

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 ～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～

栗津 貴史

東洋大学 国際 PPP 研究所 リサーチパートナー

国土交通省

【目次】

第1章 序論	1
1 研究の背景：人口減少社会における遊休公的施設の「負債」化	
2 政策的対応としてのスモールコンセッションの推進	
3 問題の提起：スモールコンセッション推進を阻む「エクイティ・ボイド」	
4 先行研究のレビューと本研究の位置付け	
5 研究の方法	
6 本研究の目的及び構成	
第2章 スモールコンセッションを取り巻く現状と課題	9
1 スモールコンセッションの事業手法の選択の重要性	
2 スモールコンセッションの普及を阻む課題：四つのWGの視点から	
3 エクイティ資金の供給不足に係る要因分析	
4 現行の政府等の支援策の機能と限界	
第3章 資金調達スキームの概観と分析フレームワークの提示	18
1 主要な資金調達スキームの概観	
2 資金調達スキームの分析フレームワーク	
3 個々の事業の資金調達に関する五つの評価軸	
4 小括と本研究の対象とする資金調達スキーム	
第4章 共感・共創投資の潮流：投資型CFとその特徴	31
1 デュアルリターンとダイレクトコネクティング	
2 投資型CFの特徴とスモールコンセッションへの適用可能性	
第5章 投資型CFの到達点と限界	42
1 投資型CFの評価と効果	
2 投資型CFの限界①：流動性・換金性の課題	
3 投資型CFの限界②：共感持続性と管理コストの課題	
4 投資型CFの限界③：出口戦略・事業承継の課題	
5 小括	
第6章 結論	45
1 結論	
2 今後の課題	

第1章 序論

1 研究の背景：人口減少社会における遊休公的施設の「負債」化

日本は、出生数の減少と高齢化の進行により、既に本格的な人口減少社会に突入している。国立社会保障・人口問題研究所の最新の推計（令和5年推計）によれば、日本の総人口は2020年の1億2,615万人から2070年には8,700万人へと減少し、同時に65歳以上人口比率も28.6%から38.7%へと上昇すると見込まれている。

この人口構造の変化は、地方自治体の財政運営と公共施設の管理に深刻な影響を及ぼしている。生産年齢人口の減少による税収基盤の縮小と、高齢化に伴う社会保障関連経費の増大が同時に進行することで、地方財政は構造的に逼迫した状態に置かれている。こうした状況の下、高度経済成長期から整備されてきた、かつては地域のコミュニティや教育の中心として機能していた公民館や学校、さらには相続等を契機として自ら管理することが困難になった所有者から寄贈された歴史的建築物等の公的施設の中には、本来の機能を終え、十分に活用されないまま遊休化している施設（以下「遊休公的施設」とする。）が全国的に顕在化している。

遊休公的施設は、利用されていないという機会損失に留まらず、老朽化の進行に伴う安全性低下、景観悪化、防犯上の不安など、地域の価値を毀損する負の外部性をもたらす「負債」へと転化しつつある。文部科学省の「廃校施設活用状況実態調査」（2024年度）によれば、2004年度から2023年度にかけて全国で8,850校もの公立小中高等学校が廃校となり、そのうち1,503校が具体的な活用の用途が決まっていない状態である。また、このような公共施設の改修・更新等には、年間で数億円から数百億円規模の費用を要する場合もあり¹、限られた人員と財源で施設を維持せざるを得ない地方自治体にとって、遊休公的施設の存在は大きな負担となっている。

さらに、遊休公的施設の再生・活用は、単なる資産処分や維持管理の合理化の問題に留まらず、地域の持続性を左右する重要な政策課題として位置付けられる。遊休公的施設を単に廃止・撤去するのではなく、地域固有の歴史や文化を内包した「資財」として再評価し、地域課題の解決や新たなエリア価値の創出に繋げていく視点が求められている。しかしながら、財政力や専門人材に乏しい小規模な地方自治体ほど、こうした再生・活用を自力で推進することは困難であり、民間の創意工夫や資金、地域住民の参画を促す新たな仕組みの構築が強く求められている。

¹ 例えば、福島県いわき市（人口約31.3万人）が策定した公共施設等総合管理計画（2022年3月改定）では、2021年から2050年までの30年間に要する公共施設等の改修・更新等費用の見通しは6,248億円（年平均208億円）が必要とされている。

2 政策的対応としてのスモールコンセッションの推進

前述の遊休公的施設を巡る課題に対する政府の取り組みとして、近年注目を集めているのが「スモールコンセッション」という官民連携（PPP²/PFI）の枠組みである。スモールコンセッションは、「PPP/PFI 推進アクションプラン（令和5年改定版）」（2023年6月2日、民間資金等活用事業推進会議（会長：内閣総理大臣）決定）において新たに位置付けられ、国土交通省が中心となって設置した「スモールコンセッションの推進方策に関する検討会」（2023年11月～2024年3月、以下「検討会」とする。）において幅広い議論が行われ、2024年6月に具体的な「スモールコンセッション推進方策」を取りまとめた。

「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、同会議決定）では、スモールコンセッションが改めて「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」と記載³されている。

「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」（1999年法律第117号。以下「PFI法」とする。）に基づく公共施設等運営権実施契約（コンセッション方式）に限定されない柔軟な事業手法が選択可能であり、地方自治法に基づく指定管理者制度や民法上の賃貸借契約（賃貸借方式）など、施設特性や地域事情に応じた多様なスキームを採用できる点において、従来の大規模なPFIとは一線を画している。この柔軟性は、これまで官民連携事業への参入が困難であった地域の中小企業やスタートアップ等の参加を促し、地域に根差した主体による遊休公的施設の再生を可能とする点に政策的意義がある。

また、2024年12月には、産官学金労言の関係者が参画する「スモールコンセッション・プラットフォーム」が設立され、「普及啓発」、「人材育成・組織検討」、「事業手法検討」、「資金調達」の四つのワーキンググループ（以下「WG」とする。）による取り組みが

² PPP（Public-Private-Partnership：パブリック・プライベート・パートナーシップ）とは、行政と民間事業者が連携・分担して公共サービスの提供を行う「公民連携」の概念で、民間ノウハウや資金を活用して施設整備の効率化、行政サービスの向上、財政負担の軽減を図る手法の総称。

³ なお、これはスモールコンセッションに該当するか否かのクライテリアを明確にして否定や排除をするという趣旨ではなく、事業費10億円を超えるプロジェクトや既存の建物を活用するところが全くないケース等についてはスモールコンセッションには該当しないということではない。既存の遊休公的施設の活用で小規模な事業については特に事業化が困難であり、あまり進展が見られないことから、政府として今後まさに光を当てていきたい、支援策を含む政策全般として進めていきたいメインターゲットとして記述されたものである。

開始された。実務レベルで社会実装していくことを目指した、各 WG のミッションと活動については以下の通りである。

・普及啓発 WG

普及啓発 WG のミッションは、地方自治体の職員や地域の民間事業者にもスモールコンセッションを身近で実行可能な手法として認識してもらうため、「PPP/PFI は大規模・複雑・大手企業向けのものである」というような「イメージの壁」を打破することにある。具体的には、オンラインや全国各地でのセミナー・イベントを通じて、理念やメリットを分かりやすく発信するとともに、先行事例を成否にかかわらず収集・分析し、事業モデルやストーリーとして横展開することで、官民双方の意識改革と取組意欲の醸成を図っている。

・人材育成・組織検討 WG

人材育成・組織検討 WG のミッションは、官民双方に主体的に行動できる担い手を発掘・育成すると同時に、組織化を図るための実践的なプログラムを構築し、実施することにある。地方自治体の職員向けには、案件の特定・オープン化、事業計画策定、官民対話、組織化、契約実務などの研修を行い、民間事業者向けには官民連携における役割の理解や先行事例、資金調達に関する知識を提供する。さらに、専門家派遣制度等と連携した伴走支援により、組織的なノウハウ不足の補完を行っている。

・事業手法検討 WG

事業手法検討 WG のミッションは、スモールコンセッションにおいて採用される多様な官民連携手法を整理し、案件特性に応じた適切な手法の選択を可能にすることである。コンセッション方式、指定管理者制度、賃貸借方式などについて制度的な特徴や留意点を整理するとともに、事例を踏まえた標準的な考え方や契約スキームのあり方等を検討する。知見や経験が乏しい地方自治体の職員や地域の民間事業者でも取り組めるよう、事例集や実践のための手引きの策定を通じて、案件形成に要する時間やコストの低減を目指している。

・資金調達 WG

資金調達 WG のミッションは、スモールコンセッションにおける資金調達のあり方を専門的に検討することを目的とする。地方自治体の職員や地域の民間事業者の中には、資金調達に関する知見不足から、事業の採算性や実現可能性を十分に判断できない場合がある。本 WG では、国等の補助金や金融機関による出融資といった伝統的な手法に加え、小規模な事業に適した新たな資金調達の手法について、課題の抽出と解決方策の検討を行っていく。

なお、必要に応じて適宜テーマに対応した新たなWGを設置して検討、活動を行っていくこととされている。

3 問題の提起：スモールコンセプション推進を阻む「エクイティ・ボイド」

遊休公的施設を活用した小規模な官民連携事業は、金融市場の論理からすると不利な特性を有している。第一に、対象となる遊休公的施設は地方自治体が所有する公的資産であり、事業を担う民間事業者にとって担保として活用できない場合が多い。第二に、老朽化した既存施設を活用する事業は、改修費用や将来収益の不確実性が高く、民間事業者・金融機関の双方にとって前例の乏しい新規性の高い案件となりやすい。この結果、伝統的な融資（デット）による資金調達が困難となり、民間事業者は自己資本による資金調達、すなわち事業出資金（以下「エクイティ資金」とする。）に依存せざるを得なくなる。しかし、ここでさらに深刻な問題が顕在化する。

事業費が数千万円から数億円規模のスモールコンセプション案件は、投資対象としての規模が、大手銀行や投資ファンドといった機関投資家にとってはデューデリジェンス（投資調査）やモニタリング等に要するトランザクション・コスト（固定費用）に見合わない一方で、地域の中小事業者にとっては、同規模の初期投資は自己資金で賄うには過大であり、特定の主体にリスクが集中することとなる。また、本来であれば地域課題の解決への関与が期待される地域金融機関にとっても、建物所有権が行政にあるために不動産担保が取れず、事業のキャッシュフローのみに依拠するプロジェクトファイナンスとして評価せざるを得ない。このため、事業規模が小さく実績のない案件に対しては、融資・出資ともリスク許容度が極めて低くなる。

すなわち、スモールコンセプションは機関投資家にとっては「小さすぎ」、地域の民間事業者にとっては「大きすぎ」、地域金融機関にとっては「リスクが高すぎる」という三重の「スケール・ミスマッチ」に直面している。これは、金融市場が効率性を追求する結果として必然的に生じる市場構造上の問題であり、個別主体の努力のみで解消することは困難である。

スモールコンセプションの推進を阻むボトルネックは、第2章で詳述する通り多岐にわたるが、特に事業費が数千万円から数億円規模であり、かつ様々な要因で地域金融機関から満足な融資が受けられず、地域の民間事業者の自己資金のみではリスク許容度を超えるような案件においては、「資金調達」が最大の障壁となりうる。一般に、事業規模が小さければ事業者の自己資金で賄うことが可能であり、逆に大規模な開発であれば投資ファンド等の市場論理に基づいた資金供給が期待できる。しかし、地域の中小事業者が主体となるその中間領域の案件においては、このスケール・ミスマッチを背景として、事業初期段階で不可欠となるリスクマネーであるエクイティ資金が慢性的に供給不足に陥っている。

本研究では、このようなエクイティ資金の供給不足が生じる市場構造上の空白領域を「エクイティ・ボイド」と定義し、スモールコンセプションの推進を阻む中核的課題とし

て位置付ける。以降の章では、既存の資金調達スキームの整理と評価を通じて、この「エクイティ・ボイド」を解消するための新たな資金調達スキームを提案することを目的とする。

4 先行研究のレビューと本研究の位置付け

本研究では、スモールコンセッションの推進を阻む資金調達上の課題を明らかにすることを目的とし、これに関連した先行研究を整理する。具体的には、i) 小規模な地域密着型のPPP/PFI（以下「スモールスケールPPP」とする。）による遊休公的施設の再生・活用であるスモールコンセッション、ii) コミュニティ資本・関係人口創出による地域活性化に資する共感・共創投資という二つの研究領域を中心にレビューを行う。

第一に、「スモールスケールPPPによる遊休公的施設の再生・活用であるスモールコンセッション」の領域では、スモールスケールPPPにおける事業推進体制と担い手の重要性に関する研究が、本研究の理論的基盤となっている。中村（2025a）は、人口減少やVUCA化が進行する社会において、従来のPFIに代表される「契約による受動的リスク分担」型の手法では、事業環境の変化に十分に対応しきれなくなっていることを指摘する。その上で、スモールスケールPPPでは機動性・柔軟性・発展性を備えた高度な経営能力が不可欠であると論じている。他方で、中村（2025a）は、こうしたスモールスケールPPPを持続的に運営するための枠組みとして、行政・民間事業者・地域住民等が意思決定と経営管理を共同で担う「PPPエンティティ」の重要性を提示している。PPPエンティティは、契約に依存したリスク分担ではなく、主体内部のガバナンスによる「能動的リスク管理」を行う点に特徴があり、スモールスケールPPPに求められる柔軟性と持続性を担保する仕組みであると論じている。さらに、中村（2025b）は、PPPに関与する主体を「PPPプレーヤー」、「PPPエージェント」、「PPPプロデューサー」の三類型に整理し、それぞれに求められる役割と機能を明らかにしている。この整理は、スモールコンセッションにおいて、なぜ限られた主体だけでは事業が成立しにくいのかを理解する上で有用であり、後述する資金調達上の課題とも密接に関係する。

第二に、「コミュニティ資本・関係人口創出による地域活性化に資する共感・共創投資」の領域では、近年、地域との関係性や社会的な意義や価値を重視した新たな投資のあり方として、「共感・共創投資」が注目されている。本研究において「共感・共創投資」とは、投資家が金銭的リターンのみならず、地域課題の解決への共感や事業への参加（共創）等の社会的意義や価値を投資動機として位置付け、事業主体と投資家が関係性を形成しながら資金提供を行う投資のあり方を指す。これは、投資家と事業との関係を市場での取引に限定するのではなく、地域性や公益性を媒介として再構築する点に特徴がある。このような共感・共創投資については、既に一定の研究の蓄積がみられる。坂下ら（2014）は、ミュージックセキュリティーズ株式会社のセキュリティ被災地応援ファンドを事例に、投資型クラウドファンディング（以下「投資型CF」とする。）の日本型モデルである、地

域への共感性を基盤としたマイクロ投資が一定の資金を集めうることを示している。また、中村（2025c）は、PPPにおけるファイナンスの文脈において、公共サービスの便益享受者と資金提供者をファイナンスの仕組みを通じて直接結び付ける「ダイレクトコネクティング」という概念を提示し、これにより金銭的リターンに限定されない多様なリターン設計が可能となることを指摘している。これらの研究は、共感や関係性といった要素が、投資行動や資金供給に影響を与え得ることを示唆する点で重要である。さらに、門永と菓袋（2024）は、株式会社エンジョイワークスによる「不動産特定共同事業法」（1994年法律第77号。以下「不特法」とする。）に基づくクラウドファンディング（以下「不特法CF」とする。）を活用した空き家再生事業を分析し、事業企画段階から投資家や地域住民を巻き込み、事業自体を「共創」することで、事業への共感や事業者への信頼が醸成され、持続的な運営につながることを指摘している。

