空き家の利活用ための
ファイナンスに関する調査研究
報 告 書

平成31年3月

公益社団法人　全国宅地建物取引業協会連合会

公益社団法人　全国宅地建物取引業保証協会

＜＜目次＞＞

1　調査の背景と概要 1
2　研究会の設置 3
3　研究会における議論の内容 4
4　小規模不特事業の普及に向けた方向性のまとめ 16
5　全宅連が検討すべき課題 25

1 調査の背景と概要

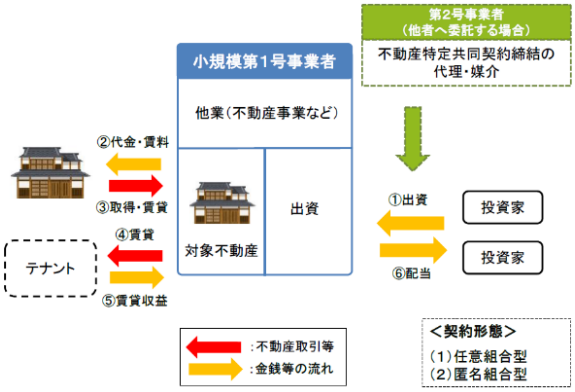
地方においては都市部への人口流出・高齢化・後継者問題等、都心部においては職住近接・居住地の駅近選好など利便性を求めるライフスタイルの変化等により、空き家・空き店舗が増加している。こうした低未利用不動産を再生するビジネスは拡大しており、とりわけリノベーション事業等の存在感は強まっているが、資金調達面の課題が一つの障害となってきた。具体的には、低未利用不動産の再生に係る資金調達は、オーナーの自己資金に依存するケースが多いが、オーナーが資金を拠出できない（または資金を拠出したくない）ためリノベーションができずに物件再生が進まないこと、また老朽化物件等の再生事業に係る融資は、金融機関にとっては物件の担保価値が算出しづらいことや、回収リスクが高いとされるケースも少なくない。こうした背景から、自己資金や金融機関の融資以外の資金調達手法が求められてきた。

不動産の再生に係る資金調達において、特に注目されるのは小規模不動産特定共同事業（以下「小規模不特事業」）の創設である。不動産特定共同事業（以下「不特事業」）とは平成 7 年に創設された現物不動産投資スキームであり、投資家から資金を募り不動産に関する取引（売買、交換又は賃貸借）を営み、その収益を投資家に分配する事業である。しかしながら、地域の不動産事業者等にとっては許可要件のハードルが高く、不特事業を活用して空き家･空き店舗等の再生に係る資金調達を行うことが困難であった。そのため、平成 29 年 11 月、不動産特定共同事業法の一部を改正する法律により、小規模不動産特定共同事業制度が創設され、投資家保護に配慮した一定の措置を講じた上で、地域の不動産業者等が幅広く参入できるように参入要件が緩和された。

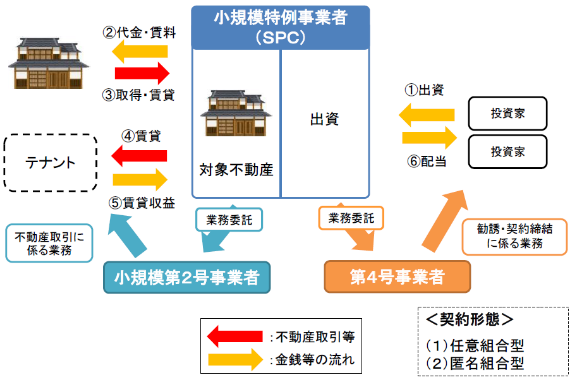
小規模不特事業の形態は、小規模第 1 号事業と小規模第 2 号事業の二つに分かれる（図表 1,2）。小規模第 1 号事業では、小規模第 1 号事業者が対象不動産の賃貸運用等をおこない、第 2 号事業者に投資家の勧誘等を委託する（投資家の勧誘等は小規模第 1 号事業者が行うことも可能）。小規模第 2 号事業とは特定目的会社（SPC）を使ったスキームであり、特例事業者が小規模第 2 号事業者に対象不動産の賃貸運用等を委託し、第 4 号事業者に投資家の勧誘等を委託する。小規模第 1 号事業はオンバランス（倒産隔離性がない）投資スキームであり、小規模第 2 号事業は SPC を使った倒産隔離型スキームであるところに大きな違いがある。

小規模第 1 号事業者および小規模第 2 号事業者の主な登録要件は、宅建業の免許を有している資本金 1,000 万円以上の法人であり、事業所ごとの業務管理者として不動産証券化マスター等の有資格者を配置すること等がある。さらに、投資家一人あたりの出資上限額に制限（原則 100 万円）があることや出資総額にも上限が設けられている。本改正においては「クラウドファンディングに対応した環境整備」も行われており、これまでの書面での契約締結に代えて、書面に記載すべき事項を電子メールやウェブサイトデータ等を通じて提供することが認められた。

