

スモールコンセッションの推進のための資金調達の円滑化に関する一考察
～セキュリティトークンを活用した共感・共創投資の実現可能性～

栗津 貴史

東洋大学 国際 PPP 研究所 リサーチパートナー

東京都

【目 次】

第1章 序論	1
1 研究の背景・課題・目的	1
2 先行研究のレビューと本研究の位置付け	1
3 研究の方法と構成	3
第2章 不動産 ST 市場の形成と二次流通の実態	5
1 ST（セキュリティトークン）の特徴	5
2 日本の不動産 ST 市場及び二次流通市場の現状	5
3 スモールコンセッションにおける適度な流動性の設計と段階的戦略	8
第3章 ST 発行に係る金融規制と制度上の障壁	8
1 「電子記録移転権利」化による法的区分の変更と規制の強化	8
2 「電子記録移転権利」化による各種障壁	9
第4章 共感・共創を核とする「地域共創 ST」の概念の提示	12
1 地域共創 ST の提案と基本類型	12
2 スモールコンセッションの事業手法への適用とスキーム設計の前提	14
第5章 地域共創 ST の社会実装に向けた制度的・実務的課題への対応	15
1 対応1：トランザクションコストの低減	15
2 対応2：法規制に伴う制度的・実務的コストの回避	16
3 対応3：バルク化戦略の効果と留意点	20
4 対応4：水平的分業体制「地域共創マルチレイヤー・アライアンス」の形成 ...	23
5 対応5：地域共創 PPP エンティティ及び地域共創 PPP プロデューサーの必要性 ...	26
第6章 地域共創 ST のスキーム例の提示	29
1 金商法 ST（テナント型）のスキーム例	30
2 不特法 ST（サブリース型）のスキーム例	31
3 併用型 ST（ハイブリッド型）のスキーム例	32
第7章 投資型 CF から地域共創 ST・市場接続への段階的アプローチ	32
第8章 結論	33
1 結論	33
2 今後の課題	34

第1章 序論

1 研究の背景・課題・目的

地方財政の逼迫に伴って顕在化した、十分に活用されないままの「遊休公的施設」の再生に向け、政府は「スモールコンセッション」¹を推進している。しかし、その事業化においては、事業初期に必要なリスクマネー（エクイティ資金）の供給不足、すなわち「エクイティ・ボイド」が最大のボトルネックとなっている。この課題に対し、栗津（2026）では「投資型クラウドファンディング」（以下「投資型CF」とする。）を用いた共感・共創投資（「デュアルリターン」及び「ダイレクトコネクティング」）が、当該リスクマネーの確保に有効な手段であることを実証し、一定の到達点を示すと同時に、「流動性・換金性」、「共感持続性と管理コスト」及び「出口戦略・事業承継」という残された三つの課題を明らかにした²。そこで本研究では、これらに対し、共感・共創を起点とする持続可能な資金調達の具体的な枠組みを提示する。具体的に流動性・換金性の課題に対しては、ブロックチェーン技術を基盤とするセキュリティトークン（以下「ST」とする。）³を活用し、投資期間中の小口持分の譲渡手段を確保することで、事業規模に見合った適度な流動性・換金性を実装する新たな資金調達モデルを提示する。また、共感持続性と管理コスト及び出口戦略・事業承継の課題に対しては、官・民・地域の人材が参画し能動的リスク管理を行う事業推進主体（エンティティ）の組織化と、不動産・金融等の専門的能力を有する人材（プロデューサー）の体系化を行う。なお、本研究では、通常の融資や自己資金等で調達可能な場合はそれらを優先すべきであるという栗津（2026）での前提を継承し、STの活用はこれらの資金調達が困難な場合の代替的な選択肢と位置付ける。

2 先行研究のレビューと本研究の位置付け

本研究の主要テーマとなるデジタル化による流動性・換金性の確保とガバナンス主体の組織化について、先行研究を体系的にレビューし本研究の位置付けを明確にする。まず、デジタル化による流動性・換金性の確保に関し、有吉（2022）は有価証券のトークン化⁴

¹ 「PPP/PFI 推進アクションプラン（令和6年改定版）」（2024年6月3日、民間資金等活用事業推進会議（会長：内閣総理大臣）決定）では、スモールコンセッションが「地方公共団体が所有・取得する空き家等の身近な遊休不動産（廃校等の現在使われていない施設、住民から寄付を受けた古民家等）について、民間事業者の創意工夫を最大限に生かした小規模（事業費10億円未満程度）なPPP/PFI事業（コンセッションをはじめとした官民連携による事業運営）を行うことにより、地域課題の解決やエリア価値の向上につなげる取り組み」とされている。

² スモールコンセッションの背景、エクイティ・ボイドの発生要因、投資型CFの構造及び到達点並びに三つの課題については、栗津（2026）第1章、第4章及び第5章参照。

³ ブロックチェーン技術等を用いて電子的に発行・管理されるデジタル証券（ST）のことである。

⁴ ブロックチェーン等の分散型台帳技術や電子情報処理組織を用いて、権利や財産的価値を電子的に表象・移転可能にすること。資産を小口化してデジタル証券化することで、オンラインでの即時取引や資金調達を可能とする。

による法的な流通性の課題を包括的に考察し、立法論的な課題を提起している。実務的な応用としては、中村（2025d）がスモールスケール PPP を念頭に「不動産特定共同事業法（以下「不特法」とする。）に基づく不動産特定共同事業（以下「不特事業」とする。）⁵ + ST⁶」が流動性の確保の有力な選択肢であることを示している。これらを規律する金融商品取引法（以下「金商法」とする。）及び不特法改正をめぐり、松本（2025）は不特法上の権利が金商法の適用を受け、重疊的に規制されるに至った背景を、齋藤（2025）は厳格な開示・業規制や流通規制等の実務的な影響を緻密に分析している。技術・運用面では、株式会社 Progmatt（2025）が SaaS 型⁷での共通プラットフォームの共同利用による発行・管理コストの低減と API の標準化⁸の実態を示す一方、ST の導入は小規模な事業に対して過大な規制対応・実務コストを発生させる課題を指摘する。この点、中村（2024）は複数プロジェクトのバンドリング（一体的運用）が、管理固定費の圧縮と収益変動リスクの平準化（ボラティリティ低減）をもたらし、資金調達の可能性を高める効果を明らかにしている。また、中村（2025c）は事業を組み合わせずに単純化した「公益性の純化」と、便益享受者を直結させて非金銭的リターン等を提供する「ダイレクトコネクション」により、資本コストを抑制できる可能性を示している。他方、ガバナンスの組織化に関しては、中村（2025a）は契約による受動的リスク分担の限界と「PPP エンティティ」による能動的リスク管理の重要性を説き、さらに中村（2025b）は戦略策定とプロセス管理という専門性を有し、収益基盤が確立されている PPP プロデューサーの必要性を述べている。本研究は、これら個別に深められてきた金融技術・事業戦略・ガバナンスの各領域の研究成果を統合し、栗津（2026）で残されていた「流動性・換金性」、「共感持続性と管理コスト」及び「出口戦略・事業承継」の三つの課題を克服する新たな実務的な解決策と、その社会実装に向けた障壁の解消方策を提示する点に独創性がある。

⁵ 不特法に基づく事業スキームの分類（不特第 1 号事業、不特特例事業、小規模不特第 1 号事業及び小規模不特特例事業）や関与する事業者の区分（不特第 1 号～第 4 号事業者、小規模不特第 1 号～第 2 号事業者、不特特例事業者及び小規模不特特例事業者）の概要については、栗津（2026）第 3 章 1（6）①「表 2・表 3」の整理を参照。なお、本論文では、当該整理やこれらの略称をそのまま用いている。

⁶ ST を用いた資金調達を ST0（セキュリティトークンオフエリング）という。権利の小口化や移転の効率化が可能となり、次世代のデジタル金融インフラとして注目される。

⁷ SaaS（Software as a Service）：クラウド上で提供されるソフトウェアをインターネット経由で提供する形態を指し、利用者が自らシステムを保有・運用することなく、必要な機能だけを共同で利用でき、利用量に応じた料金を支払うサービスのことである。

⁸ 異なるシステム間でデータや機能を連携させる接続仕様（API：Application Programming Interface）を共通化・規格化すること。システム固有の個別の改修を不要にし、データ連携の円滑化や開発・運用の低コスト化、相互運用性の向上を図る。

3 研究の方法と構成

(1) 調査の概要

本研究では、スモールコンセッションにおける ST を活用した資金調達の課題把握と対応策の導出に向け、法令分析や文献調査に加え、主要な当事者への半構造化インタビューを実施した。栗津（2026）における投資型 CF の諸課題と法規制の整理を起点とし、あらかじめ構築した ST を活用した資金調達の仮説モデル（地域共創 ST）の検証を行う。

(2) 調査の対象

調査対象は、スモールコンセッションや証券化、CF・ST 等に関与するステークホルダー計 27 者⁹である（表 1）。分析にあたっては、資金の出し手、受け手、仲介者、政策立案者及び分析・支援者の五つの属性を網羅した。なお、未公開の事業構想、金融の実態や金融商品の組成等に関する機微な情報を含むため、所属組織名及び個人名は匿名とし、その属性に基づき分析を行う。

表 1 半構造化インタビューの調査対象の内訳（筆者作成）

属性（セクター）	対象数	主なインタビュー項目
A. 金融機関・投資家	6	・小規模案件に対する融資（デット）審査の現状 ・ST 発行における受託可能性と課題 ・二次流通市場の実態 等
B. 不動産・建設・ 開発・管理事業者	8	・遊休公的施設の活用における事業収支の実態 ・既存の資金調達手法（不特法 CF・ST 等）の実態・課題 ・地域における担い手としての参入障壁 等
C. プラットフォーマー・ 証券会社	5	・CF・ST のシステムやプラットフォームのコスト ・ブロックチェーン技術の適用可能性 ・小口化による投資家層の拡大効果 等
D. 行政・学識経験者	3	・スモールコンセッションに係る政策上の意図 ・スモールコンセッションの課題と今後の展開 ・不特法・不特事業の意義と今後の展開 等
E. シンクタンク・ コンサルタント	5	・先行事例の分析やスキームの理論的整理 ・金商法と不特法等の制度的変遷とギャップ ・新たな資金調達モデルの問題と可能性 等
合計	27	※25社、27部局（2社については2部局を計上）

(3) 調査の手法と分析

インタビューは 2025 年 6～12 月に実施し、得られたデータを一般化・抽象化した上で二段階の手順で分析した。まず、インタビューから実務上の懸念や制度的な障壁を抽出し、投資型 CF から ST への移行を阻む障壁を明らかにした（第 3 章）。続いて、これら障壁の解消を念頭に、仮説モデルへのフィードバックや法的な検証を重ね、経済合理性をも備えた「地域共創 ST」へと精緻化した（第 4 章～第 7 章）。

⁹ 25 社、27 部局（2 社については 2 部局を計上）

（４）分析フレームワークの提示

本研究では、栗津（2026）で構築した分析フレームワーク¹⁰をベースに、スモールコンセッションにおける ST を活用した資金調達手法（地域共創 ST）の位置付けを明確にする（図 1）。従来、不動産投資市場は「経済合理性の領域（第 1 象限）」と「共感・共創の領域（第 3 象限）」に二分されていたが、近年の SDGs やローカル投資への関心の高まりを受け、相互補完の動きが加速している。具体的には、第 1 象限の特定受益証券発行信託 ST¹¹が利用・割引等の特典（ユーティリティ）で共感を取り込む一方、第 3 象限の金商法

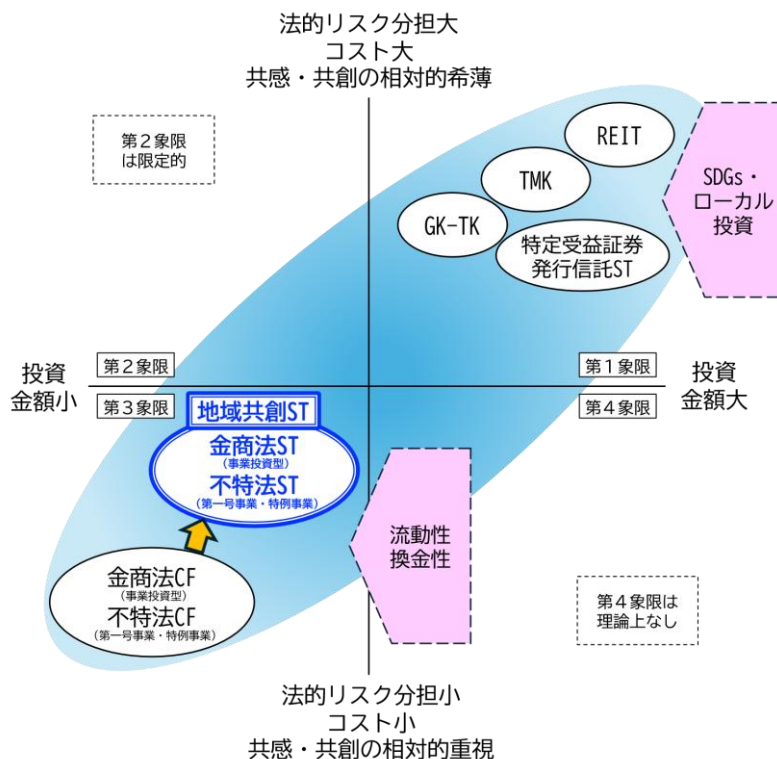


図 1 資金調達スキームと分析フレームワーク
（筆者作成）

CF・不特法 CF は流動性・換金性の欠如の克服を模索してきた。こうした要請に対し、本研究は流動性・換金性を備えた金商法及び不特法に基づき発行される ST（以下それぞれ「金商法 ST」「不特法 ST」とする。）が、第 3 象限内の未開拓な空白領域（金商法 CF・不特法 CF の右上）に適合すると仮定し、これを「地域共創 ST」として提示する。実利（第 1 象限）と共感（第 3 象限）の双方を補完する結節点となり、社会的意義と経済合理性を両立した新たな資金循環の選択肢となる。

（５）本研究の構成

第 2 章で不動産 ST 市場の現状と求めるべき流動性のあり方を考察し、第 3 章で出資持分のトークン化に伴う法規制と実務上の各種障壁を分析する。第 4 章で「地域共創 ST」の概念及び基本類型を提示して優先劣後モデルを整理し、第 5 章でコスト削減、証券機能

¹⁰ 栗津（2026）第 3 章 2（2）参照。図 1 も栗津（2026）と同様にスモールコンセッションが対象である。

¹¹ 不動産等の資産を大手信託銀行や一部の信託会社等に信託し、その受益権を裏付けとして発行されるデジタル証券。信託財産が事業者の破産から保護される倒産隔離の機能を持つが、相応の信託報酬が発生する。栗津（2026）第 3 章 1（4）参照。

の内製化、エリア・ナラティブによるバルク化、関係機関との水平分業型アライアンス及びガバナンスを担う事業推進主体や専門人材等の多角的な対応策を提示する。第6章で具体的な資金調達スキーム例を、第7章で地域共創 ST の社会実装への段階的アプローチを示す。第8章で本研究の総括と今後の課題を述べる。

第2章 不動産 ST 市場の形成と二次流通の実態

1 ST（セキュリティトークン）の特徴

ST とは、ブロックチェーン（分散型台帳）技術¹²を用いて発行・管理される金商法上の有価証券であり、同法上「電子記録移転権利」として位置付けられる。従来の中央集権的な証券保管振替機構（ほふり）¹³等を介さず、分散型台帳上に権利の発生・移転が直接記録・管理される。これによりスマートコントラクト¹⁴を活用した分配処理等の自動化や、取引・管理コストの低減が期待される。他方、譲渡や二次流通の可否は、金商法上の規制やプラットフォームの運用ルールに依存するため、ST 化によって自動的に高い流動性が実現するわけではない。