これらの研究は、利回りのみを重視する伝統的な投資とは異なる行動原理を持つ投資家層の存在を明らかにしており、スモールコンセッションにおけるエクイティ資金の調達の可能性を示唆するものである。これは、共感・共創を中核とした投資型CFが個別事業において一定の資金を確保し得ることを示している一方で、スモールコンセッション全体としては、事業初期に必要なエクイティ資金を継続的かつ十分な規模で確保するには、事業実施体制を含め何が必要かという点について、必ずしも十分に整理されていない。

以上の先行研究を踏まえると、本研究の独創性は、「スモールスケールPPPによる遊休公的施設の再生・活用であるスモールコンセッション」と、「コミュニティ資本・関係人口創出による地域活性化に資する共感・共創投資」という二つの異なる領域を、資金調達上の構造的課題である「エクイティ・ボイド」を媒介として接続する点にある。本研究では、従来の金融市場では成立しにくかったスモールコンセッションにおいて、事業初期に必要なエクイティ資金がどのような仕組みによって確保され得たのかを分析し、その有効性と限界を明らかにする。

5 研究の方法

（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資金調達上の課題、特に事業初期におけるエクイティ資金の確保が困難となる要因を明らかにし、実務的に実装可能なスキームを構築することを目的として、文献調査に加え、質的調査を実施した。調査にあたっては、筆者の問題意識を元にあらかじめ用意した仮説的整理を起点として、既存の資金調達スキームの一つである投資型CFを中心に、実務上・制度上の課題の把握を行った。

(2) 調査の対象

調査の対象としては、スモールコンセッション及び不動産証券化、投資型CFに関与する主要なステークホルダー計20者⁴である(表1)。対象の選定にあたっては、資金調達の「出し手(金融機関・投資家)」、「受け手(不動産・建設・開発・管理事業者)」、「仲介者(プラットフォーム)」、「政策立案者(行政・学識経験者)」、そして「分析・支援者(シンクタンク・コンサルタント)」の視点を網羅できるよう、多角的な属性から抽出を行った。

なお、本調査には、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ことから、本研究では調査対象者の所属組織名及び個人名は原則として匿名とし、個別の発言内容や発言主体を特定する形での分析は行わず、分析上必要な範囲において、その属性(セクター)のみを分類して記述する(表1)。

表1 半構造化インタビューの調査対象の内訳

属性(セクター)	対象数	主なヒアリング項目
A. 金融機関・投資家	4	・小規模案件に対する融資(デット)審査の現状 ・二次流通市場の実態
B. 不動産・建設・ 開発・管理事業者	6	・遊休公的施設の活用における事業収支の実態 ・不特法CF等の有効性と限界 ・地域における担い手としての参入障壁
C. プラットフォーマー	2	・金商法CF等のシステムやプラットフォームのコスト ・小口化による投資家層の拡大効果
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 ・不動産特定共同事業の意義と今後の展開
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 ・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
合計	20	※19社、20部局(1社については2部局を計上)

(3) 調査の手法と分析

調査は2025年6月から12月にかけて実施し、スモールコンセッション及び不動産証券化、投資型CFに関与する各セクターの実務家・専門家・政策立案者等を対象に、半構造化インタビューを中心とした意見交換を行った。

⁴ 19社、20部局(1社については2部局を計上)

具体的には、現行の「金融商品取引法」（1948年法律第25号。以下「金商法」とする。）に基づくクラウドファンディング（以下「金商法CF」とする。）及び不特法CFによる資金調達の実務運用を念頭に置きつつ、スモールコンセッションに関与する各主体が小規模な案件における資金調達をどのように認識し、どのような制約や可能性を見いだしているか等について、実務上・制度上の観点からセクター別にインタビューを行った（表1）。なお、得られた定性的データについては、個別の発言を特定できない形で一般化・抽象化した上で、本研究の問題意識及び仮説的整理に照らし、以下の手順で分析を行った。

① 課題の整理

既往の文献研究及びインタビュー調査を通じて、スモールコンセッションにおける資金調達上の主要な課題を整理した。具体的には、小規模な案件特有の資金調達の困難性や、事業リスクと資金供給の関係性に着目し、事業初期に必要なエクイティ資金が確保されにくい状況を大局的に把握した。（第2章・第3章）。

② 共感・共創投資の分析

次に投資型CFを中心とする共感・共創投資について、その特徴と役割を整理した。①の結果を踏まえ、従来の金融手法では対応が難しかった小規模な案件において、どのような点が資金供給を可能としてきたのかを分析した（第4章・第5章）。

6 本研究の目的及び構成

以上の背景と問題意識に基づき、本研究の目的は、スモールコンセッションにおける資金調達上の課題、特に事業初期に必要なエクイティ資金の確保が困難となる要因を明らかにするとともに、投資型CFによる共感・共創投資が果たし得る役割とその限界を整理することにある。具体的には、従来の金融市場では成立しにくかったスモールスケールPPPにおいて、どのような条件の下でエクイティ資金の供給が試みられてきたのかを整理・分析し、その到達点と限界を示す。本研究の構成は以下のとおりである。

第2章では、スモールコンセッションを取り巻く制度的・実務的な状況を整理する。具体的には、事業手法の選択がリスク分担や資金調達に与える影響に着目するとともに、国が進めるスモールコンセッション・プラットフォームにおける議論を参照し、普及啓発、人材・組織、事業手法、資金調達の各側面から、その普及を阻む課題を明らかにする。

第3章では、スモールコンセッションに関連し得る主要な資金調達スキームを概観し、比較分析のためのフレームワークを提示する。J-REITやGK-TK等の従来型の不動産・事業ファイナンスに加え、投資型CFを含む各手法を整理し、コスト、リスク、流動性、住民参加、公益性といった観点から評価するための視座を明確にする。

第4章では、共感・共創投資の具体的な形態として投資型CFを取り上げ、その仕組みと特徴を整理する。金商法CF及び不特法CFの事例分析を通じて、地域住民や関係人口が

投資家として関与する仕組みが、スモールコンセッションにおけるエクイティ資金の確保にどのように寄与してきたのかを分析する。

第5章では、前章までの分析を踏まえ、投資型CFを活用した資金調達モデルの到達点と、投資型CFのみでは解消しきれない課題を整理する。

第6章では、本研究全体の分析結果を総括した上で、今後の検討課題と対応の方向性について述べる。

第2章 スモールコンセッションを取り巻く現状と課題

本章では、第1章で示した問題意識を前提として、スモールコンセッションを実務として成立させる上で必要となる制度や要件を整理する。特に、事業手法の選択が、行政と民間事業者のリスク分担、権限配分、さらには後述する資金調達にどのような影響を与えるのかに着目する。あわせて、国土交通省等が主導する「スモールコンセッションプラットフォーム」やその中の「ワーキンググループ」における議論を参照しつつ、普及啓発、組織・人材、制度・事業化、資金調達という各側面から、スモールコンセッションの普及を阻む構造的課題を明らかにする。とりわけ、本論文の主題である資金調達の問題については、「エクイティ・ボイド」という概念を用いて、その発生要因を分析する。

1 スモールコンセッションの事業手法の選択の重要性

スモールコンセッションにおいては、事業の初期段階における事業手法の選択が、事業運営のみならず、リスク分担や資金調達の可能性を大きく左右する。そのため、事業手法の選択は、制度上の形式的な選択に留まらず、事業成立を左右する実務的・戦略的な意思決定として位置付けられる。

特にスモールコンセッションの対象案件は事業規模が小さく、地域特性への依存度が高いことから、従来の大規模なPFI事業で用いられてきた一般的なスキームをそのまま適用することは必ずしも合理的ではない。むしろ、対象施設の性質や想定されるサービス水準、民間事業者の関与の度合い等に応じて、最適な事業手法を吟味することが求められる。ただし、こうした事業手法の検討を有効に機能させるためには、その前提となる事業目的の整理が不可欠である。

(1) 事業手法選択の前提としての事業目的の合意形成

スモールコンセッションを実務として成立させるためには、具体的な事業手法の検討に先立ち、対象施設の再生が地域にとってどのような価値を生むのかという事業目的についての合意形成が不可欠な前提となる。もしこの目的が曖昧なまま事業手法の導入のみを優先させれば、本来あるべき事業性の欠如を、単に資金が集まらないという表面的な手続き上の行き詰まりにすり替えてしまうおそれがある。その結果、市場の論理では成立し得ない事業を無理に進めることとなり、地域に新たな「負債」を再生産するという事態を招き

かねない。特に、後述する「共感・共創投資」は、事業の社会的意義に対する深い賛同を資金供給の源泉としている。したがって、健全な金融の規律を機能させ、持続可能な事業を構築するためには、まず多角的な視点から事業目的を明確化し、その目的に最も適した手法を以下で述べる選択肢の中から吟味していくというプロセスが重要となる。なお、具体的な選択肢としては、権利設定のあり方やリスク分担の強弱に着目すると、「コンセッション方式」、「RO (Rehabilitate Operate) +コンセッション方式」、「賃貸借方式」、「指定管理者制度」の四つに整理できる。以下では、各手法の特徴を整理し、スモールコンセッションとの適合性について分析を行う。

(2) コンセッション方式 (運営)

「コンセッション方式」とは、PFI法に基づき、公共施設等の所有権を地方自治体が保持したまま、民間事業者に公共施設等運営権を設定する手法である。本方式の特徴として、公共施設等運営権がPFI法上「物権とみなされる権利」として位置付けられ、不動産に関する規定が準用される点が挙げられる。これにより、当該運営権は登記が可能となり、制度上は抵当権の設定対象となることから、プロジェクトファイナンスによる資金調達が可能とされている。また、利用料金の授受を含めた比較的自由度の高い運営が認められるため、民間事業者の創意工夫を事業運営に反映させやすいという利点がある。

一方で、本方式は手続が厳格であり、実施方針の策定、特定事業の選定 (VFM評価)、民間事業者の公募・選定、条例制定や実施契約に関する議会の議決など、多段階の手続を経る必要がある。この過程では、行政・民間双方に相応の時間、労力及びデューデリジェンス費用等のコストが発生し、案件によっては数千万円規模に達する場合もある。数千万円から数億円規模の小規模な廃校活用事業等において本方式を単独で採用する場合、こうした初期コストが事業収益を圧迫する可能性が高い。そのため、高い収益性が見込まれる場合、複数施設を一体的に扱うことで一定の規模を確保する「バルク化」を行う場合、又は地方自治体が自力で手続を遂行する場合等において採用される可能性があると考えられる。

(3) RO (Rehabilitate Operate) +コンセッション方式 (改修・運営)

「RO+コンセッション方式」とは、PFI法に基づく公共施設等運営権の設定を受け、民間事業者自らが資金調達を行い、既存施設の改修 (Rehabilitate) と、その後の長期にわたる運営 (Operate) を一体的に担う手法である。本方式の特徴としては、公共施設等運営権についてはコンセッション方式と共通しているほか、土地・建物の所有権を行政に残したまま民間事業者が相当規模の改修への投資を行う点が挙げられる。

スモールコンセッションの対象となる遊休公的施設は老朽化している場合が多く、事業開始前に一定規模の改修が不可欠となる場合が少なくない。RO+コンセッション方式では、改修費用は原則として運営権者である民間事業者が負担し、コンセッション期間中の

利用料金収入又は地方自治体からの対価（サービス購入型）により回収する構造となる。利用料金収入のみでの回収が困難な場合には、料金収入と地方自治体からの対価を組み合わせた方式が採用されることも多い。

一方で、大規模な耐震改修が必要な場合には、民間事業者による費用負担が参入障壁となることがあり、地方自治体が事前に耐震改修を行うケースもある。また、改修費用が多額になる場合には、投資回収のために20年を超える長期契約が必要となることもある。

本方式は、長期にわたる契約の法的安定性が確保されやすい点で、改修を伴うスモールコンセッションにおける有力な選択肢の一つとなりうるが、導入に要する時間、労力及びコストが負担となる点はコンセッション方式と同様である。

（４）賃貸借方式

「賃貸借方式」とは、民法上の賃貸借契約に基づき、地方自治体が保有する公共施設を民間事業者に貸し付け、当該民間事業者が施設を使用・運営する手法である。本方式の主な特徴は、事業開始までの機動性と汎用性の高さにある。貸付期間や貸付条件、地方自治体の規程等にもよるが、PFI法に基づくコンセッション方式のように議会議決を伴う多段階の手続を要しない場合が多く、契約ベースで比較的迅速に事業を開始できる。このため、地域の民間事業者にとって参入障壁が相対的に低い手法と位置付けられる。また、契約条件の設計自由度が高く、造作買い取り請求権⁵の放棄等を特約として定める⁶ことで、民間事業者の裁量に基づくリノベーションを可能とする余地がある⁷。定期建物賃貸借契約を用いる場合には、20年程度の長期契約とすることも可能であり、投資回収期間の設計に一定の柔軟性を持たせることができる。

以上より、本方式は、スモールコンセッションにおいては最もハードルの低い方式であり、他の手法と比べて採用される可能性は高いと考えられる。ただし、賃借権は法的には「債権」に留まり、物権とみなされる公共施設等運営権とは異なり、金融機関に対する担保として活用することは難しくなることについて注意が必要である。特に行政財産の場合には私権の設定が制限されるほか、行政目的による使用の必要が生じた場合には、契約解

⁵ 建物の賃借人が賃貸人の同意を得て付加した造作について、賃貸借終了時に時価での買取りを請求できる権利をいう（借地借家法第33条）。行政財産の貸付においても同条は適用されるが、実務ではその行使を排除する特約が置かれるのが一般的である。

⁶ 公益社団法人全日本不動産協会 HP、「不動産お役立ち Q&A 月刊不動産 2005年1月号掲載 店舗賃貸借契約の終了と造作の買取請求」、
https://www.zennichi.or.jp/law_faq/%E5%BA%97%E8%88%97%E8%B3%83%E8%B2%B8%E5%80%9F%E5%A5%91%E7%B4%84%E3%81%AE%E7%B5%82%E4%BA%86%E3%81%A8%E9%80%A0%E4%BD%9C%E3%81%AE%E8%B2%B7%E5%8F%96%E8%AB%8B%E6%B1%82/（2026年1月4日閲覧）

⁷ 造作買取請求権を行使しない旨を契約上明確に定めることで、契約終了時の不確実性を低減できる。この結果、民間事業者は投資回収を見据えた主体的な改修判断を行いやすくなる。

除のリスクが存在するため、金融機関は長期の融資に慎重にならざるを得ない。このため、本方式を採用する場合には、デット（借入）への依存度を相対的に低下させ、エクイティ資金の比率を高めた資金調達構成となる可能性が高い。その結果、外部資金を含むエクイティ資金の確保が事業成立上の重要な要素となる。

（５）指定管理者制度

「指定管理者制度」とは、地方自治法に基づき地方自治体が設置する公の施設について、指定管理者にその管理運営を行わせる制度であり、利用料金制を採用することも可能である。もっとも、本制度は、施設の設置目的や条例、管理仕様書等に基づく管理運営を前提とするものであり、本質的には行政の統制の下に位置付けられる制度である。このため、指定管理者による活動は施設の設置目的の範囲内に制約されることが多く、民間事業者の裁量は相対的に限定されたものとなる。また、指定管理者の指定期間は、多くの場合、3年から5年程度の比較的短期間に設定され、更新の可否は行政の判断や次なる管理主体の公募結果に左右される。このような制度設計の下では、民間事業者が自らのリスクで設備投資を行ったとしても、その投資を長期にわたって回収できるか否かを事前に合理的に見通すことが難しく、投資回収の予見可能性は低い。

