanbo/saisei/pdf/3_roujukika.pdf#search='農林漁業ファンド 農水省'

(6) 民間投資ファンドの農業ファンド

民間の投資ファンド運営会社の農業ファンドとしては、ミュージックセキュリティーズが運営するファンドが挙げられる。同社は、2001年設立の投資ファンド運営会社であり、音楽CD制作・販売やアーティスト・マネジメントなどの音楽事業を行う一方、音楽ファンドを設立し、注目されている。現在、音楽ファンドは、数十万円から数千万円規模で、66本(2012年5月現在)が設立され、アーティストの育成・プロモーションのための投資が行われている。また、音楽ファンド以外にも、後述する林業ファンド、純米酒ファンド、放牧豚ファンド、ジーンズファンドなどを運営している。また、同社のファンドは、基本的にネットによる直接販売である。

投資先のぶった農産は、石川県野々市町にある農業法人で、創業者は江戸後期から続く農業者で、同社は米作りを中心とした農作物の生産・加工・販売を手掛けている。同社の特徴は、生産から加工・販売を行うとともに、インターネットを通じた消費者への直接販売、特別栽培米の請負も手掛けていることである。また、2001年、農業法人として初の株式会社化を行ったと言われている。さらに、同社の取り組みは、2008年農林水産省から第1回「農業技術の匠」に選定され、2009年には、北陸3県で初めてJGAP (Japan Good Agricultural Practice) 認証を受けている。

ここで運営されているファンドは、「ぶった農産特別栽培コシヒカリファンド2009」および「ぶった農産特別栽培コシヒカリファンド2010」である。両者は、既に償還を向かえ、それぞれ2.05%、1.18%の利回りで分配を行っている。後者のファンドの概要は、1口50,000円、募集

金額は1,090万円(最大)であり、出資金は、10ヘクタールでコメを生産するための苗や肥料等の購入資金、作業人件費、地代、ファンド手数料等に充当される。

また、収穫されたコメの販売量に応じて、出資者には金銭とコメで分配される。分配例としては、販売量488kg/1,000㎡の場合：約51,600円(利回り+約3%)、販売量315kg/1,000㎡の場合：50,000円(元本)、販売量280kg/1,000㎡の場合：44,400円(元本毀損)+コメ約8kgとなる。なお、収穫量が315kg/1,000㎡を下回った場合、現物分配されない場合が生じる。ただし、ぶった農産の過去17年間の平均収穫量は、約490kg/1,000㎡となっている。

さらに、出資者特典として、出資一口あたりコシヒカリ1.5キロの送付(無料)、コシヒカリ10%割引購入券(購入上限金額50,000円/口)、田植え・収穫ツアー(田植え：5月、収穫：9月)、ぶった農産との食事会イベントのご招待(交通費、食費等は出資者負担)などがある。

なお、同ファンドの手数料は、取扱手数料：出資金の5.5%のほか、運営手数料：10,500円/月×運営期間18ヶ月分(最大調達時)があり、これは出資金の1.7%(18ヶ月)に相当する。また、監査手数料：105,000円(最大調達時)が課せられ、これは出資金の1.0%(18ヶ月)に相当する。さらに、成功報酬：リクープ後販売量×68円/kgとなっている。これは、収穫量の損益分岐点(315kg/1,000㎡)を上回った収穫量に対して課せられるものである。

6. 林業ファンド

欧米では、森林投資が機関投資家の注目を集め、米国での投資残高は、2005年時点で180億ドルに達し、米国の投資用不動産に占める割合

では、森林・農地が2.8%に達しているといわれている。この背景には、大学基金などの機関投資家が、インフレ懸念に対応する実物資産保有があることが指摘されている⁴⁵⁾。また、米国では、機関投資家が森林投資を行う場合、TIMO (Timberland Investment Management Organization) といわれる専門のマネジャーに運営委託することが一般的であるといわれている⁴⁶⁾。