2 日本の不動産 ST 市場及び二次流通市場の現状

（1）不動産 ST 市場の規模の推移

日本の不動産 ST 市場は新たな資金調達手段として定着しつつあり、株式会社 Progmatic（2025）によれば発行累計額の 86% 超を不動産裏付け案件が占めている。その推移は、①黎明期から都心レジデンス等の大型案件の急増による本格成長に至る「2021～2023 年度」、②受益証券発行信託における税制上の不確実性（利益超過配当への課税関係の曖昧さ）から組成見送りが相次いだ一時調整の「2024 年度」、③租税特別措置法改正による課税関係の明確化¹⁵により案件供給が急回復した「2025 年度」の 3 局面で捉えられる（図 2）。この推移は、不動産 ST が本格的な形成期に入ったことを示す。もっとも、現状の案件は一定規模以上の優良資産に偏在しており、スモールコンセンションのような小規模な遊休公的施設の活用事業への適用は 2025 年末時点では皆無である。

¹² 取引記録を複数の参加者で共有・検証し、改ざん耐性を有する形で連続的に記録・管理する分散型の台帳技術をいう。

¹³ 「社債、株式等の振替に関する法律」に基づき、有価証券の振替決済やペーパーレス化を担い、株式や社債等の権利移転を現物ではなく口座上の記録により管理し、市場の安定的・効率的な決済インフラを支える日本唯一の機関である。

¹⁴ ブロックチェーン上であらかじめ定めた契約条件に基づき、分配や権利移転等を自動的に実行する仕組みをいう。

¹⁵ 租税特別措置法の改正により、従来同法第 8 条の 4 に基づき「配当所得」として一律に課税されていた分配金のうち、利益超過分配部分が「元本の払戻し」として整理され、同法第 37 条の 11 に基づく譲渡所得のルールが適用されることとなった。これにより受益証券発行信託 ST の課税関係の不透明さが解消され、発行体の制度的リスクが実質的に排除されたといえる。

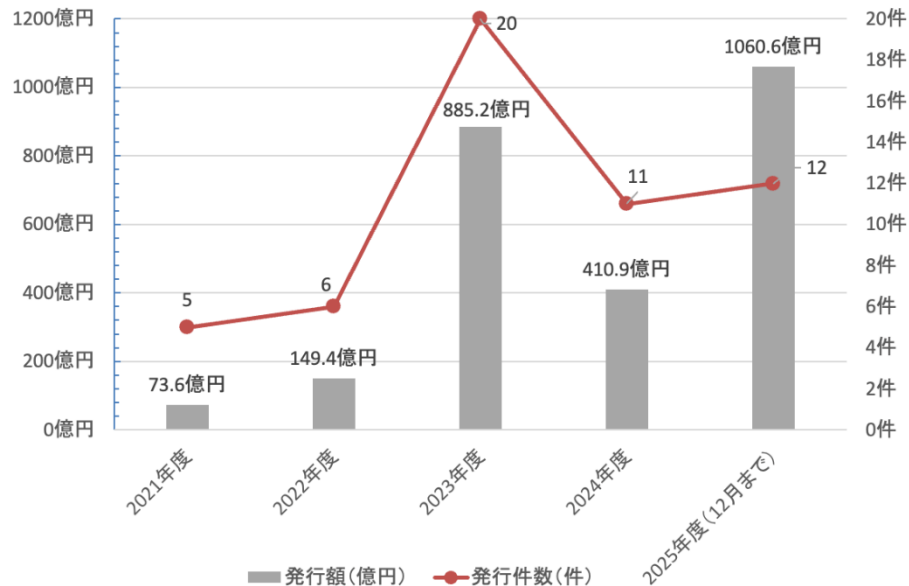


図2 各年度における不動産STの発行額と発行件数
(出所：株式会社 Progmatt (2025)「概要説明資料(ST 中心編)」を基に筆者作成)

(2) 不動産ST市場における二つの偏り

①裏付け資産の偏在

不動産ST市場の構成には二つの偏りが存在する。一つ目は、裏付け資産の偏在である。現在、大都市圏のレジデンスや物流施設、ホテル等の収益不動産が市場の大半を占め、オフィス物件は相対的に少ない(図3)。高価格・低利回りのオフィスはJ-REIT等に優先取得されやすく個人投資家向けのSTが価格競争で不利であったことや、市場初期のST販売体制・認知度の制約から、理解しやすいレジデンス等のアセットが先行したためである。もっとも、近年は組成ノウハウの向上や市場変化を背景に、J-REIT等と同等の質を備えた優良なオフィスをST化する動きが徐々に広がりつつある。

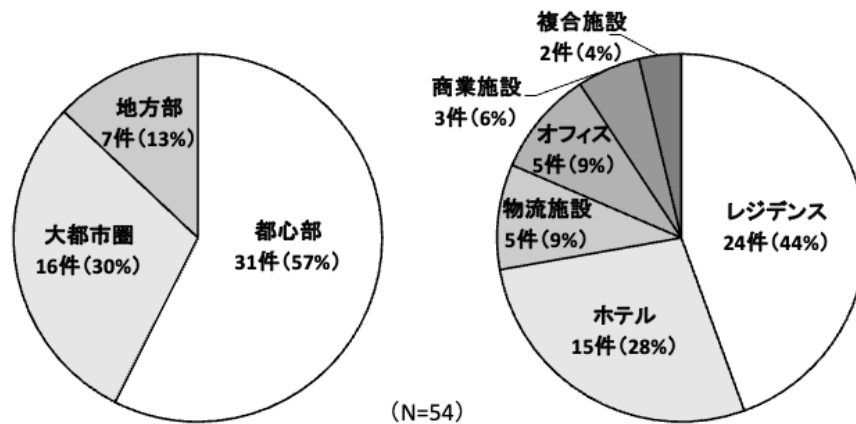


図3 裏付け資産(所在別・用途別)の偏在の状況
(出所：株式会社 Progmatt (2025)「概要説明資料(ST 中心編)」を基に筆者作成)

②プラットフォームの寡占化

二つ目はプラットフォームの寡占化である。不動産 ST の発行基盤は Progmatt、ibet for Fin、Securitize など¹⁶、少数のコンソーシアム型に集約されつつある（図 4）。この集中は、システムの安全性や運用の標準化に寄与する反面、大規模案件を前提とした高度な仕様ゆえに固定費負担が重くなる。そのため、資金力等に乏しい中小事業者による小規模案件においては費用対効果が合いにくく、参入障壁として作用する。

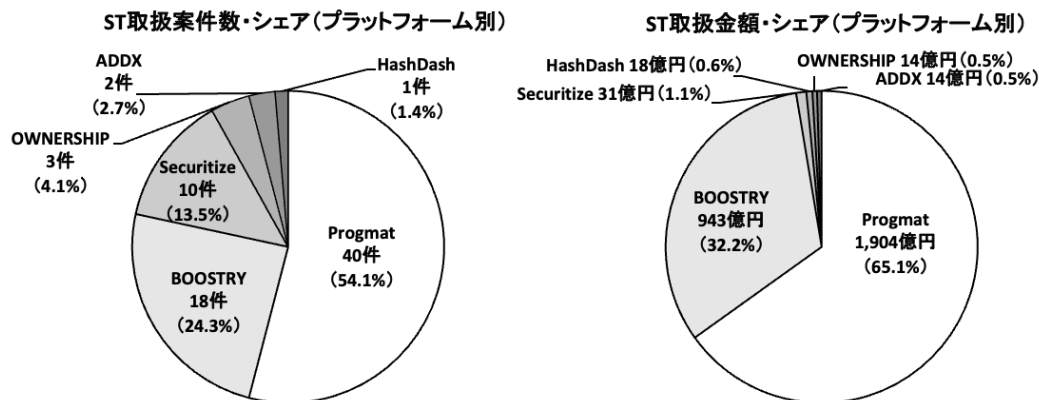


図 4 プラットフォーム別の ST 取扱案件数・発行累計額
(出所：株式会社 Progmatt (2025)「概要説明資料(ST 中心編)」を基に筆者作成)

(3) 二次流通市場「START」の現状

大阪デジタルエクステンション株式会社（以下「ODX」とする。）¹⁷が 2023 年 12 月に開設した日本初の私設取引システム（PTS：Proprietary Trading System）「START」¹⁸により、従来は取扱証券会社の顧客内に限定され換金が困難であった不動産 ST に、定期的な売買の場（板寄せ方式¹⁹等）を通じた換金可能性が制度的に確保された。ただし、これは J-REIT 等のような常時自由な売買（完全な流動性）を保証するものではない。取扱銘柄数は 2025 年 12 月時点で 7 銘柄²⁰まで拡大したが、いずれも都市部の優良な大規模不動産を裏付けとしている。主要な証券会社や技術・支援事業者が参画しているものの²¹、現時

¹⁶ 「Progmatt」は株式会社 Progmatt が、「ibet for Fin」は株式会社 BOOSTRY が、「Securitize」は Securitize Japan 株式会社が提供している。

¹⁷ ODX HP, <https://www.odx.co.jp/ja/>, (2025 年 12 月 29 日閲覧)

¹⁸ ODX HP, 「セキュリティトークン取引に係る PTS「START」の売買取引開始のお知らせ」, <https://www.odx.co.jp/st/ja/news/article/5s13s3n0vcms/>, ODX ST HP, <https://www.odx.co.jp/st/ja/> (2025 年 12 月 29 日閲覧)

¹⁹ 一定時間に集まった売買注文を集計し、需要と供給が均衡する単一の価格で約定させる取引方式で、株式市場や PTS 等における価格形成に用いられる。

²⁰ ODX HP, 「お陰様で『START』は開業 2 周年を迎えました」, <https://www.odx.co.jp/st/ja/news/article/gk04thmuc/> (2025 年 12 月 29 日閲覧)

²¹ ODX ST HP「取引参加者一覧」, https://www.odx.co.jp/st/ja/market_member/company_participating/ (2025 年 12 月 29 日閲覧)

点では参加証券会社の口座保有者に取引が限定されるため、流動性は限定的である。現状は機関投資家や富裕層主導のプレミアム市場の性格が強く、今後は対象アセットの多様化や参加証券会社の増加による投資家層の拡大など、段階的な進展が期待される。

3 スモールコンセッションにおける適度な流動性の設計と段階的戦略

STARTのような二次流通市場への参加は、厳格な上場審査や継続的な情報開示に係るコストを伴うため²²、事業規模が数千万円から数億円程度にとどまるスモールコンセッションには現実的ではない。そもそも、地域住民等を主体とする共感・共創投資において高頻度の売買は不要であり、ライフイベント等の際の譲渡可能性（見通しと安心感）が実質的に確保されていれば足りる。したがって、初期段階では市場への参加を急がず、投資家間の情報共有を通じた相対譲渡の環境整備を当面の目標とすることが合理的である。その際、ブロックチェーン技術を名義書換等の事務コスト抑制や一元管理のためのインフラとして活用し、将来の規模拡大に応じて段階的に市場接続を検討することが有効である。なお、詳細については第7章で述べる。

第3章 ST発行に係る金融規制と制度上の障壁

1 「電子記録移転権利」化による法的区分の変更と規制の強化

不特事業は現物不動産を投資対象とすることから、長らく金商法の適用は限定的であった。しかし2019年以降の制度改正により、権利がトークン化され流通を前提とする場合は募集や流通局面で金商法が優先適用されることとなった。2020年施行の金商法改正では、電子的に移転可能な有価証券等の総称として「電子記録移転有価証券表示権利等」が創設された。従来不動産ファンド持分等（匿名組合出資持分等）は、流動性の低さから規制が緩やかな「第2項有価証券」（みなし有価証券）に分類されていた。しかし、トークン化による潜在的な流動性の高まりを背景に、不特定多数に流通し得る当該持分のST（電子記録移転権利）は、原則として株式等と同等の「第1項有価証券」として厳格な投資家保護規制が課されることとなった。ただし、技術的な譲渡制限を付し、取得者を適格機関投資家等（プロ投資家）に限定したSTは、例外的に「第2項有価証券」（適用除外電子記録移転権利）となるが、一般投資家を対象とする本研究の共感・共創投資ではこの要件を満たせず、原則通り第1項有価証券としての設計が必要となる。第1項有価証券に区

²² ODX ST HP「マーケットガイド」, ODX「セキュリティトークン取扱規程」, https://www.odx.co.jp/st/ja/library/regulations/market_guide/
<https://files.odx.co.jp/assets/55a717e738c8466cb661df5b1f0ce976/080bb3dd024247419b31562dad873d03/%E3%82%BB%E3%82%AD%E3%83%A5%E3%83%AA%E3%83%86%E3%82%A3%E3%83%88%E3%83%BC%E3%82%AF%E3%83%B3%E5%8F%96%E6%89%B1%E8%A6%8F%E7%A8%8B.pdf>（2025年12月29日閲覧）

分されると、発行体に開示規制及び監査証明、資金の分別管理やカストディ²³といった高度な制度対応が求められる（表 2）。これは地域の中小事業者にとって従来の CF と比べ制度面・実務面で極めて大きな負担増、制度上の障壁となる。

表 2 第 1 項有価証券と第 2 項有価証券の比較（筆者作成）

項目	第 1 項有価証券	第 2 項有価証券
根拠条文	金融商品取引法 第 2 条第 1 項	金融商品取引法 第 2 条第 2 項
制度趣旨	一般投資家向けに広く流通することを予定した有価証券	流通性を限定した私的性格の強い有価証券
典型例	株式、社債、投資信託受益権、ST（電子記録移転権利）	匿名組合持分、合同会社出資持分等
ST との関係	ST（電子記録移転権利）は原則として第 1 項有価証券に該当（適用除外電子記録移転権利を除く）	譲渡制限付きで、かつプロ投資家への募集の取扱い等 ²⁴ に限定された ST である「適用除外電子記録移転権利」は第 2 項有価証券に該当
募集・私募	公募・私募ともに可能	同左
開示規制	有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期・四半期報告書、臨時報告書等が必要	不要
監査証明	公認会計士等による監査証明が必要	不要
継続開示・報告	継続開示義務あり	不要
投資家資産の分別管理（金銭）	投資家又は発行者から一時的に預かった金銭について、信託による分別管理が必要	信託による分別管理は不要（自己資金との分別管理で足りる）
ST の管理（カストディ）	ST の秘密鍵等については、厳格なカストディ（コールドウォレット ²⁵ 等）による管理が必要	同左（ST である以上、第 2 項有価証券であっても同様）

2 「電子記録移転権利」化による各種障壁

（1）トランザクションコストの増加に係る障壁

ST の組成・運用には、プラットフォーム初期構築費や分散型台帳の月次システム利用料、スマートコントラクトのソースコード監査費用、分配金自動処理のプログラム維持費等のデジタルインフラ特有のコストが重畳的に発生する。これに加え、有価証券届出書等の作成費や公認会計士の監査証明報酬、信託報酬などの専門家費用が、案件規模に関わらず固定的に発生する。したがって、総事業費が数千万円から数億円程度のスモールコンセッションでは、これらトランザクションコストの割合が過大となり、プロジェクトの経済合理性を著しく損なわせる深刻な障壁となる。

（2）厳格な開示規制及び監査証明に係る障壁

（1）で指摘したコストのうち、ST が第 1 項有価証券に該当することに伴う開示規制及び監査証明に係る義務への対応コストが大きな障壁となる。

²³ ST においては、取引や権利移転の安全性を担保するため、秘密鍵等を信託銀行等が厳重に保管・管理することを指す。

²⁴ 本論文における「募集の取扱い等」とは、金商法における有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを指す。