以上より、本制度は行政の関与が相対的に強く、民間事業者による主体的な投資や長期的な資金回収を前提としたスキームとは必ずしも親和的ではない。特に指定管理者の地位は、公権力の行使として一方的に法的地位を付与する行政処分としての性質を有しており、行政側の判断による指定の取り消しのリスクを常に抱えている。民法上の賃貸借契約とは異なり、行政目的や公益上の必要性により、民間側の権利保全が一方的に制限され得るという不安定さは、金融機関の担保評価や投資家の収益予見性を著しく低下させる。このような行政処分に基づく地位は、権利の譲渡や抵当権の設定も困難であることから、民間事業者による主体的な投資と個人からの資金調達のあり方に焦点を当てる本研究では、本制度は主要な分析対象には位置付けないこととする。

（６）スモールコンセッションの事業手法の選択の考え方

以上の分析を踏まえると、スモールコンセッションにおいては、案件の規模や事業期間、リスク分担のあり方、さらには民間事業者による投資回収との整合性を総合的に勘案した上で、事業手法を選択することが不可欠である。行政側の効率性のみを重視して指定管理者制度を安易に採用した場合には、民間事業者の主体的な投資や創意工夫を十分に引き出せないおそれがある。一方で、案件規模や事業内容に比して過度に重い手続や組成コストを伴うコンセッション方式を適用すれば、取引費用の増大により事業成立そのものが困難となる可能性がある。

このため、スモールコンセッションにおける事業手法の選択は、特定の制度を一律に適用するのではなく、各案件の特性に応じて最適な手法を見極めるプロセスそのものが重要

となる。その際には、行政と民間の双方が各制度の特徴と限界を十分に理解した上で、事業目的や実現可能性に即した手法を選択していくことが求められる。

2 スモールコンセッションの普及を阻む課題：四つのWGの視点から

スモールコンセッションは、国のPPP/PFI政策の中で明確に位置付けられ、制度的な後押しも進められてきたにも関わらず、現場レベルでは必ずしも十分な普及に至っていない。その背景には、制度や個別施策の不足というよりも、事業化の過程において顕在化する複合的な課題が存在すると考えられる。

政府が設置した「スモールコンセッション・プラットフォーム」では、こうした課題を「普及啓発」、「人材・組織」、「事業手法」、「資金調達」という四つの視点（WG）から整理している。本節ではこの整理を踏まえ、各課題に相互に関連する「壁」として捉え直し、特に資金調達の問題が他の課題とどのように結び付いているのかを分析する。

① 第一の障壁：「イメージの壁」（普及啓発WGの領域）

多くの地方自治体職員や地域の民間事業者にとって、PPP/PFIはいまだ大規模なインフラ向けの特異な手法であるという認識が根強い。このため、比較的小規模な廃校等の活用が官民連携事業の対象になり得るという発想に至らないケースが少なくない。こうした官民双方の認識不足は、事業化への初動を阻害する要因となっている。また、事業の意義や収益構造が十分に共有されなければ、投資家や金融機関からの理解や信用を得ることは難しく、資金調達にも影響を及ぼす。

② 第二の障壁：「パートナーの壁」（人材育成・組織検討WGの領域）

スモールコンセッションの推進には、建築、法務、不動産経営、金融等にまたがる知見が求められるが、地方自治体においては、これらを横断的に担える人材や組織体制が不足している。特に、行政と民間の論理を調整し、事業全体を構想・統括するという役割を担う中間的な主体の欠如は、案件が構想段階で停滞する一因となっている。このように担い手不足は、事業の組成や持続性を制約する要因となっている。

③ 第三の障壁：「事業化の壁」（事業手法検討WGの領域）

スモールコンセッションでは、対象施設や地域特性に応じた柔軟な事業手法の選択が求められるが、その前提として一定の事前調査や専門的な検討が不可欠である。しかし、小規模な案件では調査費や専門家費用といった組成コストの比率が高くなりやすく、十分な検討が行われないまま事業化が試みられることも少なくない。その結果、リスク分担が不明確なまま公募が行われ、事業の持続性が損なわれる可能性がある。

④ 第四の障壁：「資金調達」の壁（資金調達WGの領域）

以上の課題を乗り越え、事業計画が整ったとしても、最終的に事業成立を左右するのが資金調達である。スモールコンセッションは事業規模が小さく、機関投資家の投資対象になりにくい一方、事業リスクの観点から地域金融機関の融資にも依存しにくい。特に、事業初期に必要なエクイティ資金の供給が限定的である点が大きな課題となっている。この点は、他の三つの障壁を克服した場合でも残り得る課題である。

これら四つの壁は相互に関連し、スモールコンセッション全体の事業化を阻んでいる。「イメージ」が湧かないから「組織・人材」が育たず、「ノウハウ」がないから効率的な「事業手法」が選べず、事業の確度が低いとみなされるから「資金」がつかない。本研究が資金調達に焦点を当てるのは、こうした関連構造の中で、資金調達が事業化の成否を左右する重要な要素であると考えためである。

3 エクイティ資金の供給不足に係る要因分析

前節までの整理を踏まえると、スモールコンセッションの普及を阻む資金調達上の課題は、事業初期段階におけるエクイティ資金の確保に集約されることが分かる。本節では、これまで「エクイティ・ボイド」として整理してきたこの課題について、スモールコンセッションに固有の事業特性と、金融市場における投資行動の原理との関係に着目し、その発生メカニズムを複数の要因に分けて分析する。

（1）規模の経済に起因する「スケール・ミスマッチ」とトランザクション・コストの壁

金融市場の主要なプレーヤーである機関投資家や大手ファンドは、投資効率性の最大化を行動原理としており、融資審査や投資検討に際しては、案件の規模に関わらず、デューデリジェンス（資産査定）費用、契約書作成費、会計監査費用、モニタリング費用等のトランザクション・コストが発生する。

その結果、第1章の3でも述べた通り、数千万円から数億円規模のスモールコンセッション案件では、これらのコストが投資額に占める割合が相対的に高くなり、投資効率の観点から不利となる。このため、機関投資家等にとって小規模な案件は「投資単位が小さすぎる」と判断され、投資対象から外れやすい。一方で、事業の担い手となる地域の中小の民間事業者にとっても、同規模の初期投資を自己資金で賄うことは財務的な負担が大きく、特定案件への資金の集中は経営リスクを高める要因となる。このため、単独での十分なエクイティ資金の拠出は現実的に困難な場合が多い。

このように、スモールコンセッションは機関投資家にとっては「小さすぎ」、地域の担い手にとっては「大きすぎる」投資単位となりやすく、両者の行動原理が噛み合わない「スケール・ミスマッチ」を内在している。これが事業初期に必要なエクイティ資金

の慢性的な供給不足、すなわち「エクイティ・ボイド」を生み出す主な要因となっている。

(2) リスクと期待収益の不均衡

対象となる遊休公的施設は、築年数が長く、耐震性能や地中埋設物、権利関係等に関する不確実性を内包している資産である。これらの潜在的なリスクについて、投資家が事前に完全な把握することは容易ではない。一方で、公共施設としての性格上、利用料金の引上げや用途転換には制約があり、収益の最大化には限界がある。その結果、不動産開発としてのリスクは民間の案件と同等以上となり得る一方で、収益の上振れの余地は限定されやすい。このような条件下では、リスクに見合う期待収益が確保されにくく、投資対象として選好されにくくなる。さらに詳しくは後述するが、不特法の特例事業（SPCスキーム）においては工事費に関する一定の制約が課される場合があり、制度面・実務面の工夫を伴わなければ事業成立は難しくなる。

(3) 制度・法規制が与えるリスクマネー供給の制約

地域経済の担い手として、地域金融機関（地方銀行・信用金庫等）には一定のリスクマネーの供給が期待されるが、そのビジネスモデルは預金者保護を前提とした融資（デット）を中核としている。このため、元本毀損を前提とするエクイティ投資は制度面・組織面の双方で限定的に位置付けられてきた。銀行法等に基づく出資規制（いわゆる5%ルール）⁸により、銀行本体による事業会社への直接出資には制約があり、投資子会社等を通じた出資であっても、審査は元本回収を前提とした融資基準に依拠することが多い。その結果、小規模で不確実性の高いスモールコンセッション案件へのリスクマネーの供給は限定的となっている。

(4) 投資行動・投資基盤の未成熟

日本では、家計（個人）が保有する金融資産の多くが現預金として保有されており、リスクを伴う投資への資金移転は限定的である。元本割れリスクを伴う投資は心理的ハードルが高く、地域の廃校等の活用事業への出資は一般的な投資行動として十分に定着していない。また、事業初期にリスクを引き受ける個人投資家や、地域に根ざした小規模なファンド等の投資主体は依然として限られており、地域への関与意欲や社会的関心が、安定的な資金供給に繋がる仕組みとしては十分に整備されていない。このような状況の下では、

⁸ 銀行法第16条の4第1項に基づき、銀行等は原則として国内会社の議決権を合算で5%を超えて保有できない規制。ただし金融関連企業や、事業再生・地域活性化に資する企業等（子会社対象会社）には例外がある。

融資（デット）の前提となるエクイティ資金が確保されにくく、スモールコンセッションの事業化が進みにくい状況が生じている。

4 現行の政府等の支援策の機能と限界

(1) 国土交通省によるソフト・ハード支援（補助金等）

現在、スモールコンセッションに関連する国土交通省の主なソフト支援としては、地方公共団体による官民連携事業の導入検討に必要な調査費の一部を補助する「先導的官民連携支援事業」、民間提案を活用したモデル的な取組を支援する「民間提案型官民連携モデリング事業」、事業化に向けて専門家が伴走支援する「スモールコンセッション形成推進事業」等が挙げられる。また、ハード支援としては、施設改修費の一部を助成する「社会資本整備総合交付金」等の各種補助事業がある。

これらの支援策は、事業初期におけるイニシャルコストの負担を軽減し、事業化を後押しする点で一定の効果があるが、あくまで一時的なコスト補填に過ぎない。

第一に、補助金は事業のランニングコストや将来の市場リスクをカバーするものではないことから、補助期間終了後や将来の大規模修繕時に、事業の持続性が損なわれるおそれがある。第二に、補助金は交付決定までの時間や用途制限、単年度主義といった制度的制約を伴い、スモールコンセッションに求められる機動性や柔軟な事業変更との親和性は必ずしも高くない。第三に、補助金はリスクマネーとしてのエクイティ資金ではなく、事業者が自らの責任とリスクに基づいて経営に向き合うインセンティブを形成しにくい。その結果、補助金は事業成立の一助とはなり得るものの、エクイティ・ボイドを解消する手段とはなりにくい。

(2) 一般財団法人民間都市開発推進機構及び株式会社日本政策投資銀行による金融支援

地域の遊休公的施設を活用するスモールコンセッションにおいては、民間のみでは負担しきれない事業初期のリスクを補完する主体として、公的金融の果たす役割は大きい。一般財団法人民間都市開発推進機構（以下「MINTO 機構」とする。）や株式会社日本政策投資銀行（以下「DBJ」とする。）は、こうした政策的な金融支援の中核を担ってきた。しかし、これらの制度は、特定のエリア内での実施や一定規模以上の事業を前提とした設計となっており、小規模で収益余力に制約があるスモールコンセッションへの適用には課題が存在している。

① MINTO 機構の制度と特徴

MINTO 機構は、「民間都市開発の推進に関する特別措置法」（1987 年法律第 62 号）等に基づき、都市再生や地域活性化を目的として、出資・社債取得・ファンド支援等を通じたリスクマネーの供給を行っている。スモールコンセッションとの関係で特に重要となるのは、i) まち再生出資・社債取得業務、ii) マネジメント型まちづくりファンド支援業

務、iii) 老朽ストック活用リノベーション等推進型まちづくりファンド支援業務、iv) クラウドファンディング活用型まちづくりファンド支援業務といった支援制度である。

これらの制度は、事業が都市再生や地域活性化といった政策目的に資することを制度の枠組みの中で明確化し、民間金融機関からの融資を誘引する「呼び水」として機能する点に特徴がある。実際に、廃倉庫や廃校のリノベーションを通じた先行事例においては、事業立ち上げ期のリスクマネーの供給手段として一定の役割を果たしてきた。

一方で、支援制度が特定のエリア内での実施や一定の事業規模を前提としており、支援対象は限定的となる。また、出資やファンド支援はあくまで政策目的の達成を重視するものであり、継続して同様の案件にエクイティ資金を供給する仕組みではない。

このように、MINTO 機構による支援制度は、スモールコンセッションの初動段階の資金調達における重要な手段ではあるものの、エクイティ資金を必要に応じて埋める仕組みではないことから、補助金と同様、公的支援としての限界があると考えられる。

② DBJ の制度と特徴

DBJ は、政府が全株を保有する政策金融機関として、民間金融機関のみでは資金供給が行われにくい分野に対し、長期的な視点から投融資を行う役割を担っている。スモールコンセッションとの関係で特に重要となるのは、i) 政策目的に沿った事業に対して資本性資金を供給する特定投資業務、ii) 環境・防災等の取組を評価に反映する評価認証融資といった支援制度である。

これらの制度は、いずれも政策的に意義のある事業を対象としている点で共通しているが、制度の利用にあたっては、一定の収益性や資金回収の見通しが求められる。資本性資金を供給する場合であっても、投融資比率や議決権比率には制約が設けられており⁹、事業の採算性を説明できる案件での活用が基本となる。また、評価結果を融資条件に反映する仕組みについても、融資である以上、返済原資となるキャッシュフローの確保が前提となる。これに対し、スモールコンセッションは行政が所有する遊休公的施設の再生事業であり、民間事業者が取得する権利は担保として評価しにくく、事業規模の小ささから収益の見通しが不安定となりやすい。このため、DBJ の各制度はスモールコンセッションにおいても活用できる可能性を有するものの、相応の事業収益が見込まれる案件でないと支援を受けるのは容易ではないと考えられる。

⁹ 特定投資指針（2025年財務省告示第171号）において、リスクマネー全体に対する投融資比率及び議決権比率は原則50%以下（ただし、事業の開始に当たり一時的に超過する場合又は事業遂行に必要不可欠と認められる場合は50%超も許容）とされている。

③ まとめ

MINTO 機構と DBJ は、遊休公的施設の活用において、民間事業者のみでは負担が大きいリスクを補完し得る支援主体である。ただし、いずれの制度も一定の回収見通しや収益の安定性を前提としているため、事業規模が小さく、行政が所有する施設の運営権又は使用権を前提として行われるスモールコンセッションでは、活用できる案件が限定されやすいといえる。

第3章 資金調達スキームの概観と分析フレームワークの提示

本章では、スモールコンセッションにおいて活用され得る主な資金調達手段について、制度面及び実務面の整理・分析を行う。具体的には、従来の不動産証券化スキーム及び投資型 CF を対象として、それぞれの法的性質、コスト負担、リスク・リターンの特徴を比較する。その上で、各資金調達スキームを共通の評価軸から整理するための分析フレームワークを提示し、その評価を通じて、スモールコンセッションに適した資金調達スキームを明らかにしていく。