図表 1：小規模第 1 号事業のスキーム

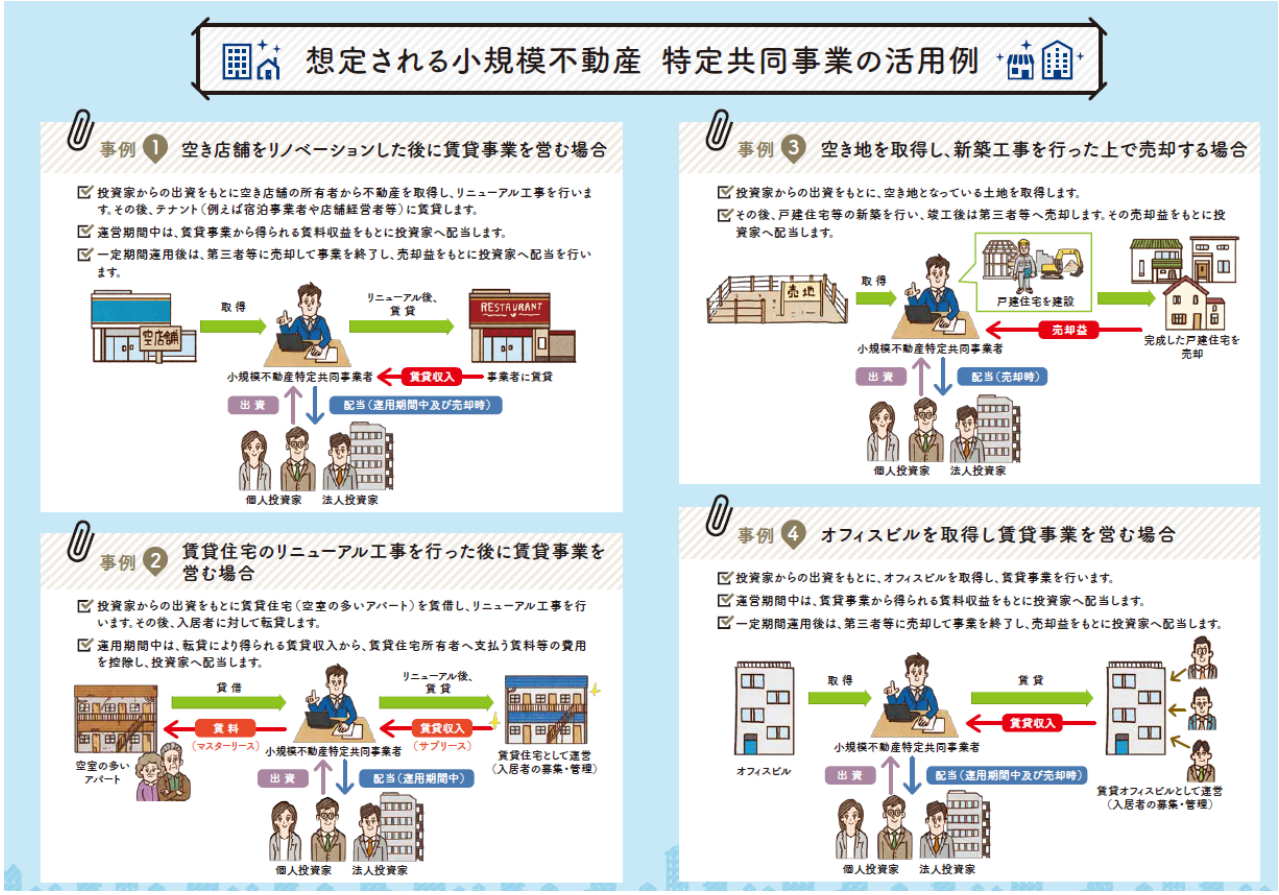


図表 2：小規模第 2 号事業（小規模特例事業）のスキーム



出典：国土交通省

図表 3：想定される活用例



出典：国土交通省

2 研究会の設置

小規模不特事業は、従来の宅建業者のビジネス領域の範疇にとどまらず、アセットファイナンスという新たな領域にまたがる。特に地方では、少子高齢化等により不動産の管理・仲介業務の減少が観測され、今後も地域によっては宅建業者のビジネスチャンスの減少は加速していく可能性がある。その中で、中小宅建業者がアセットファイナンスという新たなビジネス領域を創出することができるか、その普及・促進に必要なものは何かについて検討する必要がある。

そこで今般、全宅連不動産総合研究所において、「空き家の利活用のためのファイナンスに関する調査研究会」を発足し、小規模不特事業を中心とした不動産再生に係るファイナンス手法に関する調査研究を実施した。特に、中小宅建業者が空き家の利活用をする上で必要な資金調達の方法並びに既存の仕組みの活用方法について議論を行い、物件の取得や改修のための資金調達のスキームや事例の収集や、期待値に対して利用率が低い小規模不特事業をより使いやすい制度にするための問題点の抽出および考え得る改善点等について、議論を行った。

「空き家の利活用のためのファイナンスに関する調査研究会」メンバー

《座長》

清 水 千 弘	日本大学スポーツ科学部 教授

《委員》

伊 本 憲 清	不動産総合研究所 所長
上 田 耕太郎	株式会社フジ開発 代表取締役
倉 内 敬 一	健美家株式会社 代表取締役
栗 本 唯	清陽通商株式会社 代表取締役
米 田 淳	大丸ハウス株式会社 代表取締役
徳 山 明	株式会社尚建 代表取締役
小 暮 剛	西武信用金庫 法人推進部
室 剛 朗	株式会社価値総合研究所 副主任研究員