日本の場合、欧米ほどではないが、すでにいくつもの森林ファンドが設立・運営されている。ここでは、ミュージックセキュリティーズの林業ファンドを紹介する。

同社が林業ファンドとして設立したのは、「西粟倉村共有の森ファンド2009」および「西粟倉村共有の森ファンド2010」である。

両ファンドの対象事業は、西粟倉村、美作森林組合、株式会社トビムシが共同で実施する西粟倉村の森林（最大1,500ヘクタール）を対象にした長期森林管理および木材生産に資する施業・販売事業であり、これら事業のうち、トビムシが実施する施業支援および販売支援業務から得られる収入の一部を出資者に分配する。

株式会社トビムシは環境リサイクルや地域再生事業などを手がけるアマタホールディングス (JASDAQ 上場) の100%子会社として設立され、林業再生に特化している（ただし、2011年9月30日をもって資本関係は解消）。日本でもっとも施業技術のある三重県尾鷲の「速水林業」との資本提携も行い、林業の川上から川下までのトータルな支援事業を日本全国で展開している。

また、両ファンド対象資金用途は、森林管理に係る生産性の向上と施業費用を低減する高性能林業機械の購入費用、持続可能な森林経営の

日米のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）

証明であり、木材の品質と付加価値を高めるFSC 認証取得費用などである。

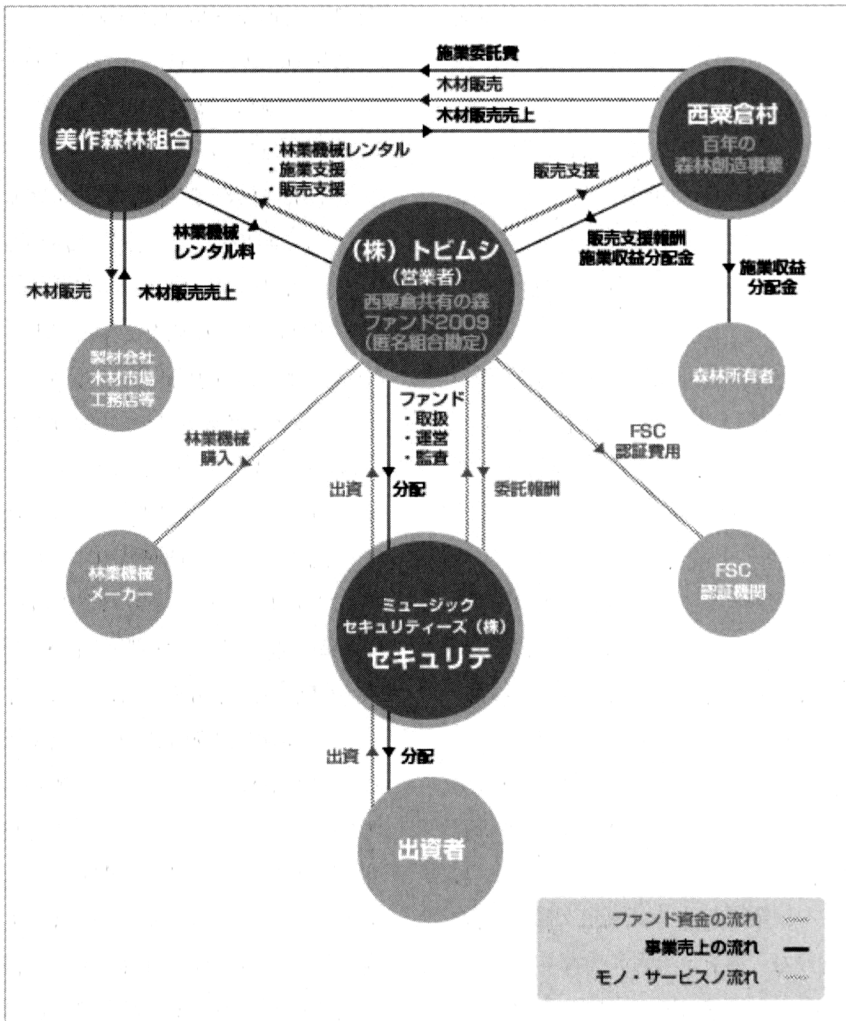
具体的なスキームは、図表15の通りである。

ここで運営されている2つのファンドのうち、「西粟倉村共有の森ファンド2010」のファンドの概要は、募集金額：24,200,000円（最大）、1口50,000円（上限：10口50万円）であり、すでに「同ファンド2009」において25,200,000円の募集を完了しており、両ファンド合計は、49,400,000円となる。