1 主要な資金調達スキームの概観

スモールコンセッションにおいて活用され得る資金調達手段は、近年の制度整備等を背景として多様化している。本節では、資金の集め方そのものではなく、事業を受け止める法的枠組みに着目し、代表的な資金調達スキームを整理・分析する。具体的には、以下に掲げる六つのスキームについて、その法的位置付けと基本的な仕組みを概観した上で、スモールコンセッションへの適合性を分析する。

- ・ J-REIT（不動産投資信託）
- ・ TMK（特定目的会社）
- ・ GK-TK（合同会社－匿名組合）
- ・ 特定受益証券発行信託
- ・ 金商法 CF
- ・ 不特法 CF

（1）J-REIT（不動産投資信託）

J-REIT（Japanese Real Estate Investment Trust）は、「投資信託及び投資法人に関する法律」（1951 年法律第 198 号）に基づき設立された投資法人が投資主体となり、不動産を保有・運用し、その収益を投資家に分配する仕組みである。2001 年の市場創設以降、日本の不動産投資市場において主要な投資手法として定着してきた。J-REIT の特徴として、一定の要件を満たす場合には、投資法人段階での課税が回避される導管性が認められている点が挙げられる。具体的には、利益の 90% 超を分配すること等の要件を満たすこ

とで法人税が課されず、投資家段階での課税に一本化される。また、投資口が上場市場で取引され、高い流動性・換金性を有する点も重要な特徴である。

一方、スモールコンセッションの対象となる廃校や古民家等は、規模が小さく、個別性が高い案件が多い。これに対し、J-REITは大都市圏に所在し、安定した賃料収入が見込まれる比較的規模の大きな不動産を主な投資対象としている。さらに、上場投資法人として求められる継続的な開示・監査等に係るコスト負担も大きく、事業費が数億円規模に留まる案件ではコストとの均衡を確保しにくい。このため、J-REITを小規模な遊休公的施設再生事業に直接適用することは想定されない。

(2) TMK (特定目的会社)

TMK (特定目的会社) は、「資産の流動化に関する法律」(1998年法律第105号)に基づき設立される法人であり、J-REITの制度創設以前から不動産証券化において広く活用されてきたスキームである。特定の不動産等を裏付けとして、社債や優先出資証券等の資産対応証券を発行し、その調達資金により資産を取得・運用することを目的とする。TMKでは、一定の要件を満たす場合に、投資家への分配額を損金算入できる税務上の取扱いが認められており、実効税負担が軽減される点は、J-REITと共通する特徴である。

一方で、スモールコンセッションへの適用にあたっては、実務上の負担が大きい点が課題となる。TMKでは詳細な資産流動化計画を作成し、財務局へ届け出た上で、その内容に沿った運営を行うことが求められる。このため、事業内容や資金計画に変更が生じた場合には、追加的な手続が必要となり、運営上の柔軟性は限定される。また、TMKの設立・運営には、弁護士・会計士等の専門家の継続的な関与が不可欠であり、組成段階から相当の初期費用が発生する。その結果、小規模な案件ではこれらのコストが事業採算に与える影響は小さくない。さらに、TMKは主として機関投資家等による大口の投資を前提として設計されており、地域住民から小口資金を広く募る手法との親和性は高くなく、こちらも適用は想定されない。

(3) GK-TK (合同会社-匿名組合)

GK-TKは、合同会社(GK)を特別目的会社とし、投資家との間で匿名組合(TK)契約を締結して出資を受ける仕組みである。匿名組合契約は「商法」(1899年法律第48号)第535条に基づく契約形態であり、現在では私募不動産ファンドにおいて広く利用されている。GK-TKの特徴として、設立手続が比較的簡素であり、定款により組織運営や権限配分等を柔軟に定めることができる点が挙げられる。また、匿名組合契約により、投資家は業務執行に関与せず、出資額を限度とする責任の下で利益分配を受ける構造となっており、税務上も実質的に二重課税を回避できる。このように、GK-TKはプロ投資家を対象とした私募の資金調達手段としては、柔軟性とコスト面の双方において有効なスキームである。

一方、スモールコンセッションにおいて地域住民等の一般投資家から広く資金を募る場合には、制度上の前提が制約として作用する。不特定多数の投資家を対象に集団投資スキーム持分の取得勧誘を行う場合には、金商法に基づく第2種金融商品取引業の登録が必要となるほか、現物不動産を取得・運用する場合には不特法の適用を受ける。実務上は、不動産信託受益権を投資対象とする方法が用いられることが多いが、信託設定費用や信託報酬が発生するため、小規模な案件ではコスト負担が相対的に大きくなりやすい。また、GK-TKは少数の投資家による私募を前提として発展してきたスキームであり、募集方法や投資単位も大口の出資を行う投資家を想定して設計されていることから、そのまま適用することは難しい。

(4) 特定受益証券発行信託

特定受益証券発行信託は、「信託法」(2006年法律第108号)に基づき設定された信託において、金商法上の有価証券として位置付けられる受益証券を発行し、これを投資家に取得させる不動産証券化の仕組みである。受託者が信託財産を分別管理するため、倒産隔離が機能しやすく、投資家保護の水準が高い点が特徴である。また、受託者による管理と開示が前提となることから、機関投資家等が求める管理水準に適合しやすい。

一方、スモールコンセッションへの適用にあたっては、費用及び体制面での負担が大きい。信託設定費用や信託報酬等の固定費が発生するため、数千万円から数億円規模の小規模な案件では、費用負担の比率が相対的に高くなりやすい。また、受託に際してはデューデリジェンスが求められ、収益見通しや体制が十分でない案件では受託に至らない場合がある。さらに、特定受益証券発行信託では、受託者(信託銀行)に加え、受益証券の勧誘・販売や投資家対応を担う主体(第1種金融商品取引業者等)が関与することが一般的であり、それぞれが求める管理・開示水準を事業初期段階から満たすことは、地域の中小の民間事業者にとって負担が大きい。このため、特定受益証券発行信託は投資家保護の面で優れた仕組みである一方、スモールコンセッションにそのまま適用することは難しい。

(5) 金商法CF

金商法CFは、インターネットを通じて行われる投資型CFのうち、金商法の適用を受けられるものである。主に第2種金融商品取引業の登録を受けたプラットフォーム事業者が仲介を行い、投資家は営業者(事業を実施する主体)と匿名組合契約を締結し、当該契約に基づき出資を行う。金商法CFの特徴は、インターネットを活用することで、比較的少額から全国の投資家に参加の機会を提供できる点にある。受け皿として合同会社を設ける場合には、GK-TKと同様に、事業の内容や規模に応じた設計を行うことも可能である。また、投資対象は不動産そのものではなく、事業から生じる収益であり、古民家を活用した飲食事業や宿泊事業等、事業運営そのものへの投資として組成される。調達資金は事業収益を生み出すために必要であれば、内装整備や什器・備品の購入に限らず、躯体や建物付属設

備に係る工事等、建物の修繕・模様替に関する工事費に充当することも可能である。このため、スモールコンセッションにおいては、施設の存在だけでなく、そこで展開される事業の内容や取組の趣旨に対して投資家の共感を得やすい点で、金商法 CF は有効な手法の一つである。

一方で、投資家が取得する匿名組合出資持分は、原則として譲渡が想定されておらず、事業期間中に換金することは難しい。このため、出資期間が数年から十数年に及ぶ場合、投資家には資金が拘束されることに対する心理的な負担が生じやすい。また、金商法に基づく分別管理や各種の法令対応を継続的に行う必要があり、事業規模が小さい場合には、これらの対応が相対的に重い負担となる。

以上より、金商法 CF は、事業内容への共感を起点として比較的広い投資家層から資金を集めることが可能であり、資金使途の自由度も高い手法であることから、スモールコンセッションにおける資金調達手段として親和性が高いが、出資持分の換金が想定されていない点や、法令対応に伴う負担といった課題も存在する。

(6) 不特法 CF

① 不特法に基づく不特事業の概要

i) 不特事業の事業スキームの分類

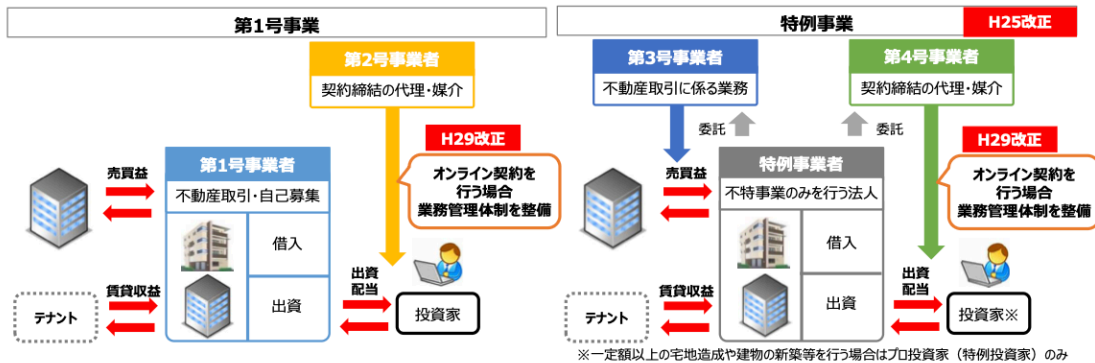
不特法に基づく不動産特定共同事業（以下「不特事業」とする。）は、複数の投資家から出資を受け、その出資金を用いて行われる不動産の売買、交換又は賃貸借といった不動産取引を通じて不動産を取得・運用し、当該不動産取引から生じる賃料収入や売却益等の収益を投資家に分配する仕組みである。不特法では、事業規模、事業主体の構成、リスク分担の在り方等に応じた複数の事業スキームが制度的に用意されている点に特徴がある。

具体的には、不特第1号事業を基礎としつつ、事業主体を SPC とすることで倒産隔離を可能とする不特特例事業、さらに参入要件や事業規模を限定することで地域の中小事業者による活用を想定した小規模不特第1号事業及び小規模不特特例事業（以下「小規模不特事業」とする。）といった形で、段階的かつ多層的な制度設計がなされている。国土交通省が公表する「不動産特定共同事業の利活用促進ハンドブック」（令和7年7月）では、これらの事業スキームについて、事業の種類、関与する事業者の構成、主な許可要件、投資家との関係性及び事業の流れ等が図解により整理されている（図1～図2）。

不動産特定共同事業法の概要

- 出資を募って不動産を売買・賃貸等し、その収益を分配する事業を行う事業者について、許可等の制度を実施し、業務の適正な運営の確保と投資家の利益の保護を図ることを目的として、平成6年に制定。
- 平成25年法改正により、**倒産隔離型スキーム（特例事業）**を導入。平成29年法改正により、登録制の**小規模不動産特定共同事業**と届出制の**適格特例投資家限定事業**を創設するとともに、クラウドファンディングに対応した環境（**電子取引業務**）を整備。

【不動産特定共同事業者（許可制）】



主な 許可要件	<input type="checkbox"/> 資本金（第1号事業者：1億円、第2号事業者：1000万円、第3号事業者：5000万円、第4号事業者：1000万円）
	<input type="checkbox"/> 宅建業の免許
	<input type="checkbox"/> 良好な財産的基礎、構成かつ適確に事業を遂行できる人的構成
	<input type="checkbox"/> 基準を満たす契約約款（一般投資家を対象とする場合のみ）
	<input type="checkbox"/> 事務所ごとの業務管理者配置（不特事業3年以上又は登録証明事業（AREMスター、ビル経営管理士、不動産デジタルマスター））

【小規模不動産特定共同事業者（登録制）】 H29改正

主な要件 の違い	<input type="checkbox"/> 投資家一人あたりの出資額及び投資家からの出資総額がそれぞれ原則100万円、1億円を超えないこと
	<input type="checkbox"/> 資本金（小規模第1号事業者：1000万円、小規模第2号事業者：1000万円）

図1 不特法の概要

（出所：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」）

不動産特定共同事業の典型的な流れ

- 一般的な不動産特定共同事業では、①出資の募集を行い、出資金等により不動産を取得し、②賃貸した上で、賃貸利益等を事業参加者に分配する。一定期間後、③不動産の売却を行い、売却益等を分配することで、事業が結了する。

【不動産特定共同事業の典型的な流れ】

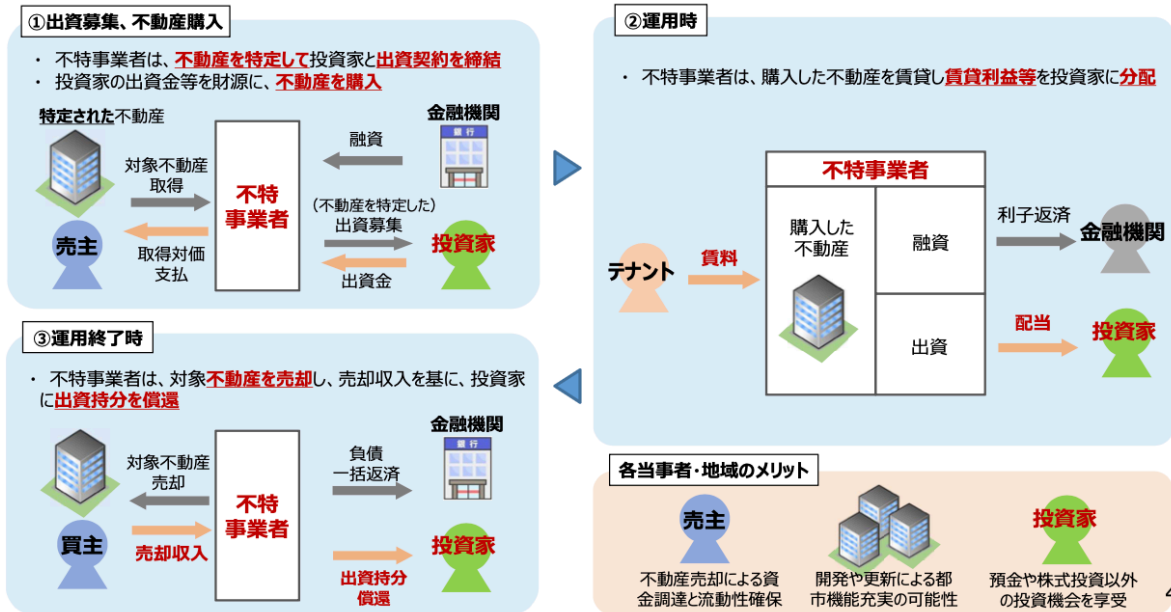


図2 不特事業の流れ

（出所：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」）

以上を踏まえると、不特法の事業スキームには、事業規模やリスク許容度に応じて使い分け可能な複数の選択肢が存在している。特に本研究で対象とするスモールコンセッションとの関係では、小規模な案件や地域の中小の不動産・建設関連事業者が主体となる案件を、如何に制度的に支え得るかが重要な論点となる。

以下の表2は、不特法に基づく主要な事業スキームについて、制度上の基本的性格、想定される主な活用場面、スモールコンセッションとの親和性という三つの観点から比較分析を行ったものである。