《オブザーバー》

国土交通省 土地・建設産業局 不動産業課
国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課

《協力機関》

株式会社 価値総合研究所

3 研究会における議論の内容

	論点	提出資料
第 1 回	委員各社の取り組みの発表 小規模不特事業の概要 課題の提示	委員各社の取り組み事例 パンフレット 実務手引書
第 2 回	小規模不特事業の課題 EW 社の講演（成功事例） 上田委員講演（投資家目線から見る小規模不特事業）	実践に関する課題の整理（ボトルネック）
第 3 回	小規模不特が使いやすい取り組み BTS 社の講演（収益目線の小規模不特事業） 米田委員講演（信託を活用した資金調達事例）	小規模不特が使いやすい取り組み
第 4 回	まとめ	まとめ資料

※EW 社：（株）エンジョイワークス／BTS 社：（株）ブレイントラストフロム ザ サン

3-1　第 1 回

第 1 回の検討会は、各社がそれぞれ取り組んでいる業務に関する説明が行われ、不動産の再生業務に関連したファイナンスにまつわる論点などが提示された。また、中心的な議題として、（株）価値総合研究所（以下、VMI）より、小規模不特事業の概要を説明し、実際の活用のボトルネックとなっている事項について各委員より意見を聴取し、それに関する議論を行った。第 1 回目は問題点の列挙を中心に行った。

小規模不特事業において、ボトルネックとなる事項は、主に登録の前段階に当たるアーリーステージに集中している。特に、資格要件、純資産要件、人的要件で質疑が多くなされた。また、小規模不特事業の事業性そのものの議論として、リスク・リターンの考え方について、議論された。

≪サマリー≫

<u>業務管理者の資格要件</u> として、不特事業の経験 3 年以上、主務大臣の指定する講習を修了すること、ビル経営管理士・不動産証券化マスター・公認不動産コンサルティングマスターのいずれか、というものがあるが、小規模不特事業の活用を促したい中小宅建業者にとってはハードルが高い、という意見が多くみられた。また、小規模不特事業者は宅地建物取引士（以下、宅建士）である必要があるが、店舗を取得して、リニューアルしたものを賃貸する（大家業）に宅建業免許が必要か、といった意見がみられた。

<u>純資産要件</u> として、純資産が負債の 10 倍以上が必要であるとされるが、宅建業者の本業として、物件を買うために借入れを行うケースが多いため、本業に負債がないような企

業しか要件を満たすことができず、非現実的ではないかとする意見が出された。これを回避するために、別会社を設立し、そこで宅建免許を取得するというやり方もあるとの意見が出たが、資本金を 1,000 万投入して、別の宅建業の免許を取得する方法は非現実的である、という結論となった。それと比較すると、決算書３期分を持って信用金庫で融資を受ける方が手っ取り早いという意見が出された。信用のない会社が資金調達のために当事業を利用し、詐欺行為が起きることを懸念している（投資家保護）と考えられるが、かなり厳しい基準だと思うという意見が多かった。

人的要件として、中小宅建業者は人的リソースが限定的であるため、社長が資格を有していたとしても当事業を行うことができない。新会社を設立するにしても、地方では有資格者が多くないため、自社で当事業を行うのは、スキーム上難しい点があるという意見が出された。

リスク・リターンの考え方（事業性）に対する意見も出た。地方の宅建業者が現物不動産の投資に要求する平均利回りは 8～10％ぐらいという認識があるが、小規模不特事業でこのレベルのリターンが作れるのか、という疑問が提示された。アセットマネジメント（以下、AM）フィーを担保しようとすると、利回りが低下するため、AM フィーが取りづらいという認識も見られた。インカム収入が期待できないとすると、売却時のキャピタルゲインの手数料しかもらえないということになり、取り組みづらいため、宅建業者が自社事業として資金調達の多様性を拡げるということに繋がらない。また、現物不動産の取得の方がリスク・リターン上合ってくると考えられ、小規模不特事業は投資商品として中途半端な印象があるという意見が出た。当事業の現実的な活用が進まない理由として、投資家として想定しているターゲット層が不明瞭であることから、期待利回りのイメージがないことが問題という意見が提示された。当事業は空き家等の再生を想定していることから、そもそもリターンの高い商品設計が難しく、どういった投資家を想定して商品設計していくべきか、不明確な部分が多いという指摘があった。

3-2　第 2 回

第 2 回は、第 1 回における議論の深堀りと成功事例のレビューを実施した。小規模不特事業のボトルネックは、事業の工程①登録申請（要件整備）・人的整備、②案件組成、③運用段階といった各フェーズで存在しているが、第 1 回では『最初の部分で躓いてしまう人の意見が主』であったが、全体の問題点を隈なく網羅していくのがより望ましいため、第 2 回では本事業の活用に係る様々なフェーズを想定して、VMI よりボトルネックの提示を行った。また、実際の成功事例である（株）エンジョイワークス（以下、EW 社）の取り組みを参考とするため、同社に事例の説明を依頼し、議論を行った。さらに、第 1 回において議論された各要件について、誤解を解消するため、国土交通省より要件に係る説明があったことに加え、「投資家の目線から考える小規模不動産特定共同事業」と題し、上田委員（株式会社フジ開発）より、投資家の目線から小規模不特事業がどう映るかについて説明があった。

≪国土交通省より行われた要件に関する説明≫

資本金要件については、2017年の改正時に規制緩和できないか検討したが、類似法令（金融商品取引法の投資運用業・不動産投資顧問業）でも、資本金5,000万円以上で純資産も5,000万円以上というような要件で求められている。事業の健全性と投資家の保護という観点から、この基準は現時点では残す方向性を維持する。