²⁵ 金商法上の「電子記録移転権利」等を表章する秘密鍵を、インターネット等の外部ネットワークから物理的に完全に隔離されたオフライン環境で保管・管理するシステム。

①開示規制への対応に係る負担

50人以上の公募かつ発行総額1億円以上のSTには、金商法に基づき、募集時の有価証券届出書の提出と目論見書の交付、さらに期中の有価証券報告書や半期報告書等の継続開示の義務が課される。開示内容は、企業の財務状況やガバナンス体制、事業リスクのほか、ブロックチェーン等の技術やプラットフォームの名称・選定理由等のST特有事項に及び、金融庁の電子開示システム（EDINET）を通じた適時提出が求められる。これに伴う弁護士・公認会計士・証券会社等への専門家報酬は恒常的に発生する。簡易な書面交付や電子交付で完結していた従来の不特法CF等に比べ、ST移行による開示等の実務の負担とコストは飛躍的に増大する。

②監査証明への対応に係る負担

第1項有価証券のSTには、金商法上、有価証券届出書等に添付する財務諸表について公認会計士等による厳格な監査証明が義務付けられる。これには期末監査、半期報告書等への継続的な監査（中間監査や期中レビュー）、さらには財務報告に係る内部統制報告書の作成とこれに対する監査証明までもが法定要件として上積みされる。このため、年間数百万円から数千万円規模の監査報酬が恒常的に発生する。事業報告書の会計部分の確認にとどまり実務負担が軽い通常の不特事業の監査に比べ、金商法上の厳格なフルセットの法定監査が強制されるSTへの移行は維持コストを大きく押し上げる。

（3）第1種金融商品取引業のライセンス取得に係る障壁

STが第1項有価証券とされたことで取扱業者のライセンス要件が厳格化し、その募集の取扱い等には証券会社並みの「第1種金融商品取引業」の登録が必要となる。ただし、発行者が自ら募集する「自己募集」に限れば「第2種金融商品取引業」の登録で足りるため²⁶、この点は実務上の重要な分岐点となる。第1種金融商品取引業の登録には、最低資本金5,000万円以上²⁷や自己資本規制比率の維持²⁸、適合性原則²⁹や広告規制³⁰への対応、内部管理統括責任者や売買管理責任者の設置、法令遵守・リスク管理・内部監査体制の整備³¹など、証券会社相当の高度な組織体制が求められる（表3）。これらは継続的な固定費を伴うため、地域の中小事業者が単独で取得・維持することは困難で、ST発行の大きな障壁となる。さらに認可金融商品取引業協会である日本証券業協会や一般社団法人日本

²⁶ 不特第1号事業・小規模不特第1号事業によるSTの自己募集も同様である。

²⁷ 事業開始後も財産的基礎の維持が継続的に監督される。

²⁸ 固定化されていない自己資本をリスク相当額で除した「自己資本規制比率」を原則120%以上に維持しなければならない。

²⁹ 投資家の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして、不適当と認められる勧誘を行ってはならないという原則である。

³⁰ 金融商品に関する広告・募集の取扱い等の表示について、誤認を招く表現の禁止やリスク情報の明示など、内容・方法の両面で厳格な規制が及ぶ。

³¹ 法令等遵守を確保するため、記載のほか、社内規則の整備、従業員に対する研修・モニタリング等を含む体制構築が求められる。

STO 協会が定める自主規制規則や各種ガイドライン³²に準拠し、ブロックチェーン基盤の安全性検証、スマートコントラクトの脆弱性診断、システムリスク管理態勢の構築等が求められる。これらに対応するには、高度な IT 専門人材の確保や外部委託が不可欠となり、初期導入費や継続的な保守運用費等、コスト増を招く要因となっている。

表 3 第 1 種金融商品取引業と第 2 種金融商品取引業の比較（筆者作成）

項目	第 1 種金融商品取引業	第 2 種金融商品取引業
根拠法	金融商品取引法 第28条第1項	金融商品取引法 第28条第2項
制度上の役割	第 1 項有価証券の募集の取扱い等を担う主体	第 2 項有価証券の募集の取扱い等を担う主体
想定事業者	証券会社（銀行の証券子会社を含む）	投資型 CF 事業者、不特事業を営む者（以下「不特事業者」とする）
想定される有価証券	株式、社債、投資信託、電子記録移転権利（ST）等	匿名組合持分、合同会社出資持分等
ST との関係（原則）	第 1 項有価証券である ST の募集の取扱い等を行う主体	—
ST との関係（例外）	—	第 1 項有価証券である ST であっても、発行者による自己募集に限り、第 2 種登録で足りる
募集の取扱い等の範囲	他者発行の第 1 項有価証券の募集の取扱い等（一次市場）及び売買の媒介等（二次市場）	他者発行の第 2 項有価証券の募集の取扱い等及び自ら発行する ST の自己募集
最低資本金	5,000 万円以上	1,000 万円以上
自己資本規制比率	あり（120%以上の維持義務）	なし
組織体制	内部管理統括責任者、売買管理責任者、法令遵守責任者、リスク管理責任者、自己資本規制管理責任者、内部監査責任者の設置が必要	売買管理責任者、自己資本規制管理責任者、内部監査責任者の設置は不要（募集等の管理に必要な体制に限定）
業務範囲の制約	引受業務、PTS 関連業務、第 1 項有価証券の募集の取扱い等、売買業務等、広範な業務が可能	第 2 項有価証券の募集の取扱い等及び自ら発行する ST の自己募集（引受業務、PTS 関連業務、売買業務は不可）
欠格条項の範囲	役員・業務執行者に加え、主要株主（実質的支配者）まで審査対象	役員・業務執行者に限定（主要株主までの審査は不要）
恒常的な事業コスト構造	自己資本規制対応、内部監査部門・管理部門の維持等に係る固定費が恒常的に発生	自己資本規制対応、内部監査部門が不要なため、固定費を大幅に抑制可能（最低限の管理部門は必要）

（４）資産の分別管理とカストディ対応に係る障壁

投資家保護のため、第 1 種金融商品取引業者等には金商法上の顧客資産の分別管理義務が課される。実務上は信託等による厳格な管理を要し、固定的な維持コストが継続して発

³² 金商法の規定により内閣総理大臣の認可を受けた認可金融商品取引業協会である日本証券業協会の自主規制規則とは、協会員の業務適正化・投資者保護のため、法令に加えて自主的に定められる営業ルールで、顧客管理・募集の取扱い等の行為基準を含む規則体系のことである（<https://www.jsda.or.jp/shijyo/seido/jishukisei/>）。また、一般社団法人である日本 STO 協会の自主規制規則とは、セキュリティトークン分野の健全な発展を目指した、電子記録移転権利の私設取引や分別管理等の会員向けの実務指針・ガイドライン等の規則体系のことである（<https://jstoa.or.jp/about/articles/>）。

生する。加えて、ST の権利移転を支える「秘密鍵等」³³の管理（カストディ）³⁴にも高度な安全管理が求められる。投資家自身による管理（セルフ・カストディ）は紛失や不正利用のリスクが高いため、専門のカストディ事業者等への委託が一般的である。もっとも、秘密鍵等を業として管理する行為が、信託業法上の「信託の引受け」等に該当するかは慎重な法的整理を要し³⁵、態様によっては信託業の免許等が必要となる。法的リスクを回避するため、地域の事業者は信託業法に基づく信託業の免許を有する信託銀行又は信託会社（以下「信託銀行等」とする。）に委託せざるを得ず、その高額な委託コスト（カストディ費用）が事業収益を圧迫する要因となる。

以上の通り、ST が第 1 項有価証券となる場合、開示規制、監査証明、資産の分別管理及びカストディへの対応が重い固定的負担となる。一方で、これらの規制は一律に課されるものではなく、募集形態や発行規模、各種の免除規定や特例の適用、業務委託といったスキーム設計により調整し得る。したがって、小規模案件における ST 活用では、規制対応を前提とした上で、コストに見合う形に事業規模を整え、事業を成立させる構造をいかに設計できるかが重要となる。

第 4 章 共感・共創を核とする「地域共創 ST」の概念の提示

1 地域共創 ST の提案と基本類型

（1）地域共創 ST の概要

既存の不動産 ST 市場は都心の高収益資産を中心とした高コストな資金調達（第 1 象限）に偏り、第 3 章の各種障壁もあるためスモールコンセプションへの ST の直接適用は困難である。そこで、投資型 CF が有する共感・共創の資金調達機能（第 3 象限）に ST 技術を掛け合わせ、課題であった流動性・換金性の欠如を克服してエクイティ・ボイド（自己資本の空白）を埋める手法として「地域共創 ST」を提案する。地域共創 ST とは、スモールコンセプションなど持続可能な地域社会の構築に資する事業を対象に、地域住民や関係人口が共感・共創に基づいて事業に直接投資（ダイレクトコネクティング）する枠組み

³³ 誰が ST の権利を保有し、移転又は行使できるのかを実務上決定づける相互不可分な管理要素一体を指す。具体的には、ブロックチェーン上で権利の移転等に必要となる秘密鍵に加え、これと対応関係にある公開鍵やウォレットアドレス、これらにアクセスするための権限設定や認証手段、紛失・事故等に備えたバックアップや復旧手段等を含む。

³⁴ 管理（カストディ）は、ST における顧客資産を実質的に支配する行為であるため、個人の注意や技術設定の問題では足りず、金商法上は組織人員体制・内部規程・権限分掌・監査を含む内部統制の一部と捉えられる。

³⁵ 金融庁は、事業者が秘密鍵をどのような態様で保有・管理しているかによって、「他人のために資産を管理する行為」に該当するか否かは一律には判断できず、個別具体的な実態に即した判断が必要であるとの考え方を示している。（金融庁（2020）「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（2020 年 4 月 3 日報道発表資料）

<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200403/01.pdf> （2025 年 12 月 28 日閲覧）

の下、ブロックチェーン技術を用いて権利移転を容易にし、金銭的及び非金銭的リターン（デュアルリターン）を提供しつつ、実務上機能する適度な流動性・換金性を備えた小口のデジタル証券である。これは投資家にとっては地域貢献と資産形成の両立を実現するモデルであるとともに、事業者にとっては資金調達とファンづくりを統合したモデルとして位置付けられる。以下ではスモールコンセッションの事業形態及び資金使途に応じて、金商法 CF・不特法 CF・併用型 CF³⁶をベースとした三つの類型に分けて具体的に検討する。

①金商法 ST（金商法 CF の ST 化、テナント型）

金商法 ST は、金商法 CF の法的構成や事業構造、リスク分担を維持し、投資持分の管理・移転手段を ST に置き換えたモデルである。金商法 CF は、行政の施設を賃貸借やコンセッション等により使用する民間事業者が、宿泊・飲食・物販等の事業収益を分配原資とするため、投資対象が不動産取引ではなく、事業活動そのものである点に特徴がある。金商法 ST はこの枠組みを継承し、運営主体が必要とする内装・設備費や運転資金等の調達を ST を活用して行うものである。

②不特法 ST（不特法 CF の ST 化、サブリース型）

不特法 ST は、不特法 CF の法的構成や事業構造、リスク分担を維持し、投資持分の管理・移転手段を ST に置き換えたモデルである。不特法 CF は、行政の施設を民間事業者が借り受け、改修後にテナント事業者へ転貸（サブリース）して得る賃料収入を分配原資とするため、投資対象が不動産取引そのものである点に特徴がある。不特法 ST はこの枠組みを継承し、民間事業者が必要とする賃借料、改修・修繕費等の調達を ST を活用して行うものである。なお、コンセッション方式等の場合は、転貸の法的根拠として公共施設等運営権とは別に行政と賃貸借契約を締結し、賃借権を設定する必要がある³⁷。

③併用型 ST（併用型 CF の ST 化、ハイブリッド型）

併用型 ST は、併用型 CF の法的構成や事業構造、リスク分担を変更せずに、双方の投資持分の管理・移転手段を CF から ST に置き換えるものである。併用型 CF は、施設全体の賃借料や改修費等をサブリースする民間事業者が不特法 CF で調達し、転貸先の内装・設備・運転資金等をテナント事業者が金商法 CF で調達する（分配原資は②・③と同じ）というように、事業内容と事業主体に応じて調達手法を使い分ける点に特徴がある。併用型 ST はこの枠組みを継承し、改修規模や事業内容に応じ、双方が必要とする各種費用の調達を各 ST を活用して行うものである。

（２）優先劣後構造の必要性

地域住民等からの資金調達には、リスク許容度が低い一般投資家の元本毀損への不安を緩和する仕組みが重要となる。そこで出資（エクイティ）を階層化する優先劣後構造を導

³⁶ 栗津（2026）第４章２（２）～（４）参照。

³⁷ 内閣府（2023）「公共施設等運営権及び公共施設等運営事業に関するガイドライン（令和５年６月２日改正）」参照。

入する。配当や元本償還において、地域住民等の「優先出資者」への支払いを最優先とし、事業者等の「劣後出資者」が損失を先行負担してリスクのクッションとなる。事業者の劣後出資は強力な信用補完及び経営の規律付けとしても機能し、情報の非対称性を緩和する。以下、金融機関からの借入（デット）に応じて、二つの類型を検討する。

①デット+エクイティ ST（レバレッジ型）

金融機関からの借入（デット）と投資家からの出資（エクイティ）を組み合わせ、エクイティ部分に優先劣後構造を組み込んだモデルである。低利のシニアローンによるレバレッジ効果で配当利回りを向上させる。プロジェクトファイナンスによる金融機関のモニタリング機能が働く一方、優先（地域住民等向け）と劣後（事業者等）の設計により投資家の元本保全性を高める。経済合理性（デット）、共感・共創（優先出資）及び経営規律（劣後出資）を統合した、安定稼働案件の基本モデルである。

②フルエクイティ ST（自己資本型）

金融機関から借入を行わず、全額を投資家からの出資（優先劣後構造）のみで調達するモデルである。担保設定ができない公的施設の特異性から、金融機関からの借入が期待できない場合における有力な選択肢となる。最大の特徴は元利返済義務がない「事業の強靱性」である。収益不振時でも無配や減配により資金流出を防ぎ、破綻を回避できる。利回りは低下するが、優先劣後構造で住民の安心感を担保し、地域の資産を守るという共感・共創を前面に出す社会的プロジェクトに適したモデルである。

2 スモールコンセッションの事業手法への適用とスキーム設計の前提

スモールコンセッションにおける民間事業者の参入形態には、「コンセッション方式（公共施設等運営権方式）」、「RO（Rehabilitate Operate）+コンセッション方式」、「賃貸借方式」及び「指定管理者制度」³⁸があるが、実務的負担や地域共創 ST の導入の容易さという観点から手法の絞り込みが必要となる。PFI 法に基づくコンセッション方式等は、多段階の手続きが煩雑で初期コストが重い。特に、不特法が対象とする不動産取引は売買・交換・賃貸借に限定され、公共施設等運営権の設定は想定していないため、不特法 ST の組成には同運営権とは別に賃貸借契約を並行させる必要が生じ、手続きや権利関係が過度に複雑化する。また、指定管理者制度は指定期間の短さや公権力の行使に伴う投資予見性の低さから長期の設備投資回収が難しい。これらを踏まえると、最適な選択肢となるのは民法及び借地借家法に準拠した賃貸借方式である。本方式は契約ベースで機動的に開始でき、参入障壁が最も低い。他方、賃借権（債権）の担保化が難しく、融資（デット）に厳しい制約を受ける点が最大の課題となる。そのため、プロジェクトの成立には元利返済義務のないエクイティ（地域共創 ST）の比率を高める構造が不可欠となる。以上より、次章以降のモデルやスキーム図は賃貸借方式を前提に論述する。