表2 不特事業の事業スキームの分類（筆者作成）

	第1号事業	特例事業	小規模第1号事業	小規模特例事業
制度上の基本的性格	不特法に基づく最も基本的な事業形態であり、事業者自らが不動産を取得・賃貸借・運用し、その収益を投資家に分配する通常型のスキーム。倒産隔離は行われ ない。	第1号事業を基礎としつつ、事業主体をSPCとすることで、他事業からの影響を遮断する倒産隔離を行ったスキーム。	第1号事業のうち、投資家一人あたりの出資額の上 限が100万円である等、事業規模を限定することで参入要件を緩和し、地域の中 小事業者でも活用しやす くしたスキーム。	小規模第1号事業を基礎とし つつ、倒産隔離の考え方を組み合 わせることで、小規模とリスク の遮断を両立させたスキーム。
想定される主な活用場面	一般的な収益不動産の取得・賃貸借・運用や、開発・改修を伴う案件を含む、事業性が比較的 確立された案件。	一定の開発・改修を伴う案件や、融資と組み合わせた官民連携事業など、事業リスクの分離が 求められる案件。	古民家や空き店舗等の取得・賃貸借・運用や、改修等を伴う案件を含む、比較的 小規模な案件。	小規模だが改修を伴う案件等、事業リスクの分離が求められる 案件。
スモールコンセプションとの親和性	体制要件等が相対的に重い が、改修費等に上限がないため、幅 広く活用可能。	SPCに伴う固定費負担が相対的に重 く、改修費等が物件価格の1割以内 といった制約があるため、活用は限 定的。	体制要件等が相対的に軽く、改修費 等に上限がないため、小規模案件に 幅広く活用可能。	SPCに伴う固定費負担が相対的に重 いが、改修費等が1億円以内と比 較的に緩い制約のため、小規模案 件への活用が期待。

※本稿では、本表における「第1号事業」を「不特第1号事業」、「特例事業」を「不特特例事業」、「小規模第1号事業」を「小規模不特第1号事業」、「小規模特例事業」を「小規模不特特例事業」とする。

※ 届出制の適格特例投資家限定事業は、投資家がプロ投資家に限定されていることから、地域住民やファンによる共感・共創投資を対象とする本研究の対象とはしない。

ii) 不特事業を行う事業者の分類

不特法に基づく事業スキームは、単一の主体がすべての機能を担うことを必ずしも前提としておらず、事業の実施、勧誘、取引実務といった機能を複数の事業者が分担する構造を有している。この機能の分担は、事業規模やリスク特性に応じた柔軟なスキーム設計を可能とする一方で、どの主体がどの役割を担うのかを明確に整理しなければ、制度の理解が困難となる。

以下の表3は、不特法における主要な事業者の分類について、採用する事業スキーム、制度上の役割、想定される主体像という三つの観点から比較分析を行ったものである。

表3 不特事業を行う事業者の分類（筆者作成）

	第1号事業者	第2号事業者	第3号事業者	第4号事業者	小規模第1号事業者	小規模第2号事業者	特例事業者 (SPC)
採用する事業スキーム	第1号事業	第1号事業	特例事業	特例事業	小規模第1号事業	小規模特例事業	特例事業・小規模特例事業
制度上の役割	事業主体として、不動産の取得・賃貸借・運用・分配等を一体的に担当。	勧誘・媒介・契約締結代理を担当。	特例事業者から委託を受け不動産取引等の実務を担当。	特例事業者から委託を受け勧誘・媒介・契約締結代理を担当。	事業主体として、簡素な体制で不動産の取得・賃貸借・運用・分配等を一体的に担当。	特例事業者から委託を受け不動産取引等の実務を担当（第3号事業者に相当）。	事業主体として、倒産隔離された形で不動産の保有と資金調達を担当。
想定される主体像	不動産・建設関連会社、まちづくり会社等	プラットフォーム、募集支援事業者	不動産・建設関連会社、不動産AM会社等	不動産・建設関連会社、プラットフォーム、勧誘専門事業者等	地域の不動産・建設関連事業者、まちづくり会社等	地域の不動産・建設関連会社、不動産AM会社等	官民連携事業用のSPC

※本稿では、本表における「第1号事業者」～「第4号事業者」を「不特第1号事業者」～「不特第4号事業者」、「小規模第1号事業者」・「小規模第2号事業者」を「小規模不特第1号事業者」・「小規模不特第2号事業者」、「特例事業者」・「小規模特例事業者」を「不特特例事業者」・「小規模不特特例事業者」とする。また、これらの事業者を総称して「不特事業者」とする。

② 不特法 CF

不特法 CF は、不特法に基づき、許可又は登録を受けた不動産・建設関連事業者¹⁰が、インターネットを通じて投資家から出資を募り、現物不動産の取得・賃貸借・改修・運用を行い、その収益を分配する仕組みである。2017年の不特法改正により、電子取引業務（CF）に関する規定が整備され、急速に普及した。不特事業の最大の特徴は、投資対象が不動産そのものである点にある。これにより、事業者は不動産を信託受益権化するコストをかけることなく、現物不動産を直接ファンドに組み入れることができる。

また、小規模不特事業という特例制度（出資総額1億円以下、投資家一人当たり100万円以下等の制限あり）が設けられたことで、資本金の少ない地域密着型の不動産・建設関連事業者やリノベーション事業者でも参入が可能となった。なお、SPCが工事を不特第3号事業者へ委託し、その資金を一般投資家から集める不特特例事業では、「工事費は対象不動産価格の10%以下」に抑えなければならない。一方で、当該工事を小規模不特第2号事業者に委託する小規模不特特例事業では、この上限枠は「1億円以下」になる。

投資家にとっても、「地元の廃校がホテルに生まれ変わる」といった具体的なプロジェクトに出資することで、自分がまちづくりの当事者であるという実感を持ちやすく、スモールコンセッションと親和性があることから、不特法 CF は有効な手法の一つである。

しかしながら、不特法 CF もまた、金商法 CF と同様に譲渡を前提としておらず、二次流通市場を持たないため、流動性・換金性の欠如という課題を抱えている。

2 資金調達スキームの分析フレームワーク

本章の1で整理・分析した通り、資金調達スキームによってはスモールコンセッションに向き・不向きがある。本節では、1で分析した資金調達スキームを対象に、投資市場の中での相対的な位置付けを把握するため、改めて二つの軸から捉える象限図による分析フレームワークを提示する（図3）。本分析フレームワークにより、後続章におけるスモールコンセッションにおける資金調達スキームの分析に向けた見取り図を示す。

（1）座標軸の定義

資金調達スキームのフレームワーク（図3）では、横軸に「投資金額」を取り、左側を小規模、右側を大規模とする。縦軸に「法的リスク分担」・「コスト構造」・「共感・共創の度合い（投資家と事業との関係性）」を取り、上方に位置するほど、倒産隔離や厳格な開示・管理を前提とした法的保全が重視され、それに伴いコスト構造は重く、共感・共創の度合いは相対的に希薄化する。一方、下方に位置するほど、形式的な法的保全よりも実質

¹⁰ 不特法では、事業の許可や登録を受けるためには、原則宅地建物取引業法に基づく宅地建物取引業者であることが必要となる。

的な信頼関係に依拠した構造となり、コストは相対的に抑制され、共感・共創の度合いは相対的に重視される。

(2) 各象限の特徴と本研究の戦略的ポジショニング

第1象限（右上）は、大規模な投資金額と厳格な法的リスク分担、高コスト構造を前提とする領域であり、J-REIT、TMK、GK-TK、受益証券発行信託といった従来型の不動産証券化スキームが主に位置付けられる。共感・共創の度合いが相対的に希薄化することからも、スモールコンセッションとの親和性は低い。

第2象限（左上）は、小規模な案件に対して過大な法的リスク・管理コストを必要とする領域であり、初期の実証実験的な案件等の特殊な場合を除き、費用対効果の観点から実務的には成立しにくい。

第3象限（左下）は、小規模な投資金額と実質的な信頼関係、低コスト構造を前提とする領域であり、金商法CF・不特法CFが位置付けられる。共感・共創の度合いが相対的に重視されることから、スモールコンセッションとの親和性は高い。

第4象限（右下）は、大規模資金を低コストかつ緩やかな規制で調達することを想定する領域であり、投資家保護との整合性が確保しにくく、理論上は成立が困難である。

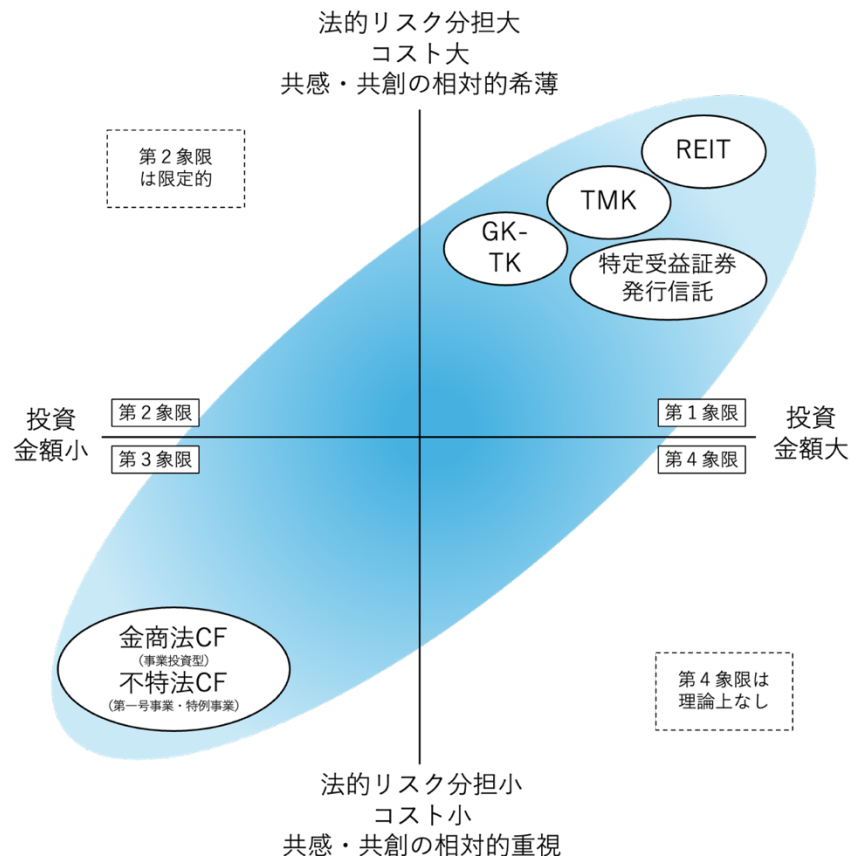


図3 資金調達スキームと分析フレームワーク（筆者作成）

3 個々の事業の資金調達に関する五つの評価軸

中村（2025c）等の先行研究及び前章までの分析を踏まえれば、個々のスモールコンセッションに適した資金調達スキームが満たすべき要件は、以下の五つの評価軸に集約される。これらは、既存の金融手法がスモールスケール PPP に十分に適合してこなかった要因を整理したものであり、個々のスモールコンセッションに適した資金調達スキームの検討への示唆となる。

（1）コストの合理性

【課題】

廃校や古民家等の改修費は数千万円から数億円程度であり、資金調達に伴うランザクション・コストの負担が相対的に重くなりやすい。よって、既存の高度な金融スキームをそのまま適用すると、コストが事業収益を圧迫しやすい。

【要件】

小規模な事業に見合ったコスト水準を実現できる設計とし、調達・維持に要する費用が事業収益の範囲内に収まっていることが要件となる。

（2）リスクの許容度との整合性

【課題】

遊休公的施設の活用は、建物の瑕疵や需要の不確実性といった下振れリスクを伴う一方、地域性や公益性に由来する制約から収益の上振れの余地が限定されやすい。この特性は、利回りを重視する一般的な投資判断と整合しにくい。

【要件】

金銭的リターンが限定されることを前提に、事業への関与や施設利用の優待等のユーティリティによる非金銭的なリターンによって補完することで、一般投資家の負担リスクを抑制し、投資家のリスク許容度と整合させることが要件となる。

（3）流動性・換金性の確保

【課題】

投資型 CF は期中の譲渡に制限がある、又は換金手段が限定されており、長期に資金が拘束されやすい。高利回りで補うことが難しいスモールコンセッションでは、換金制約自体が投資判断上の障壁となる。

【要件】

投資回収に時間を要することから長期運用を前提としつつも、運用期間の柔軟な設定や、収支・稼働率等の開示を行うほか、必要な時に換金できる適度な流動性を持たせる等、投資家の資金拘束に対する心理的負担を軽減することが要件となる。

(4) 小口化・簡素化と住民参加

【課題】

従来の資金調達スキームでは、最低投資額が高額に設定されることが多く、個人にとって参画のハードルが高い。その結果、地域住民の応援意欲が実際の出資に結び付きにくくなる。

【要件】

最低投資額を一口数万円程度に小口化するとともに、申込から運用状況の確認までの手続を簡素化し、家計規模やライフステージに関わらず参加できるようにすることが要件となる。

(5) 地域性・公益性の確保

【課題】

利回りのみを重視する外部資本が主となる運営では、地域の意向や利用実態が十分に反映されず、地域課題の解決等の公益的な目的が損なわれるおそれがある。こうした状況は、地域との合意形成を困難にし、事業の立ち上げや継続にも影響を及ぼし得る。

【要件】

地域のステークホルダーが関与できるガバナンスを前提とし、利用価値や体験価値等のユーティリティの付与等により地域内での資金循環と信頼形成を促し、公益性と経済合理性を調和させることが要件となる。

4 小括と本研究の対象とする資金調達スキーム

本章では、スモールコンセッションにおける資金調達スキームとして、不動産証券化スキーム及び投資型CFを中心に、主要な六つのスキームの特徴と適用可能性を整理してきた。その結果、J-REIT、TMK、GK-TK及び特定受益証券発行信託といった従来型の不動産証券化スキームは、一定規模以上の資産や安定した収益を前提とする高コスト構造を有しており、小規模で個別性の高いスモールコンセッションには適合しにくいことが確認された。

これに対し、金商法CF及び不特CFは小口化と低コスト性を前提に、地域住民や関係人口といった一般投資家を資金供給主体として取り込み得る点に特徴があり、スモールコンセッションが直面するエクイティ資金の不足という課題と高い親和性を有する。

以上の整理から、スモールコンセッションにおける資金調達は、従来型の金融市場の延長線上ではなく、共感や関与（共創）を重視する「第3象限」において成立させることが現実的かつ戦略的であることが示される。

本研究では、この第3象限に位置付けられる投資型CFを、スモールコンセッションの資金調達スキームとして新たに中核に据え、その実態と課題を次章以降で検討する。

第4章 共感・共創投資の潮流：投資型CFとその特徴

1 デュアルリターンとダイレクトコネクティング

(1) 現代ファイナンス理論の限界と「デュアルリターン」の提唱

現代ポートフォリオ理論 (Modern Portfolio Theory : MPT)¹¹や資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model : CAPM)¹²に代表される伝統的なファイナンス理論は、投資家を「リスク」と「金銭的リターン」という二軸に基づき合理的に行動する主体として捉えてきた。この枠組みにおいては、投資対象の評価は期待収益率と価格変動リスクに集約され、金銭的リターンの最大化が合理的行動の前提とされる。

しかし、この理論的枠組みをこれまで整理してきたスモールコンセッションに当てはめた場合、その多くは金銭的リスク・リターン評価の基準に照らすと「投資不適格」と判断されやすい。これは、老朽化や権利関係に起因する事業リスクが相対的に高い一方で、公益性や地域配慮を前提とするため、収益の最大化には一定の制約が伴うためである。もっとも、近年の行動経済学や実証研究は、投資家の意思決定が必ずしも金銭的リターンの最大化のみに基づくものではないことを示している。社会的意義への共感、地域への貢献実感、事業への関与といった非金銭的要素も投資家に効用をもたらし、投資判断に影響を与え得ることが、門永・葉袋 (2024) や中村 (2025c) 等において指摘されている。