純資産要件の点は、純資産要件とは資産の合計額から負債の合計額を引き、残った部分の純資産が資本金額の9割以上ということであり、自己資本比率（総資産に対する純資産の合計割合）とは異なる。例えば借り入れがあっても、物件取得のために借り入れた場合、その物件を総資産のほうに帳簿上載せれば、資本金が欠損しているという形にはならない。

業務管理者の要件については、主務大臣の指定する講習の修了というものが要件の一つであるが、今のところ実施していない。しかし、来年度から実施できないかと検討が進んでいる。また、会社の代表者が業務管理者になる場合、もう一人、専任のコンプライアンス業務関係の担当者がいれば最低二人で小規模不特の登録ができる設計になっている。

≪上田委員による説明≫

小規模特例事業のスキームと一般的なSPCを使った投資スキームの比較を行った上で、金融商品と不動産投資の最も大きな違いは流動性であり、投資家にとっては証券化商品への投資は流動性とリスク・リターン特性のバランスが重要である。

不動産証券化投資の類型をした上で、一般的なリターン水準の比較を行うと、小規模不特事業は相応にリスクが高い事業となる可能性が高いため、リターン水準も求められる。

不動産特定共同事業の事例として、東京建物「インベストメント・プラス」、ゆーみーライフ「100万円で大家さん」、みんなで大家さん販売「みんなで大家さん伊勢Ⅱ」の紹介があった。特に「みんなで大家さん伊勢Ⅱ」は映画館への投資であり、リスクも高いことからリターンも年7%である。東京建物「インベストメント・プラス」のリターンは1%台であり、同じ不動産特定共同事業でも案件の性質によって大きくリターン水準が異なる。

また、小規模不特で活用しやすいスキームとして複数の提案があった。

① 優先劣後構造を採用し、優先出資部分は実質融資代替または劣後融資とするスキーム

投資家としては、地域の物件を再生させるという意義に加え、定期預金の代替・J-REITの代替として検討が可能である。

② 融資が受けられる優先出資スキーム

空き家を複数束ねて継続投資する空き家ファンドといったイメージで、不動産の直接投資に近い。投資家としては、小口化・価格下落リスクの回避を期待して投資を検討する層がいる可能性がある。

③ 融資が受けられない／受けられる共同投資

融資が受けられない場合、投資家にとっては小口投資が可能というメリットがある一方、

営業者はレバレッジ（梃子の原理）が効かないため、資金難の際の調達方法というメリットしかない。融資が受けられる場合、レバレッジが効くスキームとなる。レバレッジが効くため、営業者側にとっては、一般投資家から資金調達するメリットが希薄となる。そのため、活用可能性としては、不動産業者同士が共同事業としてリスクを分担する場合などが想定される。

小規模不特事業は純粋にリスク・リターンという観点だけの商品組成は難しい側面もあるが、公共性のある投資という認識を共有すること、融資代替や優先出資という位置づけで資金調達を募ることで、事業を成立させられる可能性もある。

≪サマリー≫

EW 社の事例をもとに、以下の論点について議論を行った。

～登録について

EW 社は、登録申請において、ファンド事業の責任者である役員の一人が登録実務を担当した。また、金融機関のコンプライアンス業務の経験があるスタッフがいたため、知識が豊富なコンプライアンス担当者を置くことができた。登録の受け入れサイドのスムーズさについては､神奈川県は不特事業者であるゆーみーらいふが既に登録していたことから、比較的スムーズであった。また、登録を見据えて人材体制の整備を事前にしていたことが奏功した。

～事業性について

EW 社は、1 プロジェクト一人の担当者が専属で対応している。イベント企画から始まり、イベント運営を行い、期間は大体 3 カ月程度である。1 号案件では 600 万円資金を集め､3%の手数料を徴取する商品設計のため､採算は合わないというのが実態｡現時点では､EW 社は地域での不動産仲介業や建築設計業で利益を出しつつ、小規模不特事業にチャレンジしている状況である。小規模不特事業の実施に当たり、システム等の設備投資も行っていることから、今後は投資回収の観点から、クラウドファンディングプラットフォームの提供（有償）も考えている。

投資家への配当利回りを 4%に設定した理由については､明確なものはなく､REIT 等の商品を参考に社内で議論をした上で決定した。配当を 4%と設定した後で、全てをエクイティで調達すると事業として全く成立しないため､1%程度の金利で調達可能である融資をどの程度入れていくか検討して、全体の資金調達計画を策定した。EW 社によると、コストが見合かどうかについては、数億ぐらいの規模でないと事業採算性は合わないという意見も出た。

～資金調達関連

銀行融資、小規模不特の活用、クラウドファンディングの活用等、資金調達手法は様々ある。単なる損得勘定だけで判断するとすれば、現状の低金利下では銀行融資に優位性が

ある。

銀行融資を受ける際に困難と感じた点については、EW 社のスキームでは不動産を所有しないため、同社のクレジットで判断をして、融資を決定するほかない。EW 社がファシリテーターとして人を巻き込む事業の実績があったことから、銀行は EW 社のクレジットに加えて、事業性を評価でき、融資に繋がったと考えられる。

今後、不動産を取得するケースにおいては、ノンリコースローンの提供可能性があるかという点については、多くの委員が懐疑的であった。主な意見として、ノンリコースが成立するには、物件の流動性やセカンダリーマーケットがあることが条件となるが、小規模不特事業の対象となる物件では、それは望みにくい。一方、サブリース型については、全体の借りている権利の部分の譲渡（転借人の譲渡）という形で、それを担保することで融資が可能になるのではないか、とする意見も出た。