出資者への分配金は、①美作森林組合への施業支援に関する林業機械レンタル収入（見込）：年平均6,317,000円×8年4ヶ月契約＝53,062,800円（会計期間中2ヶ月は積雪のためレンタル収入なし）、②木材の販売支援に関する販売支援収入：木材販売売上高×10%＋施業収益分配金、である。なお、この木材販売売上高は、営業者が新規に開拓した販路⁴⁷⁾における売上高を対象とし、想定販売価格・販売数量の減少により、営業者の販売支援報酬率（現状10%）が低下する可能性がある。また、施業収益分配金とは、西粟倉村が主体として受取る販売売上高から美作森林組合への施業委託費、(株)トビムシへの販売支援支払、原木市場手数料、森林保険料などの経費を差し引き、利益が残った場合、森林所有者と(株)トビムシに施業収益分配金として配分される。具体的な収益シミュレーションは、図表16である。

なお、出資者への特典として、①西粟倉村の森の学校施設内に出資者名を記載したプレートの設置、②西粟倉村の木の家（モデルハウス）無料宿泊および温泉入浴権の付与、③西粟倉村森の村振興公社の施設利用割引などがある。

図表15 「西粟倉村共有の森ファンド2010」のスキーム



〔出所〕 ミュージックセキュリティーズ HP : <http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=145>

7. 地域再生ファンド

Iで取り上げた、米国のDBLファンドは、旧市街地や低所得地域の不動産を対象とするプライベート・エクイティ投資であり、複数の不動産案件に投資することで、地域の面的な活性化や再生に寄与しうる。その意味では、地域再生ファンドと位置付けることができる。周知の

ように、日本でも2003年ごろから各地に地域再生ファンドが設立されており、これらのファンドは、単なるリターンだけでなく、地域再生や活性化を目的とするものであった⁴⁸⁾。

両者を比較すると、決定的に異なっているのは、米国のファンドが、機関投資家からの出資を中心とした、不動産のプライベート・エクイティ・ファンドであるのに対し、日本のファン

図表16 「西粟倉村共有の森ファンド2010」の収益シミュレーション

事業収益		出資者収益			
機械レンタル 収入(円)	販売支援収入 (円)	1口払戻額 (円)	利回り	源泉徴収後	源泉徴収後
				1口受取額 (円)	利回り
53,062,800	0	42,966	-14.10%	42,966	-14.10%
53,062,800	5,000,000	45,496	-9.00%	45,496	-9.00%
53,062,800	10,000,000	48,027	-3.90%	48,027	-3.90%
53,062,800	13,899,520	50,000	0.00%	50,000	0.00%
53,062,800	15,000,000	50,256	0.50%	50,205	0.40%
53,062,800	20,000,000	51,420	2.80%	51,136	2.30%
53,062,800	25,000,000	52,584	5.20%	52,067	4.10%

〔出所〕 ミュージックセキュリティーズ株式会社 HP <http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=145>

ドは、銀行や政府機関等が出資しており、その投資対象も主として金融機関の地域中堅・中小企業向け不良債権である。

したがって、日本の地域再生ファンドの特徴は以下である。

第一に、地方銀行の関与が大きい点である。これらの地域再生ファンドに関して、地銀を中心とする地域金融機関が果たしている役割として、①ファンド設立の主導（ファンド運用会社との提携など）、②ファンドへの出資、③ファンドへの人材派遣、④ファンドへの案件紹介、⑤ファンドへの債権売却、⑥ファンド運用会社と再生計画の相談・ノウハウの共有、⑦ファンドがサービシング（債権回収）業務を委託するサービサー会社の設立、⑧サービサーへの人材派遣、などが挙げられる。もっとも地域金融機関が上記のすべての点に係っているわけではなく、地域金融機関は債権売却のみにほぼ役割を限定しているケースもあり、地域金融機関の関与度にはかなりの差がある。その意味では、地