このような投資行動を踏まえると、非金銭的要素は投資家が許容する金銭的リターンの水準に影響を与え、結果として要求収益率¹³の形成に作用する経済合理的な機能を有していると解釈することができる。すなわち、投資家は金銭的リターンのみならず、地域貢献や事業参加によって得られる満足感等の非金銭的リターンを含めて投資成果を総合的に評価している。

本研究では、このように「金銭的リターン」と「非金銭的リターン」を併せた投資成果を「デュアルリターン」と定義する。この概念を用いることで、従来のファイナンス理論の下では経済合理性を欠くと評価されてきたスモールコンセッションのような事業であっ

¹¹ 複数の資産を組み合わせることで、同じ期待収益率であればリスクを最小化できるとする理論であり、投資判断を期待収益率とリスク (価格変動) の関係で説明する枠組みである。なお、期待収益率とは、将来得られる可能性のある収益を確率的に見積もり、その平均値として算出した収益率であり、投資判断において「どの程度のリターンを見込むか」を示す代表的な指標である。

¹² 投資家は金銭的な損得を基準に行動すると仮定し、資産の期待収益率は、市場全体の動きにどの程度影響を受けやすいかによって決まると説明する理論である。

¹³ 投資家が当該投資に伴うリスクを受け入れるために最低限必要と考える収益率であり、この水準を下回ると投資を行わないという判断基準として用いられる。

ても、投資型 CF を通じて、第 3 象限における新たな投資として成立し得ることを理論的に説明することが可能となる。

(2) ユーティリティを媒介としたダイレクトコネクティングと関係性の再構築

デュアルリターンの中核には、非金銭的リターンが投資家にとって具体的に認識・享受可能な形で提示され、投資家と事業との関係性そのものが再構築される必要がある。従来の間接金融や J-REIT 等の市場金融では、仲介者の介在により効率性やリスク分散が図られる一方、投資家と個別の事業や地域との関係は希薄化し、投資成果は主として金銭的リターンとして把握されてきた。この構造の下では、非金銭的リターンを投資判断に組み込む余地は限定的である。

これに対し、インターネット等を活用して仲介コストを抑制し、地域住民や関係人口が特定の事業に直接的に資金を投じる仕組みが「ダイレクトコネクティング」である。この仕組みにより、投資家と事業との距離が縮まり、非金銭的リターンを意図的に組み込んで提示することが可能となる。本研究では、媒介としての非金銭的リターンの具体的な要素を「ユーティリティ」と定義する。ユーティリティとは、金銭的分配とは別に、施設・サービスの利用、体験への参加、事業への関与といった形で投資家に提供される非金銭的価値であり、投資家の満足感や共感を通じて投資判断に影響を与える。これらは、利用型、体験型、関与型等に整理でき¹⁴、いずれも投資家が個別の事業や地域との関係性を実感する契機となる。

このようなダイレクトコネクティングの下では、投資家は単なる資金の出し手ではなく、個別の事業や地域に関与する「当事者」として位置付けられる。ユーティリティを媒介として非金銭的リターンが可視化・実体化されることで、デュアルリターンの成立が支えられ、投資家・事業・地域が「共創」する関係性が再構築される。

(3) デュアルリターンによる要求収益率の形成と資本コストへの影響

これまでで整理したデュアルリターンの中核には、投資成果を金銭的リターンと非金銭的リターンの両面から捉えるものであり、ユーティリティやダイレクトコネクティングを通じて、その非金銭的要素を具体化・可視化する点に特徴がある。本節では、こうした仕組みが投資家の要求収益率の形成にどのような影響を及ぼし得るのか、さらにそれが事業全体の資本コストにどのように関係するのかを考察する。

要求収益率とは、投資家が当該投資に伴うリスクを受け入れるために最低限必要と考える収益率であり、従来のファイナンス理論では主としてリスク水準と金銭的リターンとの

¹⁴ 商品やサービスの提供、利用券等を付与する「利用型ユーティリティ」、イベント参加や生産・運営過程への参加を通じた「体験型ユーティリティ」、応援者・関係者としての参加意識を醸成する「関与型ユーティリティ」、そしてこれらのうちのいくつかをセットにした「混合型ユーティリティ」などに類型化できる。

関係によって決定されると想定されてきた。しかし、投資家が投資成果を金銭的リターンのみ限定せず、非金銭的リターンも含めて評価する場合、要求収益率の形成過程そのものが変化し得る。デュアルリターンで投資成果を評価した結果、金銭的リターンが相対的に低い水準に留まる場合であっても、非金銭的リターンによって投資全体としての納得感が補完され、投資判断が成立する可能性が生じる。これは、非金銭的リターンが投資家の評価基準に作用し、受容可能と考える金銭的リターン水準が相対的に低下する、すなわち事実上の要求収益率の低下として現れる場合があることを意味する。

このような要求収益率の形成への影響は、スモールコンセッションにとって重要な意味を持つ。遊休公的施設の活用事業は、公益性や地域配慮を前提とするため収益最大化に制約が課されやすい一方、地域資源の再生やコミュニティ形成といった非金銭的価値を相対的に大きくする。これらを投資成果として提示できる場合、従来の金融市場では成立しにくかった事業であっても、投資としての成立可能性が高まる。さらに、投資家の要求収益率の判断基準の変化は、事業全体の資本コストにも波及し得る。共感や関与を動機とする投資が一定割合を占める場合、資金提供に際して要求される金銭的リターンは、短期的な収益最大化を目的とする資金と比較して相対的に安定しやすくなる。その結果、過度に高いリターン要求が緩和され、事業リスクを許容可能な範囲で吸収しつつ、長期的視点に立った事業運営を可能とする資本コストの構造が形成される。

以上より、ユーティリティ、デュアルリターン、ダイレクトコネクティングを組み合わせた枠組みは、従来の金融理論の下では成立が困難とされてきたスモールコンセッションについて、どのような条件の下で投資として成立し得るのかを説明する理論的な基盤を提示するものである。

2 投資型 CF の特徴とスモールコンセッションへの適用可能性

(1) 投資型 CF の概要

投資型 CF とは、インターネットを通じて多数の投資家から資金を募り、事業や不動産からの収益を分配する仕組みであり、日本においては主として金商法又は不特法に基づいて実施されている。従来の間接金融や市場金融と比較すると、投資家が特定の事業内容や地域的な文脈を理解した上で参加する点に特徴があり、資金の出し手と事業との距離が相対的に近い構造を有している。これは、前節で整理したダイレクトコネクティングであり、投資家を単なる資金提供者ではなく、事業の目的や価値に共感し関与する主体として位置付けることができる。事業の背景やストーリーを可視化することで、投資家は利回り情報のみならず、事業の意義や社会的価値を含めて投資判断を行うことができ、非金銭的リターンが意識的に組み込まれやすくなる。

また、投資型 CF では、金銭的リターンに加えて、商品やサービスの提供、施設利用、イベント参加といったユーティリティを備えた非金銭的リターンが付与される場合も多く、投資家は投資成果を具体的な体験や利用価値として享受することができる。こうした

特性は、地域資源の再生やエリア価値の向上といった非金銭的価値の比重が大きいスモールコンセッションにおいて特に重要な意義を持つ。さらに、比較的少額からの投資参加が可能であり、地域住民や関係人口といった多様な主体の積極的な参画を促すことができる。これにより、資金調達と同時に支援者・利用者・応援者を形成する効果が期待でき、事業開始後の利用促進や情報発信、地域内での理解醸成を通じて、事業の持続可能性を高める要因となる。

さらに、投資型 CF による資金調達の成否は、その事業に対する市場や地域住民等の一般投資家からの直接的な評価の現れでもある。すなわち、投資型 CF は単なる資金集めの手段に留まらず、広範なステークホルダーからの共感に基づく出資という具体的な行動を通じて、事業そのものの妥当性を客観的に確かめる「判定」機能を内包している。

以上より、投資型 CF は、デュアルリターン及びダイレクトコネクティングの考え方を具体的な制度として実装し得る、スモールコンセッションとの親和性が高い資金調達スキームであるといえる。

(2) 金商法 CF (テナント型)

① 特徴とメカニズム

金商法 CF は、投資家と事業者が商法上の匿名組合契約等を締結し、特定の事業から生じるキャッシュフローを分配原資とする資金調達スキームである。法的には、第2種金融商品取引業の登録を受けたプラットフォーム事業者が募集又は私募の取扱いを行う。投資対象は不動産の所有権や賃借権そのものではなく、当該施設を用いて行われる宿泊、飲食、物販等の事業運営である。このため、投資家は不動産価値の変動リスクよりも、運営主体の経営能力や需要変動に起因するオペレーショナル・リスクを主として負担する構造となる。事業収益が計画を上回れば高い配当（アップサイド）が期待できる一方、事業が不調に終われば元本毀損の可能性がある。不動産の所有や賃借に縛られずに組成できる柔軟性があるため、テナント・施設運営等のソフト事業を中心とするスモールコンセッションにおいて、広範な個人投資家から小口資金を調達する初期段階の資金調達スキームとして位置付けられる。

② 事例分析

金商法 CF において共感・共創を基盤とした資金調達を確立した事例として、ミュージックセキュリティーズ株式会社が運営するプラットフォーム「セキュリテ」が挙げられる。特に 2011 年の東日本大震災後に組成された「セキュリテ被災地応援ファンド」は、一口 1 万円（うち 5,000 円は寄付、5,000 円は出資）という極めて小口の出資を通じて、金銭的リターンを主目的としない個人資金を広範に動員した点が注目される。

投資家の主たる動機は被災地支援への共感にあり、事業者の復興へのストーリーが投資行動を後押しした結果、被災された事業者 38 社に対して、延べ 29,282 人から 10 億

9,649万円もの資金調達に成功した。この資金は、金融機関の融資判断において、匿名組合出資という性質を踏まえ「資本性借入金として評価され得るもの」と位置付けられ、個人の共感による資金が呼び水となって金融機関の融資を引き出すレバレッジ効果が確認された¹⁵。近年においても、飲食業、食品製造業、酒蔵、宿泊業等の地域に根差した中小事業者を対象に、金商法CFは平時の事業資金の調達手法として活用されている。投資家は一口1万円から5万円程度の比較的少額から参加可能であり、想定利回りに加え、事業者の理念や商品・サービスへの共感、地域への貢献（共創）といったユーティリティを重視して投資判断を行う点に特徴がある（図4）。

このようなスキームでは、調達資金は返済義務や担保提供を伴わず、事業成果に応じて分配が行われるため、事業者にとっては初期負担を抑えつつ、新たな取組に挑戦するための資金として機能する。

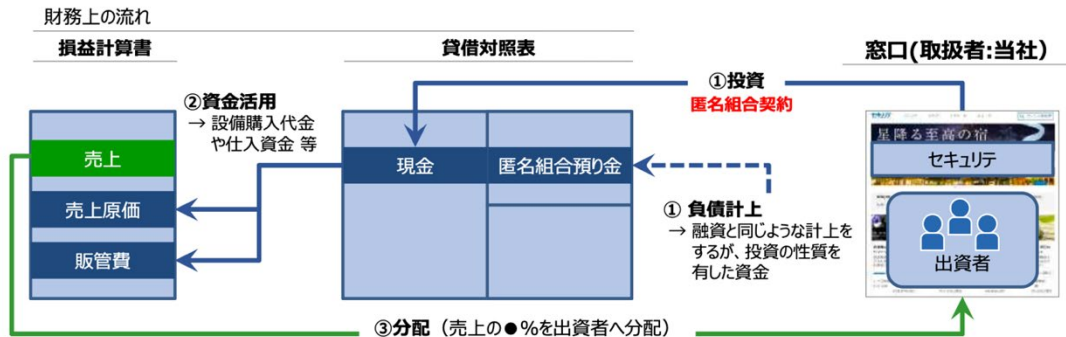
以上より、金商法CFは、共感や共創を基盤とする個人からの小口資金を集約し、地域の事業者の信用力や事業実行力を補完する手法であり、またスモールコンセッションにおける初期段階の資金調達と支援者形成を同時に実現し得る仕組みとして位置付けられる。

¹⁵ ミュージックセキュリティーズ株式会社 HP, 「同年（※2011年（筆者注））、金融庁が金融検査マニュアルの明確化を発表し、『セキュリテ被災地応援ファンド』による出資金も被災企業の資本性借入金として金融機関によって評価され得ることが明確化された。これにより、『セキュリテ被災地応援ファンド』によって調達した資金が被災企業の経営基盤を改善する資本性の高い資金とみなされることによって、債務超過であっても金融機関からの新たな新規融資を受け易くなり、さらなる復興の動きが加速。北都銀行が、2012年12月に株式会社丸光製麺に対して融資を行うに際し、『セキュリテ被災地応援ファンド』により日本全国1,980名の個人から復興資金として調達した出資金を日本で初めて資本性借入金と評価した。」

<https://www.musicsecurities.com/company/history> （2025年12月31日閲覧）

「事業投資型クラウドファンディング」スキームの全体像

- 匿名組合契約を通じて、資金を事業者へ直接供給
- 事業の売上を当初設定した分配率に応じて、出資者に分配



契約形態	匿名組合契約（商法第535条、金融商品取引法等）
会計処理	負債の部 匿名組合預り金として計上（※）
分配原資	特定事業の売上の一部
運用期間	3～5年程度（3ヵ月～10年間の事例もあり）
調達金額	数百万円～3億円
1口金額	個人：1万円～5万円程度 法人：100万円程度～
資金使途	材料調達、販管費、設備調達 等

図4 事業投資型CF（セキュリティ）のスキーム
 （出所：ミュージックセキュリティーズ株式会社（2025）
 「事業投資型クラウドファンディング会社説明資料」）

③ スモールコンセッションへの適用

本研究で想定する金商法CFの典型的なユースケースは、テナント事業者が施設の所有者たる行政と、直接賃貸借契約又はPFI法に基づく公共施設等運営権実施契約に基づく事業関係を構築し、内装・設備・運転資金等のソフト投資を金商法CFで調達し、当該事業から生じる収益を分配原資とする「テナント型」である。具体的には、行政が寄附を受けた古民家等の比較的小規模な施設において単一の民間事業者が入居・事業運営するケースが想定される。

i) 賃貸借方式

民間事業者が行政から施設を賃借して運営を行う場合、金商法CFは内装工事費、設備購入費、運転資金等といった事業運営に直結する資金の調達に適している（図5）。投資対象は建物躯体そのものではなく事業であるため、投資家に対しては造作や備品等への投資として説明することが可能である。また、地域住民等の個人投資家は想定利回り等の金

銭的リターンだけでなく、開業後の利用特典等の非金銭的リターンも含めて総合的に投資可否を判断する。これを踏まえ、事業者側もデュアルリターンを投資条件として設計・提示することが可能である。ただし、事業終了時の造作・設備の帰属や原状回復の範囲については、行政との間で事前に明確化しておく必要がある。