～活用しやすい案件タイプについて

1 号事業と特例事業については、あるべき論・コスト・銀行融資といった側面でみていく必要がある。あるべき姿としては、事業者の本業リスクがファンドに影響しない方が投資家保護の観点から望ましい。しかしながら、特別目的会社（SPC）の組成・組成に係る供託金・維持コスト等、2、3 億程度の規模がないと、そのコストを吸収できないという意見が多くみられた。また、現実的には銀行融資がつかない可能性が高いという実務的な意見もあった。総合すると、特例事業の活用は幾つかの問題を解決する必要があり、短期的には限定的な活用に留まるとみられ、1 号事業の活用が主となる可能性が高い。

～望ましい形

地方の金融機関がレンダーとしてだけでなく、投資家として入ることで、事業の信用補完をすることができれば、投資資金を集めやすいスキームになる。実際に、一部の金融機関は空き家と事業者の探索を行い、融資を実行する等の先進的な動きを取っている先もある。事業者と金融機関が、不動産需要と供給を同時に創出し、資金需要につなげていくことができれば理想的な動きといえる。

異なる信用補完の観点としては、自治体の参画が考えられる。特に地方では行政の信用力は絶大であり､行政が関与する事業ということであれば投融資両面の調達が容易となる。具体的なイメージとしては、官製ファンド（官が主導する私募 REIT）のような仕組みが望ましいという意見が出た。一方で、行政サイドの同事業に関する認識を深めていく必要性も指摘された。

～その他

融資の契約書は EW 社のプロジェクトのために特別に作成したものではなく、一般的なものを転用した形であった。金融機関としては特別な契約書を用意するという行為は必要がない可能性がある（特段の覚書もなかった模様）。

3-3　第 3 回

第 3 回は、前 2 回における議論の深堀りと現在小規模不特事業の取り組みを進めている（株）ブレイントラストフロム　ザ　サン（以下、BTS 社）の事例のレビューおよび米田委員（大丸ハウス株式会社）による信託を活用した資金調達事例の説明がなされた。

≪米田委員による説明≫

信託受益権の小口化スキームは、物件所有者が信託会社等に信託を行い、受益権を受け取り、信託会社等の受託者は物件の管理を行う。元の物件所有者は信託受益権を小口化して、投資家（受益者）に、みなし有価証券を発行する。こうしたスキームによりまちづくりに民間資金を導入することで、まちづくりを自分事として捉えることが可能となる。当スキーム独自のメリットとしては、一般的な不動産投資スキーム（特定目的会社（TMK）・合同会社（GK）－匿名組合（TK）方式による TK 出資等）と比べ、TMK や SPC などのヴィークルを設立する際に必要なコストを低減することやアセットマネージャー等の専門家を必要としないことから、スキームそのものの維持コストが低廉であることが挙げられる。また、信託受益権の小口化に期待される機能として、倒産隔離機能、二重課税の回避があり、投資家にもメリットのあるスキームとなっている。

事例として、北区不動産会館（大阪市）が挙げられ、任意団体である宅建北支部は建物の自己使用部分の提供と賃料収入を得ることができる。また、西宮シングルマザーシェルタープロジェクトの事例では、収入と費用および資金調達必要額の提示がなされ、6 年間の運用で年 1.865%の配当が予定されている。

信託による古民家再生事例では、有限責任事業組合（LLP）がマスターレッシーとなり、一括前払い賃料を払い、LLP の構成員からの出資を募り、転借人からの賃料を配当原資として、LLP の構成員（投資家）に分配するスキームが提示された。

≪サマリー≫

BTS 社の事例をもとに、以下の論点について議論を行った。

～事業スキームについて

特例事業の活用で必須である 4 号事業者の不在が懸念されるが、BTS 社によると検討している企業は数社いる模様である（費用感は 1 案件 100 万程度）。

地方での展開については、取得価格が抑えられることから、新しい需要を創出できるエリアであれば、同事業を活用した取り組みは十分に可能性がある。

国としては、老朽化アパートを壊して新しく賃貸アパートを建設する事業等については、銀行融資を活用することを想定している。不特法上は認めていない訳ではないが、空き家再生や地方創生等に資する取り組みを支援する方向性である。

～情報提供について

登録要件についての誤解が生じていることに代表されるように、情報の提供を促進する必要がある。併せて、不動産の再生に活用可能なツールが認知されていないことが問題で

あるとの指摘があった。また、現状はトラックレコードがない状況ではあるが、今後成功事例を積み上げ、トラックレコードの提供が進めば、リスクが顕在化し事業の修正が進み、より洗練された市場形成に繋がる。

～金融機関について

空き家になる不動産の理由は、新築時に求められた役割が果たせなったためであり、現在望まれる用途への転換ができれば利活用は可能であると考えられる。しかし、その役割を与えるということについて、金融機関からは共感が得られない現状にある。まちで生活する人が望む利活用を進め、新しい事業を生んでいくことが、結局は金融機関の仕事にもつながるのではないか、という指摘があった。

その観点からは、不動産の収益力だけでなく、不動産を活用する事業者の取り組みに関する金融機関の審査力が望まれていると考えられる。資金需要が細る中、地域密着型の信用金庫では特にそうした能力が求められていく可能性が高いともいえ、不動産サイドから今後の取り組み促進を図ることが必要という意見もあった。