域金融機関主導型といえるものと、公的機関主導型というべきものに大別される。

第二に、地方自治体やその関連団体等の公的機関が関与している点である。前述のように、地域金融機関の関与が債権売却に限定されるようなケースでは、公的機関がファンド設立から運用にいたる役割を担うことになる。ここでの公的機関が果たしている役割は、①ファンド設立の提唱、②ファンドへの出資、③中小企業再生支援協議会を通じた連携などである。なお、公的機関が地域再生ファンドに関与した場合、①地元におけるファンドに対する認知度が高まること、②債権者間調整がスムーズに行われやすいこと、③免除益課税や金融機関の無税償却において優遇措置が得られること、④金融機関の債務者区分が引き上げられる可能性があること、などのメリットがある。

第三に、国内外大手の企業再生ファンド運用会社の参入は一部に見られるものの、それほど多くない点である。企業再生ファンドとして

は、外資系だけでなく、国内系のファンドも有名であるが、地域再生ファンドの場合、これらの投資会社や投資銀行、証券会社はほとんど参入せず、大型案件や有名案件への投資で注目された投資ファンドにとって、地方中小企業は規模の面で、投資対象となりにくいものと思われる。

第四に、各ファンドの投資総額は20～50億円程度、大きなものでも100億円規模であり、通常の企業再生ファンドに比べて小規模であるといえる。このようにファンドの投資枠が小さいのは、中堅・中小企業が投資対象であるためであり、1件あたりの投資額は、おおむね数千万円から2、3億円程度と考えられる。

第五に、地域再生ファンドの投資方針は、基本的に債権買取型（デット型）である。これは、これらの地域再生ファンドの多くが地域金融機関の不良債権処理を背景にしていることを考えれば当然のことである。ただし、一部のファンドでは、株式等による出資も見られる。

まとめ

本稿では、米国のDBLファンドの概要と種類、さらにファンド運用のコンセプトやスキームについて、ファンド設立・運用に携わっている、デボラ・ラフランシ、ベルデン・ハル・ダニエルズらの共著や論文に依拠して紹介した。その上で、日本のDBLファンドとして、風力・太陽光・小水力等の再生可能エネルギーファンドや農林業ファンド、地域再生ファンドを取り上げ、それらの具体的な取り組みを検討した。

まず、米国のDBLファンドについて、本稿で依拠した論文等の著者らの説明によれば、米

国のDBLファンドは、地域再生ファンドの側面が強く、特に都市再生に焦点を当てているようである。ただし、日本の地域再生ファンドが中堅・中小企業の債権買取に焦点を当てていたのに対し、米国のDBLファンドは、地域の面的な再生を企図している点で、より大きな影響力を有しているものと考えられる。

しかし、彼らの説明は、その立場上、設立・運用者側の視点に立って書かれており、必ずしも客観的なものではない可能性もある。したがって、客観的かつ中立の立場から、これらDBLファンドの運用実態やパフォーマンス、地域再生への影響などを考察する必要がある、今後の検討課題である。

他方、日本のDBLファンドに関しては、まず再生可能エネルギーへの投資を中心に市民出資型ファンドが多く見られるのが第一の特徴である。

市民出資型は、市民の環境意識向上を促し、エネルギーの地産地消を促すメリットがある。特に、「コミュニティ・パワー3原則」に則った取り組みを進める上でも重要なスキームであると考えられる。この三原則とは、①地域の利害関係者が全部もしくは過半数の所有権を有する、②意思決定は地域に根差した機関が行う、③社会的・経済的便益は地域に分配される、というものであり、数年前から世界風力エネルギー協会（World Energy Power Association）のワーキング・グループが議論を積み重ね、2011年5月に採択・発表されたものであり⁴⁹⁾、風力だけでなく、再生可能エネルギー全般を導入・拡大する上で、重要な指針となるものと考えられる。しかし、その反面、市民出資型ファンドは、出資者が小口分散しているため資金調達コストや労力が多大であるにもかかわらず、