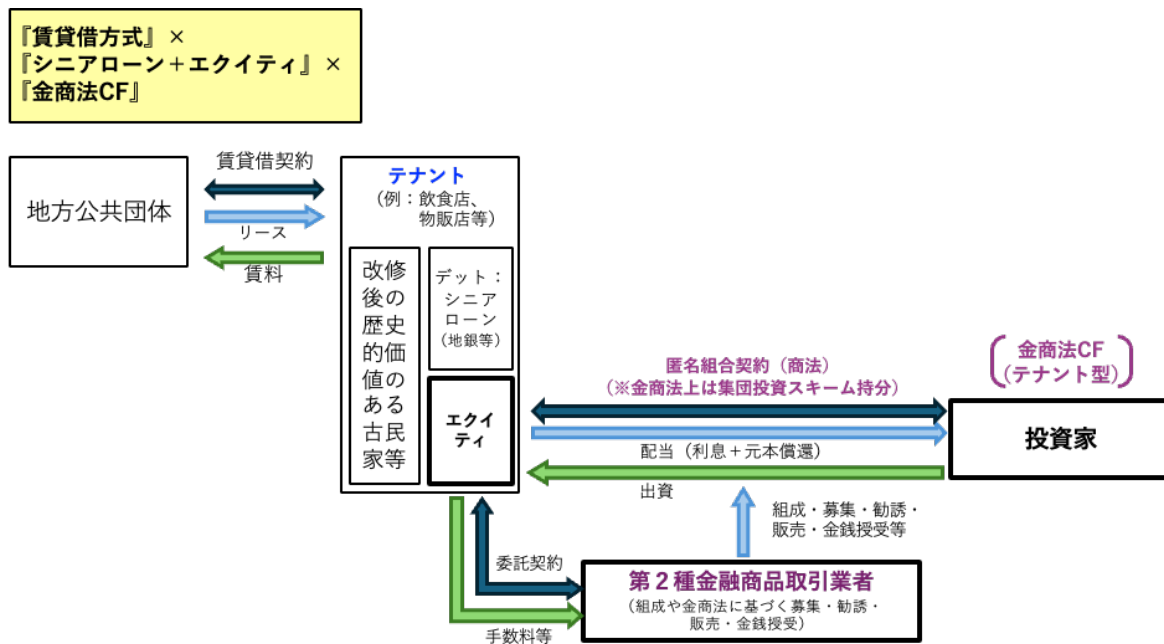


図5 金商法CF（テナント型）による資金調達のイメージ（筆者作成）

ii) コンセッション方式

PFI法に基づくコンセッション方式において民間事業者が運営権を取得する場合、金商法CFは貸借方式と同様に内装工事費等のほか、運営権対価の支払いに充てる資金の調達に適している。投資家は長期の事業運営期間における需要や運営能力に左右される事業収益に対して出資することとなる。貸借方式と同様、廃校や歴史的な建築物といった地域資源の活用を通じて、地域の生活や文化を支える事業である点は、投資家にとって社会的意義を感じやすい構造を有している。

iii) R0+コンセッション方式

改修と運営を一体的に行うR0+コンセッション方式においても、金商法CFを活用することは制度上可能であるが、実務上は調達資金の用途についての投資家への説明に工夫を要する場合がある。例えば、大規模な躯体改修のように投資回収期間が長期化しやすく、直接的な収益との結び付きが説明しにくい支出については、投資家が期待するリターンと想定するリスクとの間にずれが生じる場合がある。この場合、金商法CFによる調達資金

は、内装、什器、システム導入費、広告宣伝費等、事業運営に密接に関連し、比較的短期に収益へ反映されやすい支出に重点的に充当し、大規模な躯体改修については金融機関からの融資を充てるといった役割分担を図ることが現実的である。

(3) 不特法 CF (サブリース型)

① 特徴とメカニズム

不特法 CF は、事業者が投資家と匿名組合契約等を締結し、出資金を用いて現物不動産の取得・賃貸借・改修・運営を行い、その収益を分配する資金調達スキームである。金商法 CF との決定的な違いは、投資家への分配原資が不動産の賃貸又は売却から生じる収益として法制度上明確に位置付けられている点にある。すなわち、賃貸収益を投資家への分配原資とする場合には、不特法に基づいて実施する必要がある。この点で、不特法 CF はハードとしての不動産と一体となった収益構造を前提とする資金調達スキームである。

また、小規模不特事業の導入により、資本金要件等が緩和され¹⁶、地域の不動産・建設関連事業者が主体的に参入しやすい環境も整備されている。地方自治体から施設を借り受けた事業者が、改修や修繕等を行った後にテナント事業者へ転貸（サブリース）し、その賃料収益を分配原資とする場合には、当該転貸事業と一体として不特法 CF を活用することが合理的である。投資家にとっても、自らの出資によって物理的に建物が再生される過程が可視化されるため、まちづくりへの参加の実感を得やすいことから、不特法 CF はスモールコンセッションにおいて広範な個人投資家から小口資金を調達する初期段階の資金調達スキームとして位置付けられる。

② 事例分析

不特法 CF において共感・共創を基盤とした資金調達を確立した事例として、株式会社エンジョイワークスが運営するプラットフォーム「ハロー！RENOVATION」が挙げられる。同社は、行政や民間が所有する遊休化した住宅や歴史的建築物等を対象に、リノベーションを行った上で利活用を行い、その過程に投資家や地域の関係者を巻き込む形で事業を展開してきた。

例えば、鎌倉市が所有する歴史的建築物である旧村上邸を対象とした再生事業では、施設を一定期間借り受け、改修・保全を行った上で、企業研修や地域の交流の場として継続的に活用されている。資金調達には不特法 CF が用いられ、改修費用や初期運営費用を投資家から募るスキームが採用されている（図 6）。本事例の特徴は、利回り情報だけでな

¹⁶ 通常不特事業者に求められる資本金 1 億円以上の要件が原則として 1,000 万円以上に緩和されるとともに、組織として独立した管理部門（コンプライアンス部門）の設置までは求められず、事業を行う部門の責任者と管理部門の責任者が別人であれば（兼務していなければ）、専従の管理部門や多人数の体制を前提としない少数人数体制による合理的な管理が認められている。

く、対象不動産の歴史的背景や地域における位置付け、将来的な利活用の方向性といった「物語性」を重視した情報提供が行われている点にある。また、事業の完成形のみならず、その検討・形成過程を共有するプロセス重視の設計により、投資家は地域資源の再生を「自分ごと」として捉え、応援・共感・共創の主体として関与する構造となっている。門永・葉袋（2024）によれば、同社の案件では、投資家の約85%が事業者への共感や応援を主たる投資理由としており、金銭的リターンを主目的とする投資行動とは異なる傾向が確認されている。

このような不特法CFは、スモールコンセクションにおいてハード整備の資金調達と支援者・関係人口の形成を同時に実現し得る仕組みとして位置付けられる。企画段階から検討過程を外部に開放し、投資家や地域の関係者と方向性を共有する、「共創者」を増やす設計は、資金調達面だけでなく施設稼働後の継続的な利用や支援を促し、事業の安定的な運営を下支えする効果を有している。この点で、同社の事業は今後のスモールコンセクションの展開に対して重要な示唆を与えるものである。

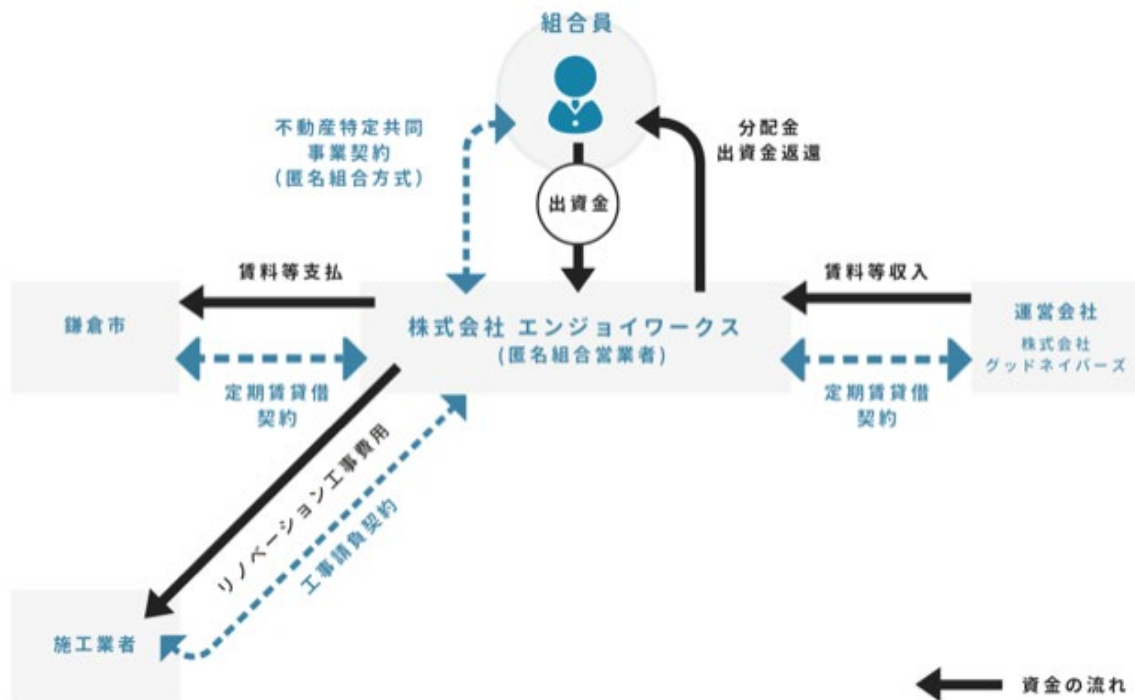


図6 不特法CF（鎌倉・旧村上邸再生利活用ファンド）のスキーム
 （出所：株式会社エンジョイワークス「鎌倉・旧村上邸再生利活用ファンド」
<https://hello-renovation.jp/renovations/details/1465/scheme>
 （2026年1月3日閲覧）

③ スモールコンセッションへの適用

本研究で想定する不特法 CF の典型的なユースケースは、サブリース事業者が施設の所有者たる行政と賃貸借契約等を締結し、改修等のハード投資を不特法 CF で調達した上で、第三者であるテナント事業者に転貸し、その転貸賃料を分配原資とする「サブリース型」である。とりわけ、不特法 CF は廃校等の比較的規模の大きな施設を一体的に改修し、複数テナントに転貸するケースに適している。

i) 賃貸借方式

行政から施設を賃借（マスターリース）し、改修後にテナント事業者へ転貸（サブリース）する場合、不特法 CF は最も標準的な資金調達スキームであり、資金使途は改修工事費、広告宣伝費、維持管理費等で、分配原資は転貸賃料である。実務上論点となるのが、倒産隔離を行う不特特例事業（SPC スキーム）において、一般投資家を対象とする場合に適用される「工事費が物件価格の 1 割を超えてはならない」という規制である。評価額の低い廃校等では、この規制により必要な改修費等を公募では賄えない場合がある。もっとも、小規模不特第 2 号事業者へ業務委託する小規模不特特例事業（SPC スキーム）を活用すれば、改修費が「1 億円以下」である限り、物件の評価額に直接連動しない形で資金調達が可能となる（ただし調達総額も 1 億円以下）。この制度を戦略的に用いることで、地域に根差した不動産・建設関連事業者が主体となり、一定規模の改修を伴うスモールコンセッションを実現する余地が生まれる。なお、倒産隔離を行わない不特第 1 号事業・小規模不特第 1 号事業には工事費に関する上限規制は存在せず、投資家保護とのバランスを踏まえたスキームの選択が必要となる。

ii) RO+コンセッション方式

PFI 法に基づく RO+コンセッション方式において、公共施設等運営権実施契約は不特法が対象とする「不動産取引」には該当しないため、運営権のみを裏付け資産として不特法 CF を組成することは困難である。もっとも、内閣府の「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」に基づき、公共施設等運営権実施契約とは別に行政との間で賃貸借契約（定期建物賃貸借契約等）を締結し、その賃借権を権原として第三者に転貸する場合には、当該賃貸借を不特法上の不動産取引として位置付けることが可能となる。この場合、転貸賃料を分配原資とする範囲において、不特法 CF を活用することができる。また、行政に支払う対価については、運営権に基づく対価と賃貸借契約に基づく賃料とを合理的に区分・設定する必要がある。公益性の高い部分をコンセッション、収益性を有する部分を賃貸借として機能分担することで、法的安定性と資金調達の実効性を両立させるスキーム設計が可能となる。

(4) 併用型 CF (サブリース・テナント併用型)

① 特徴とメカニズム

併用型 CF は、同一の施設を対象に、サブリース事業者が建物改修等のハード整備に係る資金を不特法 CF により、入居するテナント事業者が事業運営や内装・設備等のソフト事業に係る資金を金商法 CF により調達する、二層構造の資金調達手法である (図 7)。

併用型 CF の最大の特徴は、改修・賃貸に伴う賃料水準や稼働率等の不動産リスクと、売上変動や集客等の事業運営リスクとを構造的に分離する点にある。具体的には、不特事業者が行政との賃貸借等により施設を使用できる地位を確保し、不特法 CF で調達した資金で改修・修繕等を行った上でテナント事業者に転貸する。テナント事業者は匿名組合契約の営業者となり、第 2 種金融商品取引業の登録を受けた CF プラットフォーム事業者を通じて、事業収益を分配原資とする金商法 CF により内装・設備等の資金を調達する。これにより、安定的な賃料収入 (インカムゲイン) を志向する投資家と、事業の成功による高いリターン (アップサイド) を志向する投資家という、異なる投資選好を同時に取り込むことが可能となる。

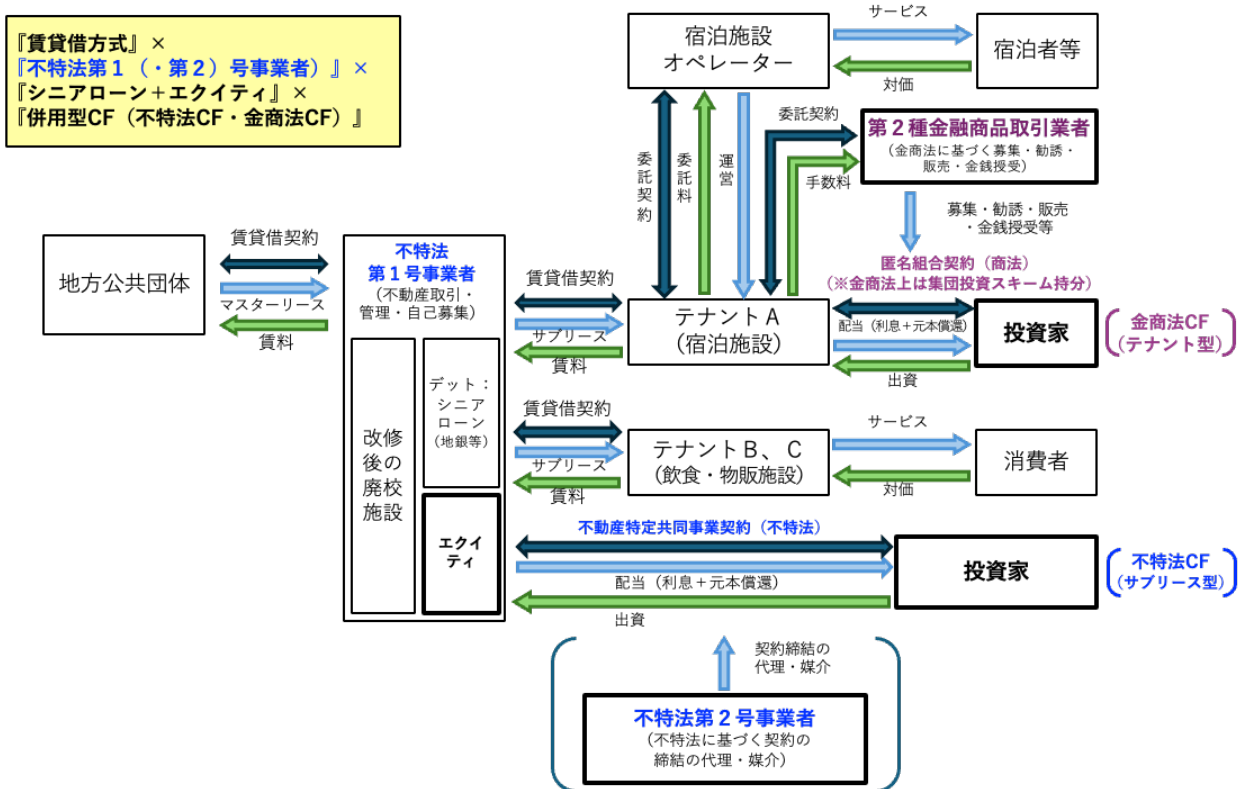


図 7 併用型 CF (不特法 CF (不特第 1 号事業)・金商法 CF) による資金調達のイメージ (筆者作成)