金融機関目線としては、事業性・経済性というのが先行することはやむを得ないが、地域活性化に資するプレーヤーを支援していきたいとする金融機関は少なくないという意見もあった。金融機関は横並び体質があるため、情報発信を促進することで、本件に係る取り組みが進む可能性がある。

3-4　第 4 回

第 4 回は、前 3 回の議論を総括し、議論の整理を行った。主に小規模不特事業の活用におけるボトルネックの整理、活用しやすい案件の検討、当面想定される活用方法・スキームについて、議論を行った。また、普及・促進に向けて必要と考えられる事項について議論を行った。さらに国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課の武藤課長より、不動産特定共同事業に関する現状と支援措置について説明が行われた。

≪武藤課長による説明≫

不特事業の実績は、2015 年以前は匿名組合型が大半を占めていたが、2017 年は特例事業が約半数を占める状況となっている。リーマンショック前までは、年間 2,000 億円程度が募集されていた。その後は水準が低下しているが、年間 1,000 億円前後が募集されている。2017 年末における累計額は 2 兆 7,529 億円超となっており、特例事業の活用実績は 2018 年 1 月時点で 86 件、総額は約 3,122 億円となっている。不動産特定共同事業の事例として、「小松駅南ブロック複合施設」が挙げられた。当 PJ は総事業費約 45 億円であり、小松駅前公有地を活用した不動産証券化によるホテル・大学等の官民複合施設整備である。また、小規模不特事業の事例として、EW 社の「The Bath &Bed Hayama」が挙げられた。

不特事業を活用した民間不動産投資を一層推進するため、特例事業者等が取得する不動産に係る現行の特例措置を 2 年間延長するとともに一部の要件の見直しを行った。具体的な内容は、不動産特定共同事業法上の特例事業者が取得する不動産について、登録免許税

の軽減（移転登記：2%→1.3%、保存登記：0.4%→0.3%）および不動産取得税を課税標準から 1/2 控除することとしており、現行措置を 2 年間(2019 年 4 月 1 日～2021 年 3 月 31 日）延長する。また、登録免許税について、特例事業者および適格特例投資家限定事業に係る特例措置の要件のうち、「対象不動産に係る工事の竣工後 10 年以内の譲渡」の要件の撤廃、「土地及び建物」の取得要件の見直し（借地上の建物の追加）を行った。こうした特例措置の適用実績として、フィンテックアセットマネジメント（株）の札幌市豊平区の有料老人ホーム・喫茶店の開発事例等が挙げられた。

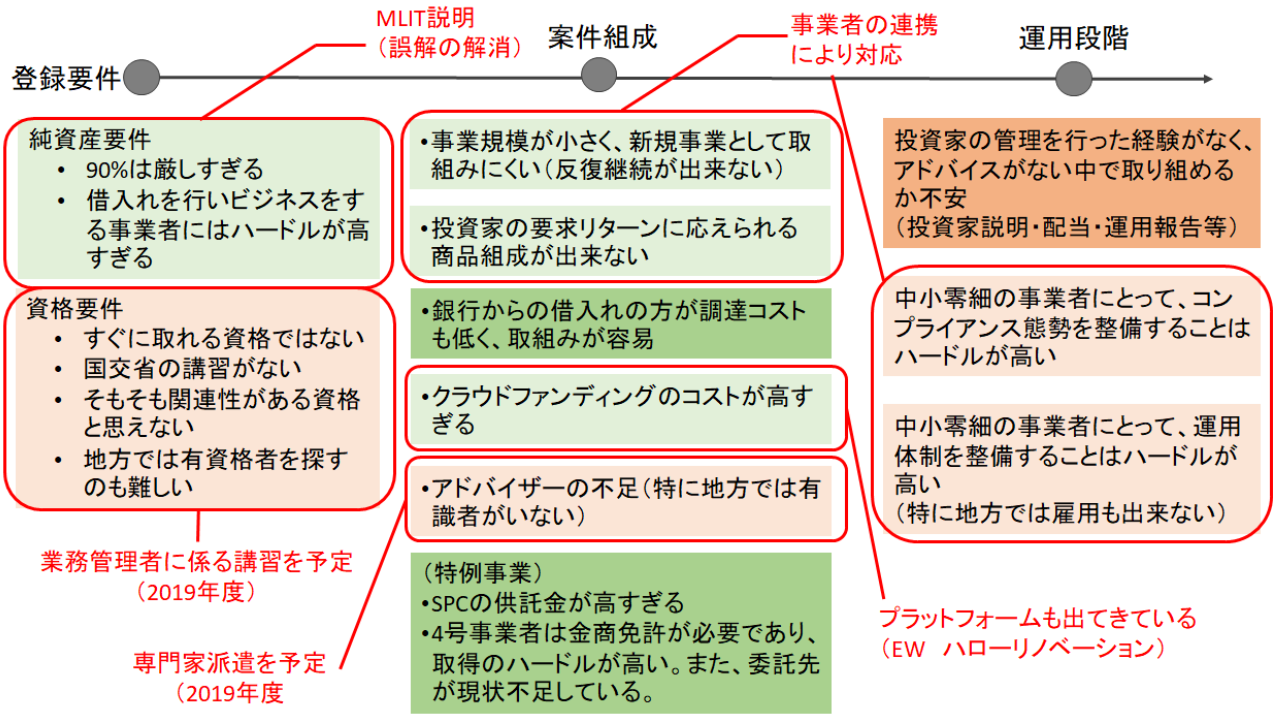
資金調達に係る他の選択肢として、日本政策金融公庫の空き家対象融資制度に関する説明が行われた。同制度は空き家・空き店舗等や入居率の低い賃貸物件の改修を行う不動産賃貸業者に対して、改修費用等を融資することで空き家対策を推進するものであり、2018 年 5 月末時点での実績額は 1 億 6,825 万円、貸付件数は 14 件となっている。また、公益財団法人不動産流通推進センターが小規模特例事業に関連して、金融機関からのノンリコースローンの債務保証（協業化事業円滑化資金）を行う支援スキームの説明が行われた。