³⁸ 栗津（2026）第2章1（2）～（5）参照。

第5章 地域共創 ST の社会実装に向けた制度的・実務的課題への対応

本章では、第3章で抽出した四つの障壁に対し、スモールコンセッションに地域共創 ST を導入・定着させる五つの対応策について、その相互の因果関係を踏まえて論じる。具体的には、まず初期費用の負担を軽減すべく、対応1で信託を利用しないスキーム等について論じる。次に、法規制に伴う実務コストの低減のため、対応2で開示規制及び監査証明の回避並びに証券機能の内製化等について論じる。しかし、これらの個別のコスト低減策を尽くしてもなお単一物件では吸収しきれないカストディ費用等の固定コストについて、対応3ではエリア単位でのバルク化により希釈・低減する戦略について論じる。さらに、これらの金融実務を地域の中小事業者が単独で行うことは困難であることから、対応4では水平分業型のアライアンスについて論じる。最後に、これらの金融実務を着実に事業化へ導く体制として、対応5で事業推進主体（エンティティ）と専門人材（プロデューサー）のあり方について論じる。

1 対応1：トランザクションコストの低減

本対応策は、システム利用料や専門家報酬の重畳によるトランザクションコストの障壁を実務面から徹底的に削ぎ落とし、小規模なスモールコンセッションでも吸収可能な水準にコストを抑えるものである。

（1）信託を用いないスキームの選択によるコスト削減

一般的な不動産 ST で用いられる特定受益証券発行信託スキーム（不動産所有権や賃借権等の信託受益権化）は、数億円規模の小規模事業にとって受託者報酬等の信託コストが過大な負担となる。そこで地域共創 ST では、特定受益証券発行信託を活用せず、ST を発行する事業者が施設を直接借りて運営管理することで信託費用を発生させない構造とする。信託非利用に伴い倒産隔離が機能しない点に対しては、不特法上の厳格な分別管理と優先劣後構造により、事業者の信用・収益リスクを劣後出資者が先行負担する。これにより、優先出資者（地域住民等）の安全性を確保し、コスト削減と投資家保護を両立させる。なお、同じ不特法スキームであっても SPC（特別目的会社）を活用する不特特例事業及び小規模不特特例事業は、倒産隔離が図られるものの SPC 設立・維持コストを伴う。加えて、一般投資家を対象とする不特特例事業では改修工事費が対象不動産価格の1割以下に制限されるため、評価額の低い遊休公的施設の改修工事費を十分に調達できない実務上の欠点がある。したがって、本研究では SPC コストが生じず、改修工事費の上限規制もない不特第1号事業、又は事業規模が1億円以下となる場合には同様に SPC コストが生じない小規模不特第1号事業を基本モデルとして位置付ける。

（2）専門家コストの適正化と実務的対応

事業者による ST 発行に伴う専門家報酬を抑える実務的なアプローチには、「業務の効率化・集約化」と「法規制の合理的回避（対応2で詳述）」という二つの方向性がある。業務の効率化・集約化については、ST を発行する事業者が行い得ることとして、第一に不

特法 ST の場合は金商法に基づく公認会計士等の監査証明を受けた財務諸表や開示データを、不特法に基づく事業報告書等の提出書類へそのまま流用し、重複する作成・監査コストを抑える。第二に複数施設を一つの事業計画にまとめて手続きを進め、初回募集時の有価証券届出書の作成や公認会計士等による最初の期首監査を一括化することで一施設当たりの専門家コストを低減する。また、関係業界や関係省庁等において、募集時の目論見書や契約成立前交付書面、各種契約書の共通条項やリスク開示項目を標準化し、弁護士による確認作業の工数や報酬を最小化することも考えられる。しかし、金商法に基づくフルセットの開示規制及び監査証明が課される限り、年間数百万円から数千万円規模の報酬負担は避けられない。このため、小規模案件では規制の適用そのものを合理的に回避することが必要となる。

（３）共通プラットフォームの活用による IT コストの抑制

ST 発行・管理に必要なブロックチェーン等のインフラを事業者が個別に構築・維持することはコスト・技術の両面から非現実的である。対応策として、既存のコンソーシアム型プラットフォーム（例：Progmatt、ibet for Fin、Securitize 等）を SaaS 型で共同利用し、初期投資を大幅に抑制する。さらに、関係業界等においてブロックチェーン基盤と投資家管理用のマイページとを繋ぐデータ連携規格（API）の標準化や画面自体のテンプレートの共同利用を図ることで、個別の開発に伴う恒常的な IT コストを低減する。

２ 対応２：法規制に伴う制度的・実務的コストの回避

本対応策は、ST を発行する事業者が厳格な開示規制及び監査証明並びに第 1 種金融商品取引業の登録に伴う重いコスト負担を極力回避し、小規模なスモールコンセンションでも ST による資金調達を実現するためのものである。

（１）少額免除及び小規模不特事業による開示・監査規制コストの回避

第 1 項有価証券となる ST であっても、発行総額 1 億円未満³⁹の募集であれば有価証券届出書や有価証券報告書等の提出が免除され、公認会計士等の監査証明も不要となる（以下「少額免除」とする。）⁴⁰。また、不特事業においても、投資家の出資総額 1 億円以下の小規模不動産特定共同事業（以下「小規模不特事業」⁴¹とする。）であれば不特法上の

³⁹ 本研究は原則令和 7 年 12 月末時点の法令に基づき論考を展開している。なお、この金商法上の有価証券届出書の提出免除基準（少額免除基準）については、スタートアップ企業等への成長資金の供給拡大を目的として、令和 8 年 7 月成立の改正金融商品取引法により、令和 9 年 4 月 1 日より現行の 1 億円未満から 5 億円未満へと引き上げられる予定である（以下同じ）。

⁴⁰ 譲渡制限を付し、適格機関投資家等（プロ投資家）に限定した ST については第 2 項有価証券（適用除外電子記録移転権利）となり、開示規制及び監査証明が不要となる。しかし、当該手法はプロ投資家に限定する点で、地域住民等を中心とする共感・共創投資の理念とは整合しないため、本研究の分析対象としていない。

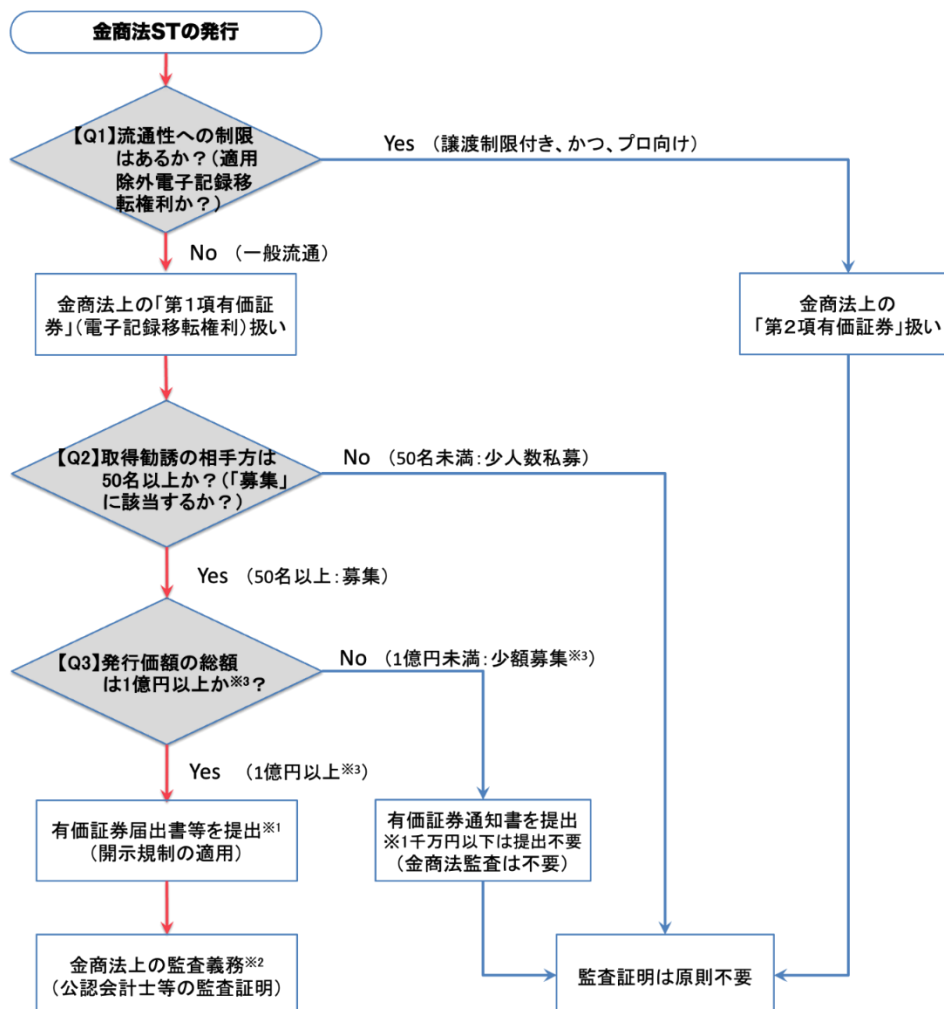
⁴¹ 投資家 1 人当たりの出資額を原則 100 万円以下、出資総額を 1 億円以下に制限した小規模な不特事業。事業規模を限定することで資本金が 1000 万円以上に緩和され、登録で

監査義務が適用されない。したがって、地域住民等を対象とする地域共創 ST では、金商法上の少額免除と不特法上の小規模不特事業を組み合わせたスキーム（以下「少額免除・小規模不特事業」とする。）の下で、開示・監査コストを合理的に回避できる。他方、50 人以上の公募かつ発行総額が 1 億円以上の規模となる場合は、金商法上の少額免除の対象外となり、開示・監査が必須となるため、後述する対応 3（バルク化）によるコスト希釈・低減を想定する必要がある。

以下、募集方法や発行規模に応じた開示規制及び監査証明の義務に係る分岐点を明確にするため、金商法 ST 及び不特法 ST を発行する事業者のための判断フローを提示する。

①金商法 ST における判断フロー

金商法 ST の判断フロー（図 5）では、流通性制限の有無、取得勧誘の相手方の人数及び発行総額という三つの判断基準から、開示規制及び監査証明の可否を特定する。流通制限のない金商法 ST は原則第 1 項有価証券に該当するため、取得勧誘の相手方が 50 名以上の公募かつ発行総額 1 億円以上の場合



※1 募集時には有価証券届出書等の発行開示書類の提出が、その後の継続的な情報開示としては有価証券報告書や半期報告書等の定期開示のほか、重要事実発生時における臨時報告書の提出が求められる。

※2 重要事実発生時における臨時報告書には監査証明は不要。

※3 本図は令和7年12月末時点の法令に基づき作成している。なお、【Q3】における有価証券届出書の提出免除基準（少額免除基準）については、令和8年7月成立の改正金融商品取引法により、令和9年4月1日より「5億円未満」に引き上げられる予定である。

図 5 金商法 ST における開示規制及び監査証明の
要否判断フロー（筆者作成）

開始できる。なお、小規模不動産特定共同事業には、小規模不特第 1 号事業及び小規模不特特例事業がある。栗津（2026）第 3 章 1（6）参照。

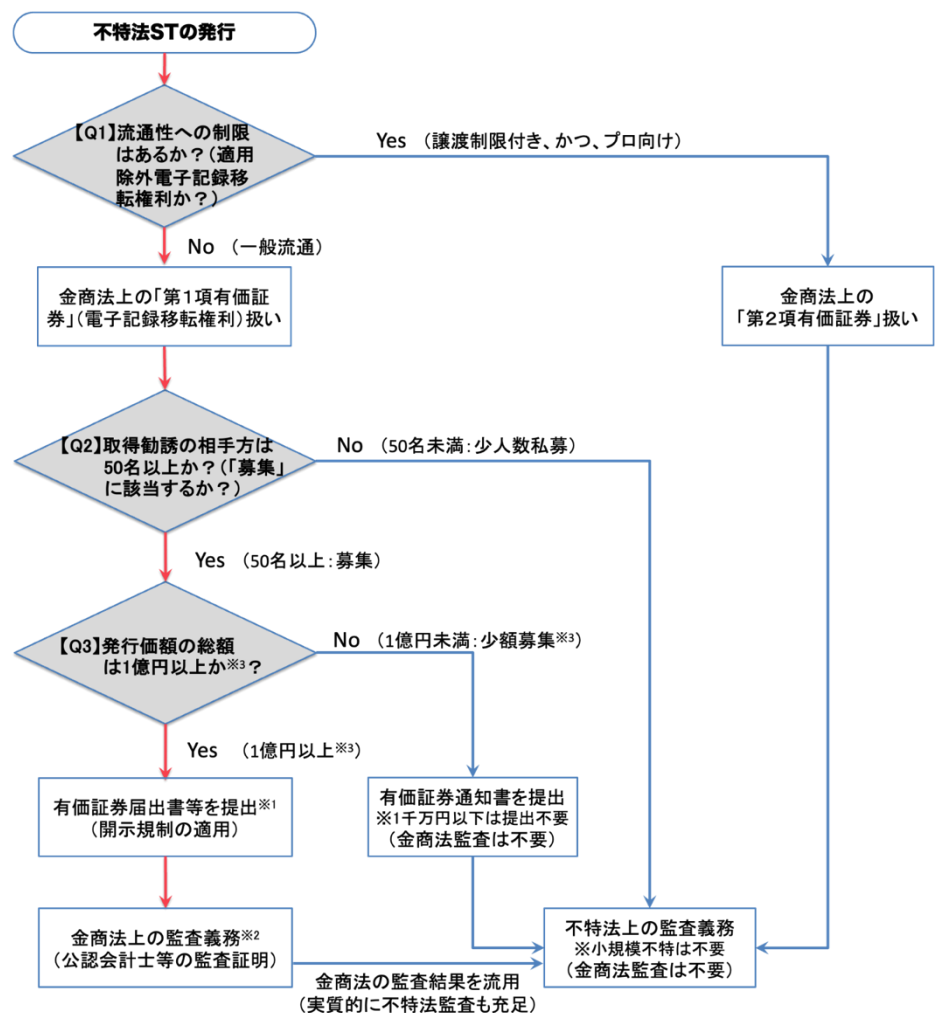
は開示規制及び監査証明が義務付けられる。他方、50名未満の私募や1億円未満の募集であれば少額免除が適用される⁴²。地域住民等を対象とした小規模なST発行では、この少額免除の要件に適合するよう、取得勧誘の相手方の人数や発行総額等を調整することが重要となる。

②不特法 ST における判断フロー

不特法 ST の判断フロー

(図 6) では、金商法と不特法が二重適用される体系における開示規制及び監査証明の要否を特定する。流通制限のない不特法 ST も原則第1項有価証券に該当し、取得勧誘の相手方の人数50名以上かつ発行総額1億円以上の公募で金商法の開示規制及び監査証明が義務付けられる⁴³。他方、50名未満の私募や1億円未満の募集であれば少額免除が適用される。この場合、不特法上の監査義務は残るが、発行総額を1億円以下に抑えて小規模不特事業として実施すれば、当該監査義務も課されなくなる。したがって、実務上は少額免除・小規模不特事業として仕組めるか大きな分岐点となる。

最後に、金商法 ST 及び不特法 ST に関する少額免除及び小規模不特事業について表4にまとめる。



※1 募集時には有価証券届出書等の発行開示書類の提出が、その後の継続的な情報開示としては有価証券報告書や半期報告書等の定期開示のほか、重要事実発生時における臨時報告書の提出が求められる。

※2 重要事実発生時における臨時報告書には監査証明は不要。

※3 本図は令和7年12月末時点の法令に基づき作成している。なお、【Q3】における有価証券届出書の提出免除基準(少額免除基準)については、令和8年7月成立の改正金融商品取引法により、令和9年4月1日より「5億円未満」に引き上げられる予定である。

図 6 不特法 ST における開示規制及び監査証明の要否判断フロー (筆者作成)

⁴² 発行総額が1千万円を超える場合には「有価証券通知書」の提出義務があるが、有価証券届出書等と比較して記載項目が少なく相対的に負担が小さい。不特法 ST も同様。