② スモールコンセッションへの適用

本研究で想定する併用型 CF の典型的なユースケースは、不特法 CF と同様、廃校等の比較的規模の大きな施設をサブリース事業者が賃借して一体的に改修し、複数のテナント事業者に転貸するケースである。

賃貸借方式又は R0+コンセッション方式のいずれにおいても、建物改修等のハード投資（数億円規模、スキームによっては一定の工事費規制あり）を不特法 CF で、施設に入居する各テナント事業者による内装・什器・設備等のソフト投資（数千万円規模）を金商法 CF で賄う構成が想定される。一方、行政に寄付された古民家等の比較的規模の小さな施設において単一のテナントが金商法 CF のみで入居・運営を行う場合には、併用型 CF は通常想定されない。

第 5 章 投資型 CF の到達点と限界

1 投資型 CF の評価と効果

第 4 章で整理したとおり、投資型 CF は金商法 CF（テナント型）と不特法 CF（サブリース型）という二つの異なる制度的手法を通じて、スモールコンセッションにおける初期エクイティ資金の確保に一定の役割を果たすことが明らかになった。特に、同一施設を対象として両手法を併用する併用型 CF は、建物改修等のハード整備部分を不特法 CF で、施設内で事業を行うテナントの内装・運営資金を金商法 CF で調達するという形で、事業内容とリスク特性に応じて資金調達手法を分離することにより、単なる資金集めの手段に留まらず、事業構造を可視化し、リスクの所在を整理する機能を果たすものと評価できる。具体的には、賃料収入や稼働率に依存する不動産リスクと、売上変動や集客等の事業運営リスクを切り分けることで、投資家に対して理解できる形で事業内容を提示することが可能となる。

また、投資型 CF を通じて、地域住民や関係人口が投資家として事業に関与するルートが形成され、共感や関係性（共創）を媒介としたエクイティ資金の供給の実現性が高まった点は、スモールコンセッションにおける重要な到達点である。この意味で、投資型 CF は、従来の金融市場では取り込まれてこなかった資金層を動員する装置としての一定の効果を挙げられるものと考えられる。

2 投資型 CF の限界①：流動性・換金性の課題

(1) 二重の不利益

投資型 CF においては、出資持分を運用期間中に自由に売却できず、途中で現金化しにくいという特徴がある。この資金の固定化は、投資家にとって教育費・住宅取得・介護などのライフイベントに伴う資金需要への対応や、市場環境の変化に応じた資産配分（ポートフォリオ）の調整を難しくし、参入をためらわせる要因となる。とりわけスモールコン

セッションのように利回りの上振れ余地が小さい案件では、換金性の欠如を高い利回りで補うことも難しく、心理的なハードルが残りやすい。事業者にとっても、こうした制約を許容できる投資家に募集対象が限られるため、投資家層の拡大が進みにくい。すなわち、流動性・換金性の欠如は投資家と事業者の双方に不利益を及ぼす課題である。

(2) 価格発見機能の低下

投資型 CF では、出資持分を売買する二次流通の場が十分に整備されていない場合が多く、出資時に定められた評価額が固定され、収益見通しや外部環境の変化等が価格に適時に反映されにくい。市場での売買を通じた価格形成の機会が乏しいことから、事業価値が外部から継続的に評価される「価格発見機能」が十分に働かない。投資家は客観的な市場価格を参考にできず、リスクや収益性を比較検討する材料が限られる。事業者にとっても、市場の評価を通じて経営の妥当性を点検し、改善に繋げる機会が失われることとなる。

3 投資型 CF の限界②：共感持続性と管理コストの課題

投資型 CF の根幹を成す「共感」には、いわば賞味期限とも呼ぶべき持続性の課題が存在する。事業の立ち上げ期に高まった投資家の熱量を、数年から十数年に及ぶ運用期間を通じて維持し続けることは容易ではなく、本研究で対象とする長期の事業期間と共感の持続期間との間にはミスマッチが生じやすい。投資家の関心を繋ぎ止めるためには、継続的な情報発信や体験機会等の提供といった共感を持続させるためのマネジメントが必要となるが、こうしたノウハウは地域の不動産・建設関連事業者の通常業務とは質的に異なるものである。結果として、このマネジメントのために新たな人的・時間的コストが必要となり、事業収益を圧迫することとなる。

4 投資型 CF の限界③：出口戦略・事業承継の課題

(1) 行政側の出口戦略の不在

第4章で述べた通り、投資型 CF は共感・共創を通じて事業の妥当性を確かめる「判定」機能を内包しているが、実務においては当該機能が行政特有の意思決定プロセスの制約によって十分に発揮されないという課題が存在する。具体的には、多くの場合、CF 募集の前に議会承認や事業者選定が済んでおり、事業の実施は既定路線となっているため、たとえ住民の共感が得られず CF で目標額が集まらなかったとしても、行政が一度下した決定を白紙に戻すことは、政治的な責任や信頼の観点から極めて難しい。その結果、本来の投資型 CF が持つ「判定」機能は事実上働かず、事業を中止するどころか逆に補助金等を投入して継続させる可能性すらある。このように、「もしもの時にどう引き返すか」という出口戦略が行政側で想定されていないという課題がある。

（２）民間単独主体の限界

サブリース型の不特法 CF は、遊休公的施設の改修等の資金を確保する手法として一定の有効性を有する一方で、事業期間（賃貸借期間等）の終了や事業者の撤退を見据えた出口戦略、さらには次の担い手への円滑な事業承継の仕組みが十分に組み込まれているとは言い難い。とりわけ小規模な案件では、単一の民間事業者が資金調達、運営、施設の維持管理、地域との関係構築といった多様な役割を一体的に担うことが多い。このような体制は立ち上げ期には機動性を発揮する一方で、事業期間の長期化や経営者の高齢化、環境変化等への対応を考慮すると、同一主体が継続して責任を負い続けることには人的・財務的な限界がある。その結果、適切な出口戦略と事業承継の仕組みが不十分なままでは、事業の持続性が個人や単一法人の能力に過度に依存する構造となる。

（３）事業承継主体の不在

スモールコンセッションにおけるこのような課題は、個々の事業者の経営能力に起因するものではなく、事業の承継や事業主体の交代を前提としていないスキームの設計に由来する構造的な問題であると考えられる。すなわち、事業を円滑に承継し、継続的に管理し得る主体が不在であることがその問題の核心である。

5 小括

本章の分析により、投資型 CF は初期のエクイティ資金の供給において、デュアルリターンとダイレクトコネクティングの設計を通じた利回り以外の「共感・共創」という評価軸を確立し、一定の到達点を示した。一方で、流動性・換金性、共感持続性、出口戦略・事業承継の面では依然として課題を残している。

まず、行政の意思決定プロセスに起因する出口戦略の課題については、CF の目標達成を事業契約発効の停止条件、すなわち条件達成まで契約の効力を発生させない仕組みとして事業実施契約に明記するほか、目標未達成時の事業中止ルールをあらかじめ公募条件として募集要項等に明記するといった実務上の工夫により、「判定」機能による金融的規律を維持しつつ、行政側の撤退プロセスを確保しておくことが不可欠である。

しかし、こうした実務上の工夫のみでは、流動性・換金性の欠如、共感の持続困難さや、単一の民間事業者に依存した出口戦略・事業承継の不安定さといった構造的な限界までは解消しきれない。特に、流動性・換金性の観点からは、第3章の分析フレームワークにおいて、経済合理性と共感・共創を両立しつつ、自律的に機能する「第3象限」が、依然として空白になっていることを意味する。したがって、投資型 CF が抱える課題を克服するべく、この領域を如何にして埋めるかが次の段階の検討課題となる。また、共感持続性及び出口戦略・事業承継の観点からは、中村（2025a）が示すように、行政、民間事業者、地域関係者等が関与し、意思決定や経営管理へのガバナンスを通じて PPP プロジェクトを推進する「PPP エンティティ」が、事業承継とその後の運営を含め、事業期間を通じ

て当該プロジェクトを支える主体となり得る可能性がある。投資型 CF で形成された関係性を維持しつつ、事業者の撤退や事業の承継・継続運営の局面にも対応しうるこの主体の具体像については、今後の重要な論点として整理されるべきものである。

第6章 結論

1 結論

本研究は、人口減少社会において顕在化する遊休公的施設の「負債」化という政策課題に対し、スモールコンセプションを推進する上で最大のボトルネックとなっている資金調達上の構造的問題、すなわち事業初期に必要なエクイティ資金の供給不足（エクイティ・ボイド）に着目し、その発生要因を分析するとともに、投資型 CF を中心とする共感・共創投資の到達点と限界を明らかにすることを目的とした。

検討の結果、スモールコンセプションが直面する資金制約は、個別の案件の収益性の問題に留まらず、金融市場の構造に起因する「スケール・ミスマッチ」に根差していることを確認した。すなわち、案件の規模が機関投資家にとっては小さすぎ、地域の中小事業者にとっては大きすぎ、地域金融機関にとってはリスクが高すぎるという三重の不整合が存在することを明らかにした。この構造の下では、事業の社会的意義や地域にとっての価値がいくら高くとも、初期段階で不可欠なリスクマネーが十分に供給されにくいという市場の空白（エクイティ・ボイド）が生じていることを検証した。

この空白領域に対し、投資型 CF は一定の実践的な解決策であることを確認した。小口化による参入単位の引下げ、地域住民や関係人口の当事者化、金銭的リターンに加えて共感や参加（共創）といった非金銭的価値をリターンとして組み込んだ「デュアルリターン」による共感・共創投資が、従来型の金融では掬い上げられなかった資金をダイレクトコネクティングにより調達し、その調達結果により事業の妥当性を客観的に判定し得ることを明らかにした。

一方で、投資型 CF には、流動性・換金性の欠如が投資家と事業者の双方に不利益をもたらすとともに、投資や経営の妥当性の確認を可能とする価格発見機能を低下させていることを確認した。また、共感を持続させるために新たな管理コストが必要となることを確認した。加えて、出口戦略及び事業承継の課題があることを明らかにし、行政側の出口戦略については、予め契約や募集要項等に撤退戦略を明記するといった実務上の工夫が必要であることを確認した。また、サブリース型の不特法 CF の分析を通じて、民間単独主体による運営を前提とする場合、当該主体の経営状況や意思決定に事業の継続性が大きく依存し、担い手の変更や撤退局面における出口戦略とその受け皿となるべき承継主体について、十分な設計がなされていないことを確認した。

以上より、投資型CFは、事業初期のエクイティ資金の調達において一定の機能を果たし得るものの、資金循環まで含めた自律的な金融基盤を構築するには至っていないことを明らかにした。

2 今後の課題

今後、スモールコンセッションを持続可能な政策として本格的に進めていくためには、共感・共創投資を単発的な資金調達手法に留めず、資金循環型の金融基盤へと進化させることが必要である。このためには、本研究で分析してきた通り、共感・共創投資に流動性・換金性を如何に付与するか、共感を如何に持続させるか、また事業からの撤退と事業承継を如何に円滑に進めていくかという課題を克服する必要がある。

すなわち、資金調達手法の深化と事業主体のあり方の再構築の検討を通じて、これらの論点に対する解決策を導き、共感・共創という思いを起点とした持続可能な資金循環の具体的な枠組みを提示することを次なる課題として結語する。

参考文献

【Ⅰ．法令関係】

1. PFI 関係法令体系

- ・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）
- ・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）

2. 金融関係法令体系

- ・金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）
- ・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）

3. 不動産特定共同事業法令体系

- ・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】

- ・いわき市 HP，「令和 4 年 3 月改定 いわき市公共施設等総合管理計画」
<https://www.city.iwaki.lg.jp/www/contents/1486970034442/simple/r4ifmp02.pdf>

（2026 年 1 月 3 日閲覧）

- ・国土交通省（2024）「スモールコンセッション推進方策」
- ・国土交通省 HP，「スモールコンセッションプラットフォーム」
<https://www.mlit.go.jp/smcn/index.html> （2026年1月3日閲覧）
- ・国土交通省 HP，「ワーキンググループ（WG）について」
https://www.mlit.go.jp/smcn/platform/index_WG_00001.html
(2026年1月3日閲覧)
- ・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」
- ・国立社会保障・人口問題研究所（2023）「日本の将来推計人口（令和5年推計）結果の概要」
- ・内閣府（2023）「PPP/PFI 推進アクションプラン（令和5年改定版）」
- ・内閣府（2024）「PPP/PFI 推進アクションプラン（令和6年改定版）」
- ・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)
- ・日本政策投資銀行 HP，「特定投資業務」、
<https://www.dbj.jp/service/invest/special/?sc=1>
「DBJ サステナビリティ評価認証融資」、
<https://www.dbj.jp/service/program/rating/?sc=1> （2026年1月3日閲覧）
- ・一般財団法人 民間都市開発推進機構 HP，「支援業務 幅広いニーズに対応した金融支援を行っています。」，
<https://www.minto.or.jp/products/support/> （2026年1月3日閲覧）
- ・文部科学省 HP，「令和6年度 公立小中学校等における廃校施設の活用状況に関する調査を実施しました」，
https://www.mext.go.jp/content/20250331-mxt_sisetujo-000012748_9.pdf
(2026年1月3日閲覧)

【Ⅲ．学術文献等】

- ・粟津貴史（2025）「スモールコンセッ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
- ・株式会社エンジョイワークス HP，「ハロー！ RENOVATION」，
<http://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
- ・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・西栗倉村、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
- ・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
- ・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」一般社団法人金融財政事情研究会
- ・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 Achievements and limitations of empathy-based co-creative investment
utilizing crowdfunding ～

Takashi AWAZU

Research Partner, International PPP Research Institute, TOYO UNIVERSITY
Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism

This study analyzes the structural challenges of financing small-scale concessions, which have gained attention as a policy tool for revitalizing underutilized public facilities in Japan’s declining population society. The paper defines the persistent shortage of initial equity capital as the “Equity Void” and examines its causes from the perspective of a structural scale mismatch in financial markets. Specifically, projects are too small for institutional investors, too large for local small and medium-sized enterprises, and too risky for regional financial institutions, resulting in a triple mismatch in capital supply.

As a response, empathy-based co-creative investment through investment-type crowdfunding has achieved a certain level of practical implementation by lowering investment units and incorporating dual-return structures that combine financial and non-financial incentives.

However, significant structural constraints remain, including the lack of liquidity, the difficulty in sustaining empathy, insufficient exit design, and inadequate frameworks for business succession, which prevent the formation of sustainable capital circulation.

The study concludes that further institutional development integrating both financial design and governance structures is necessary to transform empathy-driven capital mobilization into a sustainable financing system.