≪サマリー≫

～ボトルネックの整理

各フェーズに係るボトルネックの幾つかは解消・緩和の目途が立っている（図表 4）。**登録フェーズ** に係るボトルネックとしては、国土交通省による情報開示や、講習の実施等インフラ整備が進むことで、改善していくと考えられる。**案件組成フェーズ** に関しては、2019 年度に国土交通省の専門家派遣事業が予定されていることから、一定の効果が期待できる。先行事例が出てくることになれば、取り組みを想定する事業者の一助となる可能性がある。投資型クラウドファンディング（以下、投資型 CF）のプラットフォームも EW 社により作成されており、同社によると、プラットフォームを有償で提供することが可能とのことであり、資金調達に係るシステムコストの捻出というハードルには一定の打開策がある。**それ以外のボトルネック** に対しては、総じて事業者を中心とした技術的な連携が有効であると考えられる。小規模不特事業の実施に関しては、投資資金の調達だけでなく、組成の段階でも他事業者との連携も視野に入れるという認識が重要である。

図表 4：ボトルネックの整理とそれに係る対応



出典：（株）価値総合研究所

～小規模不特事業が活用しやすい案件に関する検討

小規模不特事業の活用のしやすさについては、公共性・共感性と地域資源（収益性）の2軸に分け、4象限に分類することで、整理を試みた。ここでいう公共性・共感性とは地域振興に資する、かつ地域住民等に共感を得られる取り組みを指し、いわゆる収益性と対を成す概念として使用する。

第１象限は小規模不特が最も活用しやすいゾーンであるが、融資を受けられるため、事業が融資のみで成立してしまう可能性もある。その場合は、小規模不特事業を活用するインセンティブは低いといえる。そのため、第 1 象限における小規模不特事業の活用は、PR 効果を狙った活用が主であると考えられる。

第２象限は小規模不特の活用可能性が高いゾーン（共感を呼びやすい・融資が受けづらい）といえる。再生により地域の資源化が出来た場合には、第一象限にシフトしていくイメージとなる。一物件の再生（点の再生）では地域の資源となるのは困難であるため、小規模不特を活用して、面的な再生を図る等の取組みが想定される。

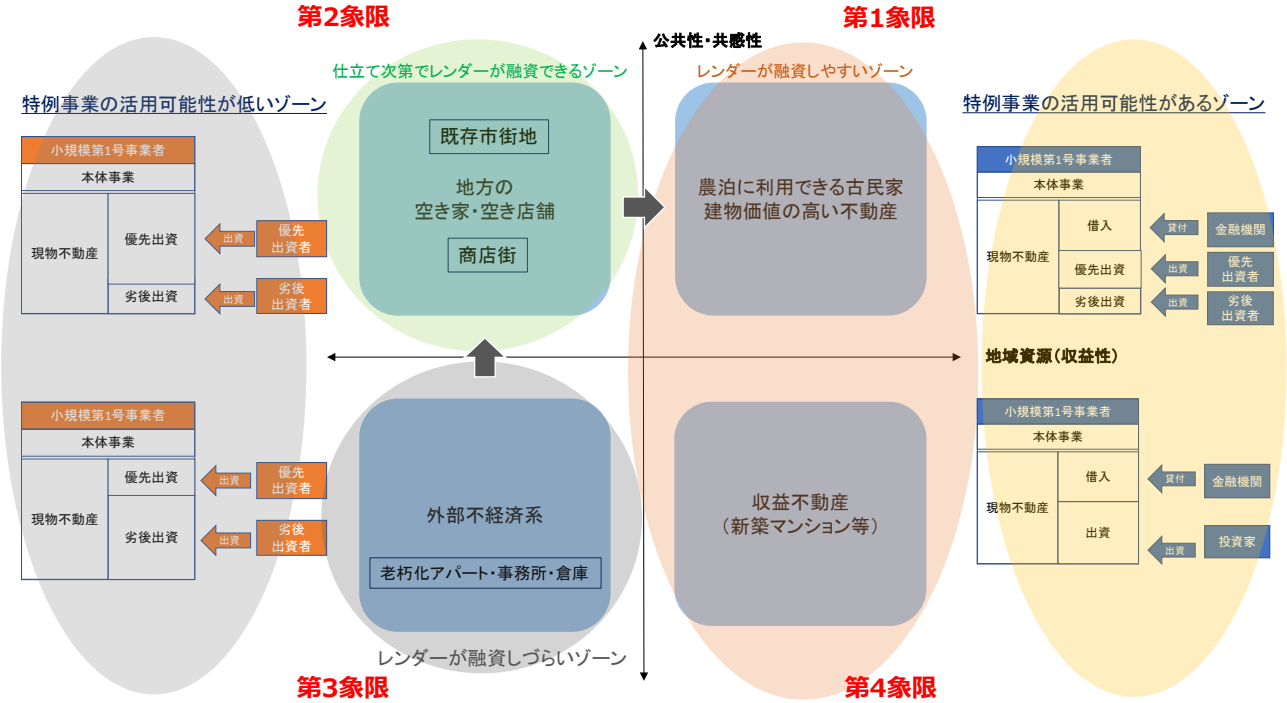
小規模不特活用の主要なターゲットである第 1 象限および第 2 象限において、共通して必要なのは「理解者の巻き込み（共感者の創出）」である。共感者を創出するためには、地域のワークショップの実施など、事業と直接関係しない行動も必要となってくる。また、金融機関を巻き込めるかどうかで、商品設計が大きく異なるため、第 2 象限の物件を扱う事業者は「金融機関の巻き込み」も重要な要素となる。金融機関の巻き込みには、収益性（事業性・会社の信用力）も重要な視点となってくる。収益性を高めるためには、付加価値をつけていく（地域資源化等）必要があり、その巧拙が資金調達を左右する。金融機関