出資総額は小規模にとどまらざるを得ない。そのため、多数の施設を建設・運用することでリスク分散を図ることが難しい面がある。また、一般の市民が出資者となった場合、ファンドのスキームに対する理解が十分でなく、これが調達・運用側にとって障害となる可能性もある。

逆に、大規模なファンドは、金融機関や機関投資家から巨額の資金を集めるため、資金調達の効率性が高く、調達コストも低く抑えることができる。また、巨額の資金でプロジェクトを遂行した場合、リスク分散を図ることも容易である。しかし、その反面、投機的資金が流入し、再生可能エネルギー・バブルを引き起こす可能性もある。さらに、前述の三原則に則った取り組みから乖離する可能性もある。つまり、再生可能エネルギー施設の立地地域は、単なるエネルギーの供給地となり、その便益が必ずしも地域に還元されない危険性も考えられる。

このように両者には、それぞれメリットとデメリットがあるが、今後の一国全体として再生可能エネルギーを導入・拡大するためには、大規模なファンドやプロジェクト・ファイナンスの役割は不可欠である。したがって、大規模プロジェクトを遂行する上で、どのように三原則をとりこんでいくかが課題となるだろう。つまり、地域との親和性を強め、地域社会や地域経済と win-win の関係を築いていけるかが重要である。また、その課題を克服することで、地域再生・活性化と再生可能エネルギー導入が結びつくものと考えられる。

第二の特徴は、農業ファンドや地域再生ファンドなど、政府や行政が関与あるいは主導しているものが多いことも特徴である。本稿でも指摘したように、かなりの地域再生ファンドは、その設立の提唱、ファンドへの出資、中小企業

再生支援協議会を通じた連携など、様々な局面で公的機関が関与することが多い。これによって、地元におけるファンドに対する認知度が高まる、債権者間調整がスムーズに行われやすい、免除益課税や金融機関の無税償却において優遇措置が得られる、金融機関の債務者区分が引き上げられる可能性がある、などのメリットがあるが、DBLの両立という観点からすると、政策投資の側面が強くなる可能性がある。ただし、本稿でも取り上げたように、行政が民間の資金やノウハウを取り入れ、農林漁業ファンドの組成を行う計画もあり、注目される。

第三に、本稿で紹介した米国のDBLファンドは、地域再生ファンドの側面が強く、日本の地域再生ファンドと類似性を有しているが、日本の場合、投資対象は地域金融機関が保有する地域中堅・中小企業向け債権の買い取りが中心であり、不良債権処理の側面が強い。それに対して、米国のDBLファンドは、地域の面的な再生を志向する側面が強いように思われる。地域再生においては、地域全体を面的に再生・活性化する視点が重要であることは言うまでもない。地域の中堅・中小企業の窮境要因は、当該地域の地盤低下や市場縮小を背景としている場合が多く、地域の中堅・中小企業の再生には、地域活性化や再生が不可欠である。その意味からも、米国のDBLファンドの取り組みは注目に値するものと思われる。

（謝辞）本稿を作成するにあたって、加藤秀生氏（株式会社自然エネルギー市民ファンド）、小松真実氏（ミュージックセキュリティーズ株式会社）、永田光美氏（おひさまエネルギーファンド株式会社）、山口卓勇氏（備前グリーンエネルギー株式会社）、吉崎昭一氏（株式会社グリーンパワーインベストメント）には、イ

インタビューに応じていただき、有益な情報と示唆を頂戴しました。また、柏谷至氏（青森大学）には貴重なデータと示唆を頂きました。感謝申し上げます。さらに、石井記念証券研究振興財団から研究助成を賜りました。同財団に厚く御礼申し上げます。