⁴³ ただし、金商法の厳格な監査証明を受けていれば不特法上の監査に流用可能。

表 4 金商法 ST 及び不特法 ST に関する少額免除及び小規模不特事業（筆者作成）

項目	金商法 ST	不特法 ST
根拠法令	金商法	金商法、不特法
有価証券区分	第 1 項有価証券	同左
特例的措置の対象	金商法に基づく「少額免除」	金商法・不特法に基づく「少額免除・小規模不特事業」
特例の募集金額等の基準	①同一事業に係る1年以内の募集金額の総額が金商法上の少額免除の範囲内（発行価額総額が1億円未満の募集） 又は ②取得勧誘の相手方の人数が50人未満の少人数私募	左に加え、 ①投資家一人あたりの出資額が原則100万円を超えないこと かつ ②投資家からの出資総額が原則1億円を超えないこと
有価証券届出書	不要	同左
継続開示（有価証券報告書等）	不要	同左（ただし、不特法に基づく財産管理報告書の交付、事業報告書の提出は必要）
公認会計士等監査	不要	同左
開示の中心	募集時の契約書・説明書（契約締結を前提とした私法上の文書）	契約成立前・成立時書面の交付（不特法様式）

（２）第 1 種金融商品取引業規制を踏まえた証券機能に係るコストの回避

他者が発行する ST の募集の取扱い等には第 1 種金融商品取引業の登録が必要だが、地域の事業者が地域共創 ST を発行・流通させる実務アプローチには、「自己募集の活用」と「証券機能の内製化」の二つの方向性がある。

①自己募集（第 2 種金融商品取引業）の活用によるコスト回避

金商法 ST や不特法 ST⁴⁴のようにファンド持分（集団投資スキーム持分）をトークン化した ST（電子記録移転権利）の発行者自身が投資家へ募集を行う「自己募集」であれば、登録要件の緩やかな第 2 種金融商品取引業で足りる。これにより、地域の事業者は証券会社等への委託手数料を抑制しつつ地元の顧客基盤へ直接募集を行え、地域住民等との直接的な関係構築を通じて共感・共創投資としての性格を強化できる。

②証券機能の内製化によるコスト回避

第 1 種金融商品取引業のライセンスの壁を証券機能の内製化により乗り越え、外部委託コストを抑制している事例としては、グループ内にスタート証券株式会社を擁するスタートグループや、地域証券会社を買収し子会社化したクリアル株式会社⁴⁵が挙げられる。もっとも、こうした専門子会社の設立や他社の買収による一気通貫体制が構築できるのは資金力のある事業者に限られ、地域の中小事業者が単独で証券機能を内製化することは容易ではない。したがって、地域の事業者が主体となるスキームでは内製化にこだわらず、手

⁴⁴ 不特法 ST の募集の取扱い等（特定勧誘業務）を行う場合、事業区分に応じた金商法上の登録（第 1 種・第 2 種金融商品取引業等）が前提となる。

⁴⁵ 臼木証券株式会社 HP, 「クリアル株式会社による当社株式の取得及び第三者割当増資等の受け入れと今後の事業展開について」, <https://www.usuki.co.jp/corporate/news/2025/20250130.html> （2026 年 1 月 2 日閲覧）

続負担を抑えた自己募集の活用のほか、外部の取扱業者への委託など事業特性に応じた連携体制の構築が重要となる。

3 対応3：バルク化戦略の効果と留意点

本対応策は、自治体とSTを発行する事業者が連携し、単一の施設のみでは吸収困難な固定コストを、エリア単位での「バルク化」（パッケージ化）による事業規模の拡大を通じて希釈・低減し、地域共創ST導入の実現性を高めるものである。

（1）バルク化の目的と効果

資産の分別管理やカストディ等の固定コストについては、小規模な単一施設のみでは採算を圧迫する。この制約を解消するためには、近接する複数の遊休公的施設を官民連携の下でパッケージ化し、全体の事業規模を引き上げて一体運用する「バルク化」が有効である。この効果は主に三つある。第一に固定コストの複数施設按分による調達コストの希釈・低減、第二にバックヤード業務等の一括管理による運営の効率化、第三に特定の施設の業績悪化を他施設の収益で補う、複数施設間における収益変動リスクの平準化である。

（2）共感・共創の希薄化とコミングルリスク

バルク化は投資採算性を改善する有効な手法だが、単に地理的な近接性のみで無原則に多様な施設をバルク化すれば別の課題が生じ得る。第一に共感・共創の希薄化である。地域住民等の出資動機は特定の施設への愛着に根ざすため、繋がりが薄い複数施設をバルク化すると出資の地域貢献効果が見えにくくなり、当事者意識が低下しやすい。第二に損益を全て合算して分配することによるコミングルリスク（混合リスク）⁴⁶の発生である。これは収益変動リスクの平準化の裏返しであり、特定の施設の利益が他施設の赤字補填に充てられると受け取られれば、出資への納得感を得られなくなる。したがって、バルク化には採算プロセスの透明化や、各施設の役割と出資の意義を投資家が納得できる丁寧な仕組みづくりが不可欠である。

（3）エリア・ナラティブによる共感・共創の再構築

バルク化の仕組みづくりにおいては、単にコスト削減を求めるのではなく、各施設がエリア全体の魅力や価値の向上にどう寄与するのかを官民が連携して明示し、地域住民等の投資判断を支援することが重要となる。具体的にはエリアの歴史や課題、将来像を一つのストーリーとして共有する「エリア・ナラティブ」（エリア固有の物語）を提示する。個々の施設（点）をエリア全体（面）を構成する要素と位置付け、街並みの継承・再生などのナラティブを示すことで、社会的意義への共感と、共創によるエリア価値の再生がもたらす実利を同時に喚起する。これによりコミングルリスクについても、短期的・部分的な収益差としてではなく、エリア全体の魅力・価値向上に向けた合理的な役割分担として捉えられ、投資家の理解と納得を得やすくなる。

⁴⁶ 複数の施設からのキャッシュフローが同一のファンドで合算されることにより、個々の施設の収益性やリスクの所在が不透明になるリスクを指す。

（４）先行事例にみるバルク化：岡山県津山市「津山城・城下町泊プロジェクト」

STを導入した事例ではないが、バルク化とエリア・ナラティブの有効性を示す先行事例として、岡山県津山市の「津山城・城下町泊プロジェクト」がある。これは、市有の「鶴山館」、「迎賓館」、「余芳閣」及び「旧梶村家住宅」の四つの歴史的建造物をバルク化し、コンセッション方式で一体的に保存・活用するプロジェクトである。各施設に宿泊、フロント、ダイニング等の機能を分散し、「歴史情緒を有する城下町全体を体験する」物語を提示している。特徴は以下の三点に集約される。一点目は分散型ホテルとしてフロントやバックヤード業務を集約し、単体では採算性の合わない小規模な施設の固定費を徹底的に圧縮したこと、二点目は共感の対象を「城下町全体の再生」に設定し、複数施設のバルク化をエリア価値向上に必要な構成要素として打ち出したこと、三点目は事業規模拡大により高度なノウハウを持つ広域的な事業者の参入インセンティブを高めたことである⁴⁷。本事例は、バルク化による事業規模拡大とエリア・ナラティブの併用が有効であることを示唆している。

（５）対象不動産変更型契約の活用による動的なエリア単位での投資への展開

エリア・ナラティブによるバルク化をさらに深化させ、時間軸に沿って対象施設を柔軟に追加・統合していく制度的枠組みとして、不特法に基づく「対象不動産変更型契約⁴⁸」の活用が有効である。不動産を特定・固定する従来のファンドとは異なり、運用期間中の不動産追加・変更が可能となる。この活用により、単発のプロジェクトから、周辺の趣豊かな民間の空き家等を順次組み込む段階的・連鎖的なエリア単位の事業運営へと発展し得る。エリア・ナラティブを維持しつつ、行政や民間事業者は突発的な空き家の発生等の環境変化に機動的に対応でき、投資家はこうして拡張されたエリア全体のポートフォリオへ出資する。本スキームは、将来的に地域共創STが目指す共感・共創と持続性を両立させた自律的な資金循環を支える有力な選択肢となり得る。

（６）簡易採算モデルによる事業規模別の境界条件の検証

スモールコンセッションの資金調達に係る個別のコスト削減策（対応１・対応２）及びバルク化戦略（対応３）の必要性について、簡易なモデルを用いて境界条件を検証する。投資家が享受する実質的な分配利回り、すなわち金銭的リターンと非金銭的リターン（施設利用・宿泊優待、イベント参加等）を組み合わせたデュアルリターンを R_{total} とする。プロジェクト全体の資金調達額（事業規模）を V 、年間の施設単体のネット収益率（NOI利回り）を r 、STの組成・運営に伴って毎年発生する固定コストを C_{fixed} とする。この

⁴⁷ 2024年11月、歴史的建造物の利活用やホテル運営で全国に実績を持つバリューマネジメント株式会社を代表企業とするコンソーシアムが優先交渉権者に選定された。

⁴⁸ 対象不動産の追加取得により対象不動産の変更を行うことを予定する不動産特定共同事業契約をいう。事業者の情報開示体制や投資家への事前通知など、一定の投資家保護要件を満たすことを条件に、ファンド組成後の対象不動産の入れ替えを認める契約形態である。

際、投資家が享受する実質的な金銭的リターン R_{i_money} は、ネット収益率から固定コストの比率を引いた、式①のように表される。

$$R_{i_money} = r - C_{fixed} / V \quad \cdots \text{式①}$$

さらに、非金銭的リターンの利回り換算価値を U とすると、デュアルリターン R_{total} は金銭的リターン R_{i_money} と非金銭的リターン U の和として、式②のように表される。

$$R_{total} = R_{i_money} + U = r - C_{fixed} / V + U \quad \cdots \text{式②}$$

ここで、共感・共創に基づく地域住民等の一般投資家に訴求し、金融商品として自律的に成立するために必要な最低限の目標デュアルリターンを $R_{target} = 5.0\%^{49}$ とする。デュアルリターン $R_{total} \geq 5.0\%$ を達成するために許容限界年間固定コスト（上限） C_{max} は、式②より以下のように逆算され、 C_{fixed} はその値以下である必要がある。

$$C_{max} = V \times (r + U - 5.0\%) \geq C_{fixed}$$

また、 $r = 5.0\%^{50}$ 、 $U = 3.0\%^{51}$ とすると、 $R_{target} = 5.0\%$ を達成するために許容される限界の年間固定コストは事業規模を問わず、 $C_{max} = V \times 3.0\%$ となり、年間固定コスト C_{fixed} はこの金額以下に抑える必要がある。表 5 に示した通り、ケース A（小規模・単体）では、対応 1 を講じた上で、開示規制及び監査証明等に係るコストを含め、年間固定コスト C_{fixed} を許容限界年間固定コスト 600 万円以下に抑えることが必要である。また、ケース B（極小規模・単体）では対応 1 及び対応 2 を講じて C_{fixed} を 270 万円以下に、ケース C（小規模・複数（バルク化））では対応 1 及び対応 3 を講じて C_{fixed} を 3,000 万円以下に抑えることが必要である。したがって、対応 1 から対応 3 までの方策を講じなければ C_{fixed} は必然的に増加し、 C_{max} 以下に抑えることが困難になることから、これらの方策を講じることは目標デュアルリターンを達成するための必要条件となる。

表 5 事業規模別の境界条件（許容限界年間固定コスト）（筆者作成）

評価項目	ケース A (小規模・単体)	ケース B (極小規模・単体)	ケース C (小規模・複数(バルク化))
想定する事業規模 (V)	2億円	9,000万円	10億円 (2億円 (ケース A) × 5施設)
特徴及び法規制上の位置づけ	・1億円超のため少額免除 ・小規模不特事業にあたらない ・開示規制、監査証明、分別管理、カストディ等の義務が課される	・1億円未満の少額免除 ・小規模不特事業	・ケース A と同様 ・バルク化による事業規模の確保 ・エリア・ナラティブの提示による共感・共創の思いの維持

⁴⁹ 一般社団法人不動産証券化協会による上場 J-REIT 全体の平均予想分配金利回り（2025 年 1 月から直近 2026 年 6 月：4.46%～5.09%の範囲で推移）を参考に設定した。

⁵⁰ 国土交通省（2025）に掲載の元小学校の保養所を宿泊施設にリノベーションした「ちくらつなぐホテル事業」（千葉県南房総市、不特第 1 号事業者：クリアル株式会社、募集利回り 5.0%、施設優待リターン有）等の地方での不特法 CF の事例を参考に設定した。

⁵¹ ちくらつなぐホテルファンドにおける非金銭的リターン（10 万円以上の投資で 10%の宿泊割引）を参考に設定した。また、単一施設への共感・共創は、エリア・ナラティブにより、バルク化された複数施設に対しても同様に維持されるものとして設定した。

評価項目	ケース A (小規模・単体)	ケース B (極小規模・単体)	ケース C (小規模・複数(バルク化))
非金銭リターン (l)	3.0% (個別施設への直接的な共感)	3.0% (同左)	3.0% (エリア・ナラティブの提示により共感を維持)
許容限界年間固定コスト (C_{fixed})	600万円以下 (2億円×3%)	270万円以下 (9千万円×3%)	3,000万円以下 (10億円×3%)
目標達成に必要な実務上の境界条件	対応1 (信託非利用、共通PF利用等) を講じた上で、開示規制及び監査証明等の重厚な実務コストを含め、年間固定コスト C_{fixed} を600万円以下に抑えることが必要となる。	対応1 及び 対応2 (開示規制及び監査証明回避) を講じた上で、年間固定コスト C_{fixed} を270万円以下に抑えることが必要となる。	対応1 及び 対応3 (複数施設のバルク化) を講じた上で、開示規制及び監査証明等の重厚な実務コストを含め、全体の年間固定コスト C_{fixed} を3,000万円以下に抑えることが必要となる。

4 対応4：水平的分業体制「地域共創マルチレイヤー・アライアンス」の形成

本対応策は、STを発行する事業者が対応1から対応3までのコスト削減やバルク化を行った上で、依然として重い金融規制やシステム構築の負担を専門機関との水平分業で乗り越え、実務として成立させるためのものである。本研究ではSTの発行から管理までのプロセスを四つに分解し、各機能を専門機関に分散させる水平分業型の枠組み「地域共創マルチレイヤー・アライアンス」を提唱する。具体的には地域証券会社等がSTの募集の取扱い等を担う「販売レイヤー」、STプラットフォームがSaaS型のブロックチェーン基盤の提供を担う「記録レイヤー」、信託銀行等が資産保全や秘密鍵等の管理（カストディ）を担う「管理レイヤー」を形成する。これにより既存のCFプラットフォーム事業者や不特事業者（地域の不動産・建設関連事業者等）は、自らの強みである「組成（・契約）レイヤー」としての商品組成や不動産再生に専念できる。以下、実務の実態に応じて「金商法ST版」と「不特法ST版」に分けて精緻化する。

(1) 金商法ST版アライアンス（テナントモデル）

本モデルは、宿泊・飲食事業等の運営資金を調達するテナント事業者が発行体となる場合に適用される。既存のCFプラットフォーム運営事業者等の金融商品の組成を支援するパートナーは第2種金融商品取引業の登録にとどまり、第1項有価証券であるSTの募集の取扱い等や投資契約締結の主体にもならない。したがって、本モデルでは第1種金融商品取引業の登録を受けた販売レイヤーによるSTの募集の取扱い等を通じて、投資家との匿名組合契約等が締結される点に特徴がある。

①組成レイヤー：事業主体と組成パートナーの協働

地域共創STというナラティブ（物語）を有する金融商品を開発する領域である。STの発行体（テナント事業者）は事業運営のプロだが、ファン組成のノウハウに乏しい。また、②の販売レイヤー（地域証券会社等）も販売実務には長けているが、地域固有の事業を発掘し、共感・共創を生む商品として組成する知見が不足しがちである。この空白を埋めるのが、第2種金融商品取引業の登録を受け、実績豊富な既存のCFプラットフォーム運営事業者等の「組成パートナー」である。組成パートナーは自らSTの募集の取扱い等