注

- 11) 同 NPO 法人の活動については、<http://www.h-greenfund.jp/index.html> 参照。
- 12) 『日本経済新聞』2001年8月17日、および9月6日（北海道版）、『日本経済新聞』2005年4月21日、参照。
- 13) 同社の活動については、<http://www.wenet-akita.jp/wenet.html> 参照。
- 14) 『日本経済新聞』2006年1月13日（北海道版）、参照。
- 15) 「いしかり市民風力発電所」匿名組合（「かりんふう」）の場合、2005年2月に運転開始した。当初の目標年間分配利回りは2.4%であったが、運転上のトラブルがあり、2009年度については、利益部分のみの分配で、出資元本の返還が行えず、事実上1年の返済スケジュール延長となった。しかし、現在までのところ、この件への出資者からの苦情や解約の申し出は届いておらず、このファンドの性格をよく表していると思われる。
- 16) グリーンエネルギー青森「平成17年度鯉ヶ沢マッチングファンド事業について（成果報告）」、http://www.ge-aomori.or.jp/img/im94_mf2005.pdf#search=鯉ヶ沢マッチングファンド
- 17) 三上亨「成長する青森の自然エネルギー～その課題と可能性」、http://www.greenpeace.or.jp/campaign/enerevo/news/files/mikami_toru.pdf#search=鯉ヶ沢マッチングファンド
- 18) 柏谷至「地域を元気にする風車」の模索～市民風車わんずの経験から～『日本風力エネルギー協会誌』94巻、2010年8月、10頁、参照。
- 19) 同社については、拙稿「風力・太陽光発電ファンドの展開～市民出資型ファンドを中心に～」『証研レポート』2010年8月、において簡単に紹介したが、本稿執筆に際し、同社にインタビューを行う機会に恵まれたので、改めて同社を取り上げ、インタビュー内容を加えて紹介する。
- 20) 1986年10月、トーメングループの電力事業としてスタートし、アメリカ・カリフォルニア州、イギリス・ウェールズ、イタリア南部、スペイン・ガリシア州、北海道苫前町などで風力発電所を建設した。2001年11月、トーメンパワーホールディングスとして分社化され、2002年10月、東京電力の出資を50%受け入れ、ユーラスエナジーホールディングスと商号を変更し、現在の出資比率は東京電力60%、豊田通商40%である。
- 21) 同 NPO については、<http://ecoene.com/index.html> 参照。
- 22) 『日本経済新聞』2004年2月24日（四国版）、参照。
- 23) 同 NPO については、<http://www.ohisama-shinpo.or.jp/> 参照。
- 24) 『日本経済新聞』2006年7月20日（長野版）、参照。
- 25) 『日本経済新聞』2006年7月20日（長野版）、参照。
- 26) 『日本経済新聞』2010年2月2日（長野版）、参照。また、同報道によると、飯田市で太陽光発電が普及した背景には、飯田市の日照時間が長いことが挙げられる。同市の2009年の日照時間は1962時間で、新潟市の1586時間の1.24倍、また福岡市の1807時間を大きく上回っている。過去には2000時間を超える年もあり、月ごとの日照時間のばらつきが少なく、年間を通じて太陽光が利用しやすい環境にある。さらに、単位面積当たりの日射量も全国上位とのことである。
- 27) 宮崎銀行プレスリリース「みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンドの創設について」（2009年11月27日）：http://www.miyagin.co.jp/pdf/0775_pdf_data.pdf#search=みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンド、参照
- 28) 国際航業ホールディングスプレスリリース「宮崎ソーラーウェイが融資対象に」（2010年3月23日）：<http://www.kk-grp.jp/release/pdf/20100323.pdf#search=みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンド>、参照。
- 29) RPS とは、Renewable Portfolio Standard の略で、再生可能エネルギーの利用割合の基準を意味する。この利用割合を高めるため、2003年4月「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」（通称：RPS法）が施行された。同法は、新エネルギー等の一層の普及を図ることを目的とし、電気事業者に新エネルギー等から発電される電気を一定割合以上利用することを義務づけるものである。
- 30) 『日刊工業新聞』2006年11月27日、参照。
- 31) これに対して、対象事業者が直接金融機関等から資金調達（借入）を行い、設備投資を行う方式は、ギランティード方式とよばれる。
- 32) アグリビジネス投資育成株式会社 HP：<http://www.agri-invest.co.jp/information/index.php?id=138>
- 33) 『日本経済新聞』（北海道版）2006年6月30日、参照。
- 34) 愛媛銀行 HP：http://kyusyu.mof.go.jp/kinyu/smaller/pdf/smaller_12033005.pdf#search=えひめガイヤファンド
- 35) 『愛媛新聞』2007年2月7日、参照。
- 36) ドーガン・インベストメンツ HP：<http://www.dogan.jp/topics/data/pdf/20080730a.pdf#search=鹿見島銀行アグリクラスターファンド>
- 37) 株式会社ドーガン・アドバイザーズ HP：<http://www.dogan.jp/business/result.html>
- 38) 宮崎銀行 HP：http://www.miyagin.co.jp/pdf/0757_pdf_data.pdf#search=宮崎銀行ネオアグリファンド
- 39) 宮崎銀行 HP：<http://www.jpubb.com/press/299693/>
- 40) 『日刊工業新聞』2009年2月18日、参照。
- 41) このファンドは、農林中金そのものではなく、農林中金が出資する「JAバンクアグリ・エコサポート基金」