を行えないが、発行体と協働して事業計画策定やスキーム構築、魅力的な Web コンテンツ制作を担い、商品組成に特化して事業主体を支援する。

②販売レイヤー：契約締結に向けた募集の取扱い等及び限定的な譲渡支援

地域共創 ST の募集の取扱い等は、第 1 種金融商品取引業の登録を受けた地域証券会社や、証券会社等から委託を受けた登録金融機関（地域銀行・信用金庫⁵²）が担う。ヒアリング調査では、大手証券会社やメガバンクは小規模案件への関与が採算上困難とのことであったため、地域における顧客基盤を有しエリア・ナラティブに理解がある地域証券会社及び地域銀行・信用金庫（以下「地域金融機関」とする。）の参画が不可欠となる。本レイヤーの特徴は、地域証券会社のみが自社のプラットフォーム上で契約締結の場を提供する点にある。一方で、厳格な適合性審査⁵³や犯罪収益移転防止法（以下「犯収法」とする。）等に基づくマネー・ローンダリング対策⁵⁴及び本人確認⁵⁵は、登録金融機関を含め双方が主体的に実施し、適切な投資家を選別する。地域銀行・信用金庫は契約締結の場を提供できないが、日常業務で培った高度な顧客管理体制（KYC 機能等）と強固な地域ネットワークを活かして、顧客を当該プラットフォームへ誘導する窓口や地域内外の資金を呼び込むハブとして機能する。さらに本レイヤーは、ST の新規発行時だけでなく、限定的な ST の譲渡支援も担う。本研究では START への即時参加ではなく、地域証券会社のシステム上で譲渡希望情報を共有・媒介するシンプルな仕組みの整備を目指す。この限定的な譲渡支援は、③の記録レイヤー及び④の管理レイヤーと連携し、市場に頼らずとも低コストで適度な流動性を実現する基盤となる。

③記録レイヤー：共通基盤の利用

ブロックチェーン基盤の構築・運用は、大手金融機関等が主導するコンソーシアムやフィンテック企業等が提供する共通基盤（プラットフォーム）を利用する⁵⁶。ST を発行する事業者が独自開発すると数千万円規模の初期投資やメンテナンスコストが発生し、重い負担となるが、既にセキュリティと信頼性が担保された SaaS 型の共通基盤を利用することでコストを大幅に抑えることができる。

⁵² 地方銀行、第二地方銀行及び信用金庫等の、特定の地域を主たる営業基盤とする預金取扱金融機関であって、証券会社等からの委託に基づき ST 等の募集の取扱い等を担う主体（金商法に基づく登録金融機関）を指す。

⁵³ 投資家の知識、経験、財産の状況及び投資目的に照らして不適当な勧誘を行ってはならないとする金商法上の適合性原則に基づき、投資家の適格性を確認する審査を指す。

⁵⁴ AML（Anti-Money Laundering）：犯罪収益の取得・移転・隠匿等を防止するための取引監視や不審取引届出等の措置であり、第 1 種・第 2 種金融商品取引業者、不動産特定共同事業者、銀行、信託会社等の特定事業者が犯収法に基づき実施するもの。

⁵⁵ KYC（Know Your Customer, 取引時確認）：取引時に顧客の本人特定事項や実質的支配者等を確認する手続であり、特定事業者が犯収法に基づき実施するもの。

⁵⁶ 共通基盤を提供する企業の例として、株式会社 Progmatt、BOOSTRY 株式会社、Securitize Japan 株式会社が挙げられる。

④管理レイヤー：専門機関による資産保全・カストディ

金銭の分別管理や秘密鍵等の管理（カストディ）は信託銀行等が担う。デジタル資産の管理には、サイバー攻撃対策や秘密鍵等の紛失時の復旧プロセスなど、高度な技術的・法的な安全性が求められる。これらを信託銀行等に委託することで、投資家保護の水準を高いレベルで担保し、投資家が安心して投資できる環境を提供する。

（２）不特法 ST 版アライアンス（サブリースモデル）

本モデルは、地域の不動産・建設関連事業者が不特第 1 号事業者・不特第 2 号事業者・不特第 4 号事業者又は小規模不特第 1 号事業者となり、廃校等の比較的規模の大きな遊休公的施設を改修し、サブリースする場合⁵⁷に適用される。本モデルでは、組成・契約レイヤーである不特事業者自らが、投資家との契約締結（不特第 2 号事業者・不特第 4 号事業者の場合は契約締結の代理）の権限を有している点に特徴がある。

①組成・契約レイヤー：不特事業者の主体性

地域共創 ST の組成と不特法に基づく不動産特定共同事業契約（以下「不特契約」とする。）の締結を担う領域である。特筆すべきは、不特契約の締結又は契約締結の代理が不特事業者の専権事項となっていることである。自らは契約当事者にならない金商法 ST 版アライアンスの組成パートナーとは異なり、不特事業者は金融商品の組成に加え、自らが契約当事者又は代理者として投資家と直接相対する法的な権限を有する。

②販売レイヤー：契約締結に向けた募集の取扱い等及び限定的な譲渡支援

金商法 ST 版アライアンスの販売レイヤーと同様に、第 1 種金融商品取引業の登録を受けた地域証券会社が不特事業者から委託を受けて ST の募集の取扱い等を担う。その際、登録金融機関の顧客基盤の活用、一連のマネー・ローンダリング対策等や限定的な譲渡支援を行い、投資家と不特事業者の適正な不特契約の締結へと導く。なお、不特事業者が第 2 種金融商品取引業の登録を受けて ST の自己募集を行う場合は、証券会社等を介さず、自らが販売レイヤーとなる。

③記録レイヤー：共通基盤の利用

金商法 ST 版アライアンスの記録レイヤーと同様に、既存の信頼性の高い SaaS 型のブロックチェーン共通基盤を利用し、システム構築・運用に係るコストの抑制を図る。

④管理レイヤー：専門機関による資産保全・カストディ

金商法 ST 版アライアンスの管理レイヤーと同様に、信託銀行等の分別管理・カストディに係るサービスを利用し、高水準の投資家保護と安心感を担保する。

以上の両アライアンスの構造を比較整理したものが表 6 である。

⁵⁷ 不特第 2 号事業者・不特第 4 号事業者は不特契約締結の代理・媒介のみを行う。なお、不特第 4 号事業者は不特特例事業における不特契約締結の代理・媒介を行う。

表 6 地域共創マルチレイヤー・アライアンスの構造比較

レイヤー	機能	(1) 金商法 ST 版アライアンス (テナントモデル)	(2) 不特法 ST 版アライアンス (サブリースモデル)
①組成 (・契約) レイヤー	商品組成 契約締結 (・代理)	・担い手：組成パートナー（既存の CF のプラットフォーム事業者等） ・役割：事業計画の策定、ストーリー構築、金融商品としての商品化 ・契約権限：なし	・担い手：不特事業者（地域の不動産・建設関連事業者等） ・役割：不動産企画、ファンド組成、不特契約の締結（・代理） ・契約権限：契約当事者（又は契約締結の代理者）としての法的権限あり（専権事項）
②販売 レイヤー	契約締結に向けた募集の取扱い等 契約締結の場の提供	・担い手：地域証券会社、登録金融機関（地域銀行・信用金庫） ・役割：募集の取扱い等、適合性確認、AML/KYC ・契約権限：なし（プラットフォームの提供にとどまる）	・原則左記に同じ ・第 2 種金融商品取引業の登録を受けた不特事業者が自己募集を行う場合は、当該事業者が担い手となる
③記録 レイヤー	基盤提供	・担い手：ST プラットフォーマー（Progmatt、BOOSTRY、Securitize Japan 等） ・役割：SaaS 型のブロックチェーンによる共通基盤の提供	同左
④管理 レイヤー	資産保全	・担い手：信託銀行等 ・役割：金銭の分別管理、秘密鍵等の管理	同左

5 対応 5：地域共創 PPP エンティティ及び地域共創 PPP プロデューサーの必要性

本対応策は、対応 1 から対応 4 までに示した対応策を踏まえた地域共創 ST を実務として機能させ、地域社会の信頼と長期的なガバナンスを担保する組織及び専門人材を創出するものである。専門人材の構築したスキームの下、同組織が日常の運営や意思決定を現場で担いつつ、ファンド運用終了時の事業承継の受け皿となることで、「共感持続性と管理コスト」及び「出口戦略・事業承継」の課題に対応する。

(1) 地域共創 PPP エンティティ及び地域共創 PPP プロデューサーの機能と役割

地域共創 ST の持続的な運用におけるガバナンス上の課題として、小規模なスモールコンセッション特有の不確実性に対し、契約による受動的なリスク分担のみでは対応しきれない点、及び ST 発行に伴う複雑なアライアンスの下で地域住民等の共感・共創の思いを長期的に維持しなければならない点の二点が挙げられる。これらを克服し、事業を能動的に牽引する主体を「地域共創 PPP エンティティ」及び「地域共創 PPP プロデューサー」とする。本研究では、中村（2025a）及び同（2025b）において先行する議論を踏まえ、両者を以下のように定義する。

①地域共創 PPP エンティティの定義と役割

本組織は、契約に依拠した受動的リスク分担の限界を超え、遊休公的施設の再生におけるハード（建物改修・転貸）とソフト（事業運営）の双方における意思決定と経営管理において、自律的かつ能動的なリスク管理を行うローカルなガバナンス組織と定義する⁵⁸。

⁵⁸ 中村（2025a）は、PPP における契約による受動的リスク分担の限界を指摘し、意思決定・経営管理へのガバナンスを通じた能動的リスク管理の必要性を提示している。

具体的には、公共性と民間の迅速性・柔軟性を兼ね備えた、官民の共同出資等によるまちづくり会社や第三セクター等を想定する。本組織は、民間主導の案件では計画初期から伴走し、運用終了時にアセットや事業構造を承継する受け皿となる。また地域主導の局面では、自ら ST 発行体（資金調達主体）かつ運営主体となってプロジェクトを牽引し、複雑なステークホルダーを束ねる結節点となる。これにより公共性と採算性を両立し、地域住民等の主体的な関与と共感を長期的に維持・管理する。

②地域共創 PPP プロデューサーの定義と役割

本主体は、エリア価値向上を図る事業の構想段階から参画して全体をデザインするとともに、複雑な ST スキームやアライアンス実務を一気通貫で設計・具現化し、その役務を有償で受託する個人又は専門組織と定義する⁵⁹。永続的なガバナンス組織である地域共創 PPP エンティティとは異なり、独立した立場からプロデュース役務を有償サービスとして提供する個人や民間事業者である。具体的には事業戦略の策定や事業手法の検討・調整、各種手続きの適正な進行を受託し、行政・民間・地域住民・地域金融機関等の異なる判断基準や専門用語を「共通の事業計画」へ翻訳・合意形成してプロジェクトを動かす。特に、単体では不採算な施設をバルク化して採算性を確保し、ST 発行の各レイヤーにおける参加者が有機的に連携する地域共創マルチレイヤー・アライアンスをプロデュースし、マネジメントする。

（２）先行事例にみる地域共創 PPP エンティティ及び地域共創 PPP プロデューサーの実態分析

（１）で定義した両者の機能や役割について実務的な特徴を明らかにするため、現に先進的な取組を実践している二つの組織を対象として以下分析する。

①地域共創 PPP エンティティの事例：株式会社コーミン（大阪府大東市）

能動的なリスク管理を実践するガバナンス組織の事例として、大東市と民間事業者の共同出資によるまちづくり会社「株式会社コーミン」を取り上げる⁶⁰。特徴は、市が同社の経営状況を議会に報告・公開して公共性を確保する一方、日常の経営を同社に委ねて迅速性・柔軟性を両立させている点にある。行政が影響力を保ちつつ、契約のみでは対応できない不測の事態に対しては、民間の迅速な判断で臨機応変に対処する能動的なリスク管理を確立している。また市営住宅の建替えに伴う「morineki プロジェクト」では、市とともに SPC へ共同出資し、事業推進主体（PPP エンティティ）として実務を一気通貫で牽引した。具体的には、テナントリーシング、地元金融機関との融資協議、設計者・施工者選定に係る前捌き等を主導した。加えて、市が SPC の整備・所有する建物の一部を市営住宅

⁵⁹ 中村（2025b）は、スモールスケール PPP の進展に向け、専門知識と翻訳能力を有して事業を牽引するプロデューサーの重要性を指摘している。

⁶⁰ 2016 年 10 月に大東市の出資（300 万円）により「大東公民連携まちづくり事業株式会社」が設立、2018 年 3 月に市及び市内民間企業から追加出資（市：300 万円、民間：200 万円）を受け、2022 年 4 月に現商号へ変更した。

として借り上げ、周辺の公共インフラを整備する複雑な役割分担を的確に差配したことは、多様な関係者をまとめて事業を遂行する高度な実務能力を示している。

②地域共創 PPP プロデューサーの事例：株式会社 YMFG ZONE プラニング

専門的なプロデュース機能を担う組織の事例として、山口フィナンシャルグループ（YMFG）傘下の「株式会社 YMFG ZONE プラニング」（YM-ZOP）を取り上げる。同社は融資機能を直接持たないコンサルティング会社でありながら、山口銀行等の出身者を中心とする金融実務に精通した専門人材を擁し、構想段階からの事業全体をデザインするプロデュース機能を有している。特徴は、銀行融資という「点」の支援からエリア価値向上という「面」の構想へ転換し、案件を一気通貫でプロデュースする点にある。同社が事業スキームの設計を主導し、山口銀行の顧客紹介や融資に繋げるコーディネート自体を有償サービス化している。その代表例が、国内初の LABV 手法を用いた「山陽小野田市 LABV プロジェクト」である⁶¹。行政による土地の現物出資と民間の資金・ノウハウを掛け合わせた共同出資会社を設立し、複数の公共施設や銀行店舗跡地を含む4つの事業地を、長期間にわたり連鎖的・段階的に再生していくプロジェクトを構築した。第1弾として産官学民の連携による複合施設を開業させている。また、長門市の「長門湯本温泉における地域創生プロジェクト」では地域限定ファンドの組成に関与し、立ち寄り湯や廃業旅館の再生を主導した。これらの取組は、地域金融グループの総合力を背景とした精緻な事業及びファイナンスの設計と、多様な主体を結びつけて面的再生を牽引する有機的なコーディネートの双方を並行して遂行する高度なプロデュース力を示している⁶²。

（3）地域共創 PPP エンティティ及び地域共創 PPP プロデューサーの創出に向けた考察

以上の事例を踏まえ、両者の役割をスモールコンセッションに当てはめ、制度や実務の壁を乗り越える具体的な実務アプローチを考察する。第一に、不特事業者から地域共創 PPP エンティティへの営業譲渡による承継メカニズムの構築である。自治体も出資するエンティティは、行政との信頼関係を背景に遊休公的施設の発掘や地域住民の愛着・共感の育成に長ける一方、自ら不特法の許可等を得て資金調達主体となることは、財務基準や体制面のハードルから現実的には困難である。そこで資金調達を行う不特事業者がアセットマネージャー（AM）として事業を統括し、当該エンティティはテナント誘致や日常の施設管理を担うプロパティマネージャー（PM）又は運営に地域の意向を反映させるサブアセットマネージャー（サブ AM）として分業を図る。施設所有権が行政にあるスモールコンセッションでは、運用終了時の不特事業者の出口戦略としては営業譲渡が有力である。事前

⁶¹ 地方自治体等が公有資産（主に土地）の現物出資、民間事業者が資金出資や技術・ノウハウの提供を行い設立する官民共同事業体（Local Asset Backed Vehicle）を指す。LABV が事業主体となり、複数の開発プロジェクトを連鎖的に実施する PPP 手法を LABV 方式という（内閣府（2025）「事例から学ぶ LABV の活用に向けた解説書」参照）。