=view&id=309&Itemid=40

が出資するものである。同 HP : <http://www.ja-bank-aes.or.jp/news/pdf/080804.pdf#search='農林中金 アグリ・エコ'>，参照。

- 42) 農林中金 HP : http://www.nochubank.or.jp/contribution/pdf/csr_2011.pdf#search='農林中央金庫 アグリ・エコサポート投資事業有限責任組合'
- 43) 農林水産省「6次産業化の推進について」(2012年1月) : http://www.maff.go.jp/j/kanbo/saisei/pdf/3_rokujika.pdf#search='農林漁業 ファンド 農水省'
- 44) 『日本経済新聞』2012年2月7日，参照。
- 45) 関雄太「欧米機関投資家の注目を集める森林投資」『資本市場クォーターリー』2007年夏号，178～179ページ，178～179ページ，参照。
- 46) 飯塚正章，神坂潔，オレグ・カビノス「日本の年金基金にとっての森林投資の導入意義」『証券アナリストジャーナル』2009年9月号，82ページ，参照。
- 47) ここで「営業者が新規に開拓した販路」としているのは，従来の販路が，森林組合を通じた，原木市場を通じての丸太の販売が中心であったのに対し，このファンドでは，トビムシの100%子会社で，西栗倉村で商社的な活動を行っている「森の学校」が，製品市場を通じて角材の販売，大手製材会社と提携した販売，工務店などと提携しての住宅部材の販売，ワリバシの原木販売などを手掛けることを想定している。
- 48) 日本における地域再生ファンドについては，拙稿「地方再生ファンドの現状」、『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所），2005年8月，1631号，および同「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」、『証券経済研究』（日本証券経済研究所），第55号，2006年9月，参照。
- 49) World Energy Power Association : http://www.wwea.org/home/index.php?option=com_content&task

参 考 文 献

- Alter, Suita Kim [2000] *Managing the Double Bottom Line: A Business Planning Reference Guide for Social Enterprises*, Washington, DC: Pact Publications.
- Daniels, Belden Hull, and Deborah La Franchi [2006] "The Ten Keys To Double Bottom Line (DBL) Fund Success." in *Strategic Development Solutions* HP: <http://www.sdsgroup.com/pdf/10%20Keys%20to%20DBL%20Fund%20Success%20EII%20SDS%20060313.pdf>
- La Franchi, Deborah, Erin Flynn, James Nixon, Joseph Gross and Belden Hull Daniels [2007] *The Double Bottom Line Handbook: A Practitioner's Guide to Regional Double Bottom Line Investment Initiatives and Fund*, in *Strategic Development Solutions* HP: <http://www.sdsgroup.com/dbl-handbook.html>

(桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員)