⁶² 将来的にはグループ傘下の証券会社等を巻き込み、ST による資金調達スキームの組成や ST の募集の取扱いまでをグループ内で一貫して手掛けることも期待される。

に締結する事業譲渡契約に基づき、整備した内装や什器、運営システム、スタッフ雇用等を一括して当該エンティティが適正価格で買い取る。これにより、不特事業者や投資家は円滑に資金回収でき、当該エンティティは初期投資や不特法の参入障壁を回避しつつ、軌道に乗った事業や地域の雇用を守ることが可能となる。第二に、地域共創 PPP プロデューサーの主導による地域共創マルチレイヤー・アライアンスの構築である。中小事業者が自力で ST 発行や複雑な関係者調整を担うのは現実的には困難であるため、金融グループ系コンサルティング会社等のプロデューサーが事業全体の設計図を描き、ST の募集の取扱い等を行う地域証券会社や協調融資・地元投資家等の紹介を行う地域銀行・信用金庫等の各レイヤーにおける参加者を調整してアライアンスを組織化する。これにより個別の事業者が高度な金融ライセンスや高額なシステムを保持せずとも、既存の地域金融インフラを有効活用して資金調達が可能となる。第三に、これら推進体制の地域における段階的な創出である。地域によっては高度な組織や専門人材を独自に確保することは困難である。他地域のプロデューサー参画や金融機関からの現役職員出向等も、人員制約等から困難な場合が多い。そこで代替策として、融資や証券実務等に精通した金融機関の退職者（OB・OG）をエンティティの経営陣等に招聘して内部化する。高度な金融・証券実務の知見の獲得により、当該エンティティ自身が事業採算を厳密に見極め、デット・エクイティの双方で地域金融機関や投資家と対等に交渉・調達できるようになる。

以上のように、現場の運営実務を担うエンティティと、事業スキームやアライアンス等を設計・調整するプロデューサーが相互に補完し合い、臨機応変な能動的リスク管理体制を確立することこそが、地域共創 ST を社会実装するために不可欠な要素となる。

第6章 地域共創 ST のスキーム例の提示

前章の対応策を踏まえた資金調達スキームの典型例を提示する。比較検証のため、事業の基本的な構造等の前提は同一とし、三つの ST の類型（金商法 ST・不特法 ST・併用型 ST）のみ変動させて示す。事業方式の前提として、機動的な「賃貸借方式」と固定コストを希釈・低減する「バルク化」（対象不動産の変更・追加）を採用する。また、ST による資金調達スキームは、シニアローンと優先劣後構造のエクイティ ST を組み合わせた「デット+エクイティ ST」と、水平分業型の「地域共創マルチレイヤー・アライアンス」を採用する。

1 金商法 ST（テナント型）のスキーム例

自治体所有の歴史的な価値のある古民家等を借りたテナント事業者が飲食店や物販店等の事業運営資金を調達するモデルである。テナント事業者が調達主体となり、商法上の匿名組合契約に基づく出資持分（金商法上の集団投資スキーム持分）をトークン化した「金商法 ST」を発行し、飲食・販売等の事業収益を分配原資とする。地域共創マルチレイヤー・アライアンスでは、既存の CF プラットフォーム運営事業者等が「組成レイヤー」として商品化を支援し、第一種金融商品取引業の登録を受けた地域証券会社等が「販売レイヤー」として、募集の取扱い等や自社システム上での限定的な譲渡支援を担う（図 7）。

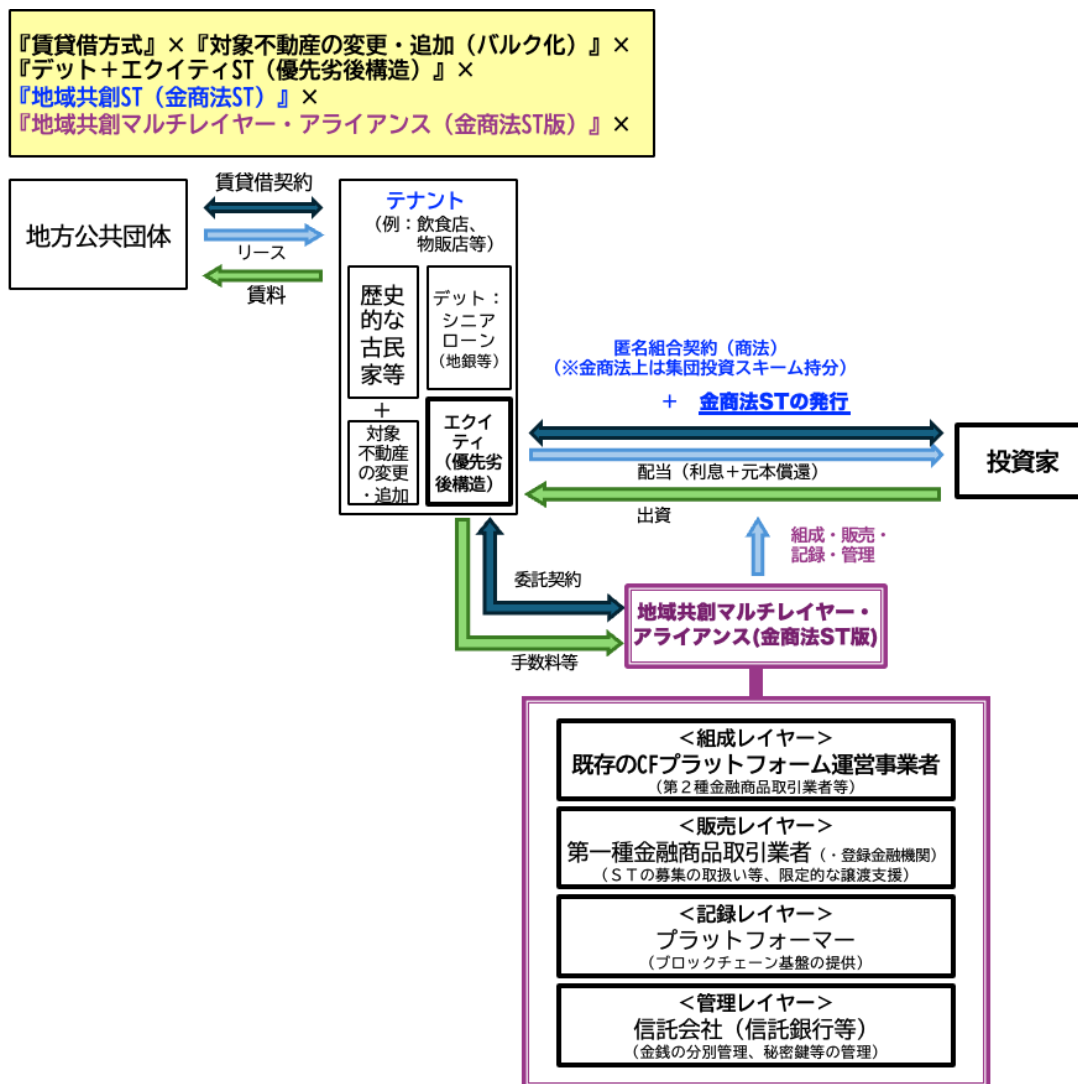


図 7 金商法 ST（テナント型）を主体としたスキームの例（筆者作成）

2 不特法 ST（サブリース型）のスキーム例

不特第1号事業者が自治体から廃校等を借り受け、テナント事業者へサブリースするための改修・修繕費用等を調達するモデルである⁶³。不特事業者が調達主体となり、不特契約に基づく出資持分（金商法上の集団投資スキーム持分）をトークン化した「不特法 ST」を発行し、テナントから支払われる転貸賃料（サブリース賃料）を分配原資とする。出口戦略として地域共創 PPP エンティティを位置付け、運用期間中は PM やサブ AM として関与させ、終了時には営業譲渡契約に基づき事業一式を当該エンティティへ引き継ぐ。これにより自律的な承継と投資回収を両立する（図8）。

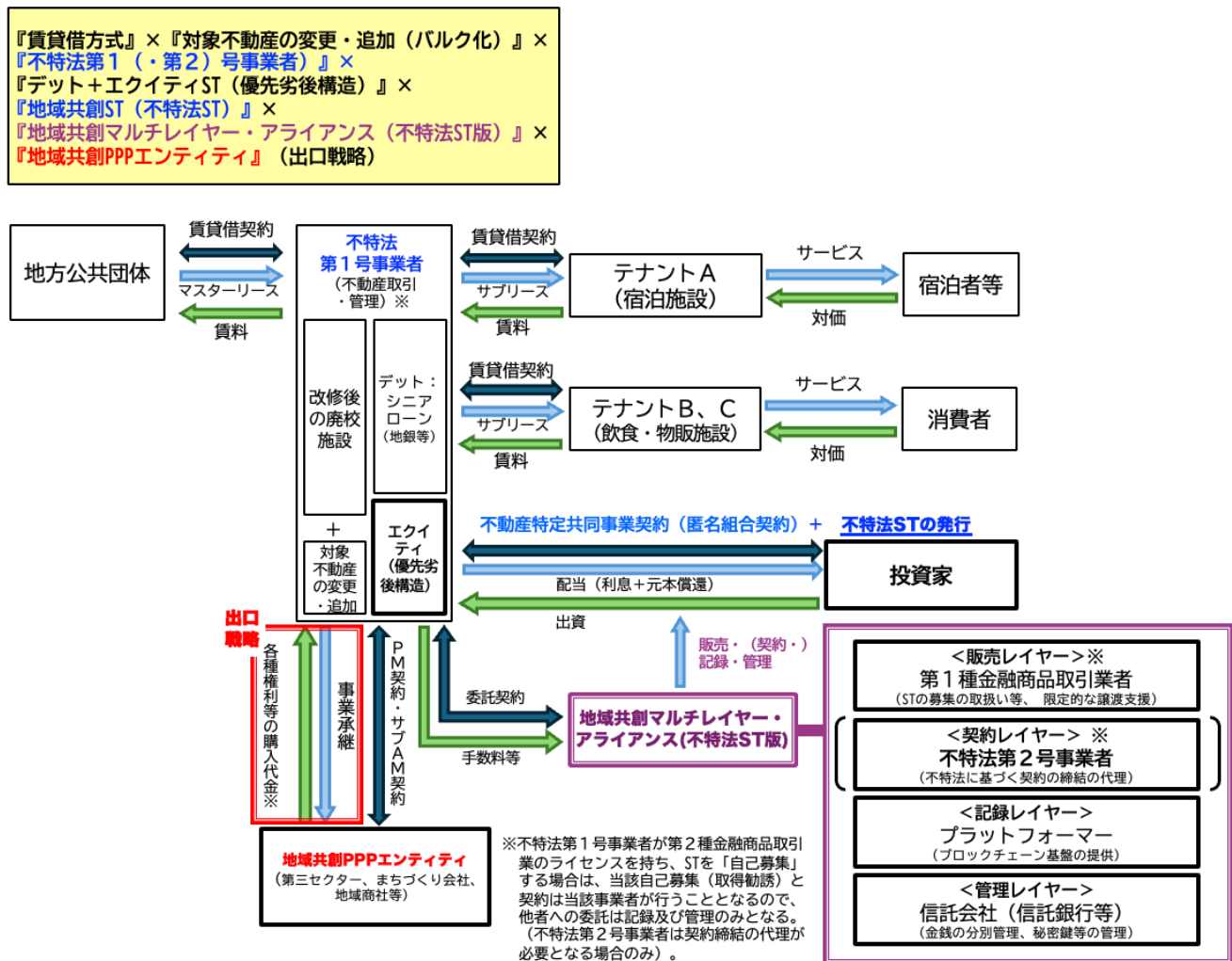


図8 不特法 ST（サブリース型）を主体としたスキームの例（筆者作成）

⁶³ なお、第5章1（1）で詳述した通り、本論文では、SPCではなく不特事業者が直接資産を管理する不特第1号事業又は小規模不特第1号事業を想定している。

3 併用型 ST（ハイブリッド型）のスキーム例

同一の遊休公的施設において、ハード（建物改修）とソフト（事業運営）の資金需要を分離し、不特法 ST と金商法 ST を併用するハイブリッド型のモデルである。不特事業者が「不特法 ST」で改修・修繕費用等を、テナント事業者が「金商法 ST」で事業運営資金を投資家から調達する。実務上は、不特法 ST 版と金商法 ST 版の地域共創マルチレイヤー・アライアンスが並行稼働し、記録・管理等のインフラの共同利用によりコストを抑制する。また、2 と同様、エンティティへの事業承継（営業譲渡）を組み込んだ、地域共創 ST の最終到達点である（図 9）。

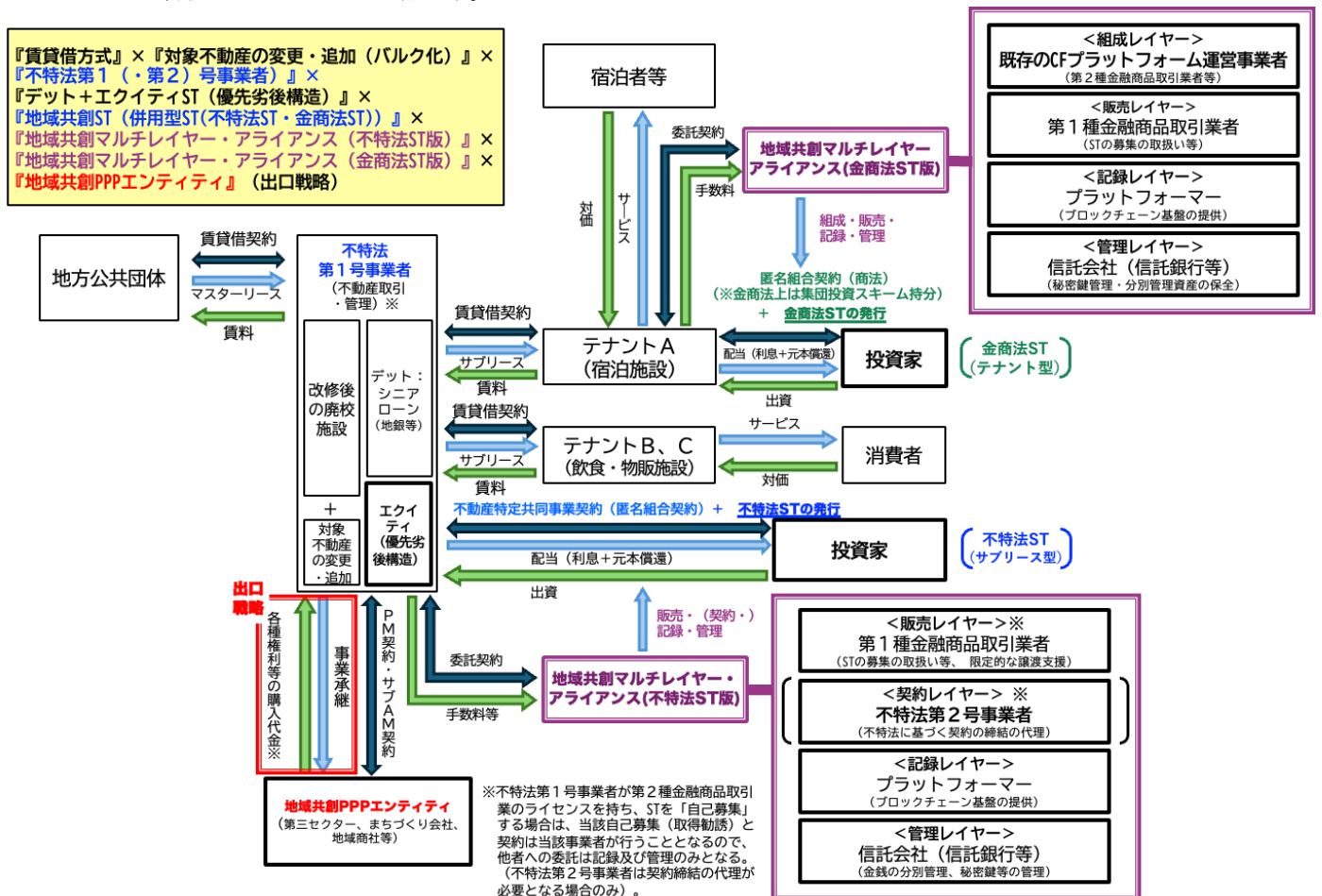


図 9 併用型 ST（ハイブリッド型）を主体としたスキームの例（筆者作成）

第 7 章 投資型 CF から地域共創 ST・市場接続への段階的アプローチ

本章では、これまでの課題や対応策等を踏まえ、地域共創 ST を社会実装するための段階的なアプローチを提示する。ODX の START のような ST の二次流通市場では、現時点では大手不動産会社等が発行する数十億～数百億円規模の大型不動産が中心であり、厳格な

審査や開示コスト負担等から、小規模なスモールコンセッションの即時の参加は困難である。しかし、共感・共創投資において求められる流動性・換金性は高頻度な取引ではなく、ライフイベント等により資金が必要となった際に譲渡できる実質的な換金性（安心感）があれば足りる。よって、流動性・換金性と事業構造を段階的にステップアップさせていく四段階のアプローチが有効となる。

第一段階はST化せず、低コストの従来型の投資型CF（金商法CF・不特法CF・併用型CF）を採用する。エリア・ナラティブの発信や利用型・体験型の特典（非金銭的リターン）付与によりファンコミュニティを創出しつつ、行政職員のスモールコンセッションに対するイメージの壁を乗り越える実績を蓄積する（期中換金はなし）。第二段階は実績蓄積後、まずは少額免除・小規模不特事業の範囲内で地域共創STを発行する。金融機関の退職者（OB・OG）の参画によりエンティティのガバナンスを高度化し、地域証券会社等とのマルチレイヤー・アライアンスを本格稼働させる。コスト吸収のため対象不動産変更型契約を組み込み、エリア・ナラティブが及ぶ複数施設のバルク化を推進する（期中換金は原則なし）。第三段階はアライアンス確立後、少額免除・小規模不特事業の範囲を超える本格的なSTの発行へと移行する。開示規制及び監査証明に係るコストを吸収するため、対象不動産変更型契約によりエリア・ナラティブが及ぶ民間の空き家等も順次取り込んでファンドの資産規模を更に拡大し、収益力を高める。組成・契約レイヤー又は販売レイヤーのシステム上で譲渡希望情報を媒介する簡易なマッチング機能を整備するとともに、ブロックチェーン上で権利移転や名簿管理を一元化・自動化して、低コストで適度な流動性を実装し、STARTでの取扱いを目指さない。第四段階は事業収益性と認知度が向上し、STARTの新規取扱基準をクリアした上で、同システムへの接続コスト等を控除しても十分な分配利回りを確保できる見込みが立った場合に、STARTでの取引へと移行する。STARTでの取引開始には、開示・監査、主幹事証券会社による厳格な引受審査、ODXによる新規取扱審査、システム接続等に伴う多額のコストが発生する。対象不動産変更型契約により裏付け資産を継続的に追加して収益力を更に高め、種々のコストを吸収して分配利回りを安定的に維持することが必須要件となる。STARTへの接続が実現すれば合理的な価格で換金が可能となり、資金拘束の懸念から少額投資に留まっていた投資家から中長期の投資資金を誘引できる。

第8章 結論

1 結論

本研究では、栗津（2026）で浮き彫りになった投資型CFの「流動性・換金性」、「共感持続性と管理コスト」及び「出口戦略・事業承継」という残された三つの課題に対し、ブロックチェーンを活用した地域共創STを提示し、その社会実装に向けた障壁の解消方策を体系的に明らかにした。

まず、不動産 ST 市場及び二次流通市場（START）の実態、関連する金融規制の基礎的な特徴及び適度な流動性の必要性を確認した。また、ST 化に伴い発生する開示規制及び監査証明、第 1 種金融商品取引業の登録及び資産保全・カストディ対応等の重いコストが、地域の中小事業者の参入障壁となっていることを確認した。次に、投資型 CF の流動性・換金性の課題を克服する「地域共創 ST」の概念を提示し、資金使途に応じた三つの基本類型（金商法 ST・不特法 ST・併用型 ST）と、優先劣後構造を用いた資金調達モデル（デット+エクイティ ST・フルエクイティ ST）を示した。続いて、これらの社会実装に向けた実践的な対応策を提示した。具体的には、信託非利用や共通プラットフォーム活用による初期投資の削減、少額免除・小規模不特事業による開示規制及び監査証明の回避、自己募集等による第 1 種金融商品取引業の登録回避について検証した。その上で、単一施設では吸収困難な固定費を希釈・低減するバルク化戦略と、共感の希薄化やコミングルリスクを克服するエリア・ナラティブの構築及び動的な運営を可能にする対象不動産変更型契約の有用性を示した。また、専門的な ST 実務を支える水平分業体制（地域共創マルチレイヤー・アライアンス）のほか、共感持続性と管理コスト及び出口戦略・事業承継の課題をも克服する地域共創 PPP エンティティ（金融機関の退職者の参画等）と地域共創 PPP プロデューサー（事業全体のデザイン等）の存在が不可欠であることを示した。さらに、これらを踏まえ、賃貸借方式とバルク化等を前提とした金商法 ST（テナント型）、不特法 ST（サブリース型）及び併用型 ST（ハイブリッド型）の具体的なスキーム例を提示するとともに、投資型 CF から START への接続に至る四段階のアプローチを示した。

2 今後の課題

本研究にはいくつかの検証すべき課題が残されている。第一に実証面における課題である。定量データの未整備に起因し、地域共創 ST の実装に係るコストと金銭的・非金銭的リターンの実績に基づくより精緻な定量的分析、適度な流動性・換金性がもたらす投資家の共感維持に関する計量的分析及びエリア・ナラティブによるバルク化の費用対効果及び共感維持効果に係る計量的分析を行うことが求められる。第二に技術面・制度面における課題である。ST に係る秘密鍵等のカストディ費用の低減に向けた技術的検討及び地域共創 ST や地域共創 PPP エンティティに係る多様な選択肢（NFT⁶⁴や DAO⁶⁵等）の導入可能性についての多角的な検証も求められる。第三に最新の金商法改正⁶⁶が少額免除・小規模不特事業の活用戦略に及ぼす影響の分析である。以上の点において、資金調達の円滑化に向けた実践をより深化させていくことを次なる課題として結語する。

⁶⁴ Non-Fungible Token（非代替性トークン）：ブロックチェーン技術を用いて発行される代替不可能な暗号資産。個別の権利や価値の証明が容易であり、特定のサービスや特典を利用できる会員証等として活用される。

⁶⁵ Decentralized Autonomous Organization（分散型自律組織）：中央の管理主体を持たず、参加者が自律的に運営を行う分散型自律組織。透明性の高い運営を可能にする。

⁶⁶ 注釈 39 を参照。

参考文献

【I. 法令関係（PFI 関係・金融関係・不動産関係）】

- ・民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律（平成 11 年法律第 117 号）
- ・民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律施行令（平成 11 年政令第 279 号）
- ・民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律施行規則（平成 23 年内閣府令第 65 号）
- ・公共施設等運営権登録令（平成 23 年政令第 356 号）
- ・公共施設等運営権登録令施行規則（平成 23 年内閣府令第 66 号）
- ・金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（昭和 18 年法律第 43 号）
- ・金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行令（平成 5 年政令第 31 号）
- ・金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則（昭和 57 年大蔵省令第 16 号）
- ・金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）
- ・金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案（令和 8 年 7 月 15 日成立）
- ・金融商品取引法施行令（昭和 40 年政令第 321 号）
- ・金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（平成 5 年大蔵省令第 14 号）
- ・金融商品取引業等に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 52 号）
- ・企業内容等の開示に関する内閣府令（昭和 48 年大蔵省令第 5 号）
- ・特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令（平成 5 年大蔵省令第 22 号）
- ・銀行法（昭和 56 年法律第 59 号）
- ・銀行法施行令（昭和 57 年政令第 40 号）
- ・銀行法施行規則（昭和 57 年大蔵省令第 10 号）
- ・信託業法（平成 16 年法律第 154 号）
- ・信託業法施行令（平成 16 年政令第 427 号）
- ・信託業法施行規則（平成 16 年内閣府令第 107 号）
- ・犯罪による収益の移転防止に関する法律（平成 19 年法律第 22 号）
- ・犯罪による収益の移転防止に関する法律施行令（平成 20 年政令第 20 号）
- ・犯罪による収益の移転防止に関する法律施行規則（平成 20 年内閣府・総務省・法務省・財務省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省令第 1 号）
- ・不動産特定共同事業法（平成 6 年法律第 77 号）
- ・不動産特定共同事業法施行令（平成 6 年政令第 413 号）
- ・不動産特定共同事業法施行規則（平成 7 年大蔵省・建設省令第 2 号）

【Ⅱ．政府・公的資料】

- ・金融庁（2026）「金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料」、「金融商品取引法及び資金決済に関する法律の一部を改正する法律案要綱」
- ・国土交通省（2024）「金融商品取引法改正に伴う不動産特定共同事業法の改正について」、『日本不動産学会誌 Vol. 37 No. 4』P124～127
- ・国土交通省・金融庁（2024）「トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利に係る情報提供資料」
- ・国土交通省（2025）「不動産特定共同事業の利活用促進ハンドブック」
- ・内閣府（2023）「公共施設等運営権及び公共施設等運営事業に関するガイドライン（令和5年6月2日改正）」，
https://www8.cao.go.jp/pfi/hourei/guideline/pdf/uneiken_guideline.pdf
(2025年12月31日閲覧)
- ・一般社団法人日本STO協会 HP，「定款・自主規制規則等・諸規則」，
<https://jstoa.or.jp/about/articles/> (2026年1月3日閲覧)
- ・日本証券業協会 HP，「規則改正の概要及び新旧対照表」，
<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/kisokukaisei.html> (2026年1月3日閲覧)

【Ⅲ．学術文献等】

- ・有吉尚哉（2022）「金融商品取引法上の有価証券の類型と規制の適用関係—トークン化有価証券に対する規制の立法論的考察—」、『証券経済研究 第119号』P137～157
- ・栗津貴史（2025）「スモールコンセンションの推進に向けた取り組みと今後の展望について」、『市街地再開発 2025. 7』公益社団法人全国市街地再開発協会、P14～25
- ・栗津貴史（2026）「スモールコンセンションの推進のための資金調達の円滑化に関する一考察—クラウドファンディングを活用した共感・共創投資の到達点とその限界—」、『東洋大学国際PPP研究所紀要 第2号』P1～50
- ・入江智子（2023）『公民連携エージェント 「まち」と「まちを使う人」を元気にする仕事』学芸出版社
- ・株式会社エンジョイワークス HP，「ハロー！ RENOVATION」，
<https://hello-renovation.jp/> (2025年12月31日閲覧)
- ・門永麻椰・薬袋奈美子（2024）「不動産投資クラウドファンディングを利用した空き家の活用方法」、『日本女子大学紀要 家政学部 第71号』P41～48
- ・川口恭弘（2025）『金融商品取引法への誘い [第2版]』有斐閣
- ・齋藤 哲郎（2025）「トークン化された不動産特定共同事業契約に基づく権利に対する金融商品取引法上の規制について」、『土地総研リサーチ・メモ』一般財団法人土地総合研究所、P1～13

- ・坂下晃・成澤寛・海宝賢一郎（2014）「クラウドファンディングによる資金調達の事例研究（ミュージックセキュリティーズ、岡山県・西粟倉村、maneo、SBI ソーシャルレンディング、AQUSH）」、『岡山商大論叢 第49巻第3号』P53～110
- ・竹永良典・小山内弘樹（2025）『不動産証券化ビジネスの教科書〔ファイナンス実務入門〕』株式会社秀和システム
- ・田村幸太郎（2014）『不動産証券化ビジネスにおける新しい不動産特定共同事業法の実務対応』大成出版社
- ・津山市役所観光文化部観光・歴史まちづくり推進室 HP,「津山城・城下町泊プロジェクト」,
<https://tsuyama-shirohaku.vmg.co.jp> （2026年1月2日閲覧）
- ・中村郁博（2024）「分野横断型と広域型 PPP における経済性に関する分析」、『東洋大学 PPP 研究センター紀要 第19号』P1～17
- ・中村郁博（2025a）「多様化する PPP(1)PPP における、契約による受動的リスク分担と意思決定・経営管理へのガバナンスによる能動的リスク管理に関する一考察」、『東洋大学 PPP 研究センター紀要 第20号』P1～21
- ・中村郁博（2025b）「多様化する PPP(2)スモールコンセッションとローカル PFI も内包するスモールスケール PPP の進展に向けた PPP に係る主体に関する一考察～ PPP プレーヤー、PPP エージェント、PPP プロデューサーの特徴 ～」、『東洋大学 PPP 研究センター紀要 第20号』P1～20
- ・中村郁博（2025c）「多様化する PPP(3)PPP における、公益性の純化によるリスクの圧縮とダイレクトコネクティングによるリターンの多様化に関する一考察」、『東洋大学国際 PPP 研究所紀要 第1号』P1～17
- ・中村郁博（2025d）「多様化する PPP(4)ファイナンスコストから見た PPP 手法とフィンテックの応用可能性に関する一考察～ PPP のファイナンスでのストラクチャー組成コスト圧縮等に向けたアプローチ～」、『東洋大学国際 PPP 研究所紀要 第1号』P1～21
- ・株式会社 Progmatt HP「概要説明資料(ST 中心編)」,
<https://progmatt.co.jp/concept/> （2025年12月30日閲覧）
- ・松本岳人・山辺紘太郎・宮城栄司（2022）『逐条解説不動産特定共同事業法 第2版』（（2025）「2023 年（令和 5 年）改正補遺」を含む）一般社団法人金融財政事情研究会
- ・松本岳人（2025）「金融商品取引法・不動産特定共同事業法の改正による不動産セキュリティ・トークン・オフリング（STO）実務への影響」、『金融法務事情 2255 号』一般社団法人金融財政事情研究会、P40～46
- ・ミュージックセキュリティーズ株式会社 HP,「セキュリティ被災地応援ファンド」,
<https://oen.securite.jp/> （2025年12月31日閲覧）

【英語要約】

A Consideration on facilitating financing for the promotion of
“Small Concessions” (as defined in Japan’ s PPP/PFI Action Plan)
～ The Feasibility of empathy-based co-creative investment
utilizing security tokens ～

Takashi AWAZU

Research Partner, International PPP Research Institute, TOYO UNIVERSITY
Tokyo Metropolitan Government

This study presents practical solutions to the three key challenges left unresolved in investment-type crowdfunding when revitalizing underutilized public facilities through “Small Concessions”: the “lack of in-term liquidity and redeemability”, the “increasing management costs to sustain empathy”, and the “absence of exit strategies and business succession entities”.

This paper proposes a model of “Region-Co-Creation Security Tokens (STs)” as a mechanism to grant liquidity while preserving the core philosophy of empathy-based co-creative investment. To address the heavy regulatory compliance and system costs associated with ST issuance, the study formulates comprehensive countermeasures. Specifically, these include reducing operating costs through non-trust structures and shared platforms, mitigating regulatory compliance burdens by leveraging legal exemptions, and executing “area-narrative bundling” to integrate multiple facilities and reduce fixed costs. Furthermore, it proposes both “establishing a horizontal operational structure that divides specialized functions” and “introducing promotional bodies (‘PPP Entities’) and specialized professionals (‘PPP Producers’) responsible for proactive risk management and future business succession.”

By seamlessly combining these financing mechanisms with project implementation and governance structures and illustrating a phased approach from crowdfunding to future secondary market connectivity, this study concludes that digital security technology enables the construction of a sustainable, self-driven capital circulation system for regional revitalization.