からの融資を利用した場合には、不動産価格下落リスクに加え、リファイナンスリスクも想定する必要がある。

第 3 象限 は宅建業者の従来ビジネスモデルに親和性がある。第 3 象限の物件を新築に建て替えることで第 4 象限にシフトさせる、というビジネスモデルはよく行われていることである。そういった理由から第 3 象限は、小規模不特の活用可能性が高いとはいえないが、商品設計次第では投資商品として成立する可能性もある（ハイリスク・ハイリターン型）。第 3 象限における小規模不特事業の活用においては、事業者自らが出資を行うなどして、信用補完をした上で、高いリターンを設定した商品設計にする必要がある。そのためには、取得コスト等を低くし、付加価値を高める技術が必要とされる。また今後の宅建業者のビジネス領域の拡大という観点からは、再生により公共性の高いものにすることができれば、共感を呼ぶことができ、投資家の層が変化していく（第 2 象限へのシフト）可能性もあるため、取り組みが期待できるゾーンともいえる。

第 4 象限 はリターンを中心に考えるゾーン。共感を呼ぶ仕掛けが必要でないため、一般的な不動産投資の枠組みが成立する。第 4 象限は現物不動産であれば不特法スキームを活用可能であり、金融証券取引法スキームの活用も可能である。

図表 5：活用可能性の検討（4 象限における整理）



出典：（株）価値総合研究所

～投資家サイドからみた投資しやすい商品設計に関する検討

商品供給（事業者）サイドからの視点だけでは、投資家からの資金調達は望めない。そのため投資家サイドから、どのような商品設計であれば安心して投資が可能となるか、について考慮する必要がある。リターンにまつわる事項としては、リターン水準を上げると

いうだけでなく、特典の魅力や本業とのシナジー（副次的効果）を作りこみ、投資家サイドのインセンティブを高めることもできる。例えば、宿泊所へのリノベーション事業を想定した場合、投資家には宿泊券を年間数枚提供するといったことや、本業が工務店である場合は工事代金で利益を出すスキームを作りこむことで、魅力ある商品設計を行うことも可能である。リスクにまつわる事項として、信用補完をどのように行うかが重要な視点と考えられる。つまり、事業参加者を如何にして巻き込み、どのようなスキームを構築するかが肝要であり、金融機関の巻き込みやセームボート出資・優先劣後構造の取り入れ等、投資家が安心できる枠組みを作ることが必要となる。共感にまつわる事項としては、地域再生に資する取り組みであるのはもちろんのことであるが、DIY を住民参加型で行う（それ自体がアミューズメント化している）等、EW 社の取り組みを参考とすれば、事業参加者の地域に対する「自分事感」の醸成を進める仕掛けが有効であると考えられる。

図表 6：投資家ニーズ

リターンにまつわる事項	・リターンが高い ・特典が魅力的 ・本業に関連した利得がある
リスクにまつわる事項	・安定している（信用できる） ・金融機関が融資している（信用できる） ・エクイティクッションがある（優先劣後構造） ・セームボート出資がある（優先劣後構造・自分事） ・投資期間が短く安心（時間リスクを取らなくてもよい）
共感にまつわる事項	・地域のためになる ・取り組みがおもしろい

～象限ごとの特性と事業者サイドに必要とされる能力

第 1 象限は公共性が高く、地域資源を源泉としたリターンが期待できるため、様々な資金調達手法の選択が可能であり、共感を呼びやすい（低いリターンでも投資家を集められる）という特徴がある。また、比較的、金融機関からの融資を受けやすいといえる。そのため、幅広い事業参加者を募ることが可能であり、事業の成立可能性は最も高いといえる。一方、共感を呼ぶための仕掛けが得意な事業者以外は、取組みにくいと考えられる。

第 2 象限は公共性が高いが、地域資源を源泉としたリターンが享受しづらく、地域資源が乏しい（収益性が高くない）ため、金融機関からの融資が受けづらく、フルエクイティとなりやすい特徴がある。共感を呼びやすい(低いリターンでも投資家を集められる）一方で、金融機関からの融資が受けやすいとはいえないため、篤志家や共感投資家が中心の事業参加者の構成になりやすいと考えられる。第 1 象限同様、共感を呼ぶための仕掛けが得意な事業者以外は、取組みにくい特性がある。

第 3 象限は公共性がなく、地域資源が少ないため、資金調達が困難である特徴がある。一方、高いリターンを創出することができる可能性があり、特段共感を呼ぶような仕

掛けが必要でない（仕掛けを行うコストが不要）という特徴がある。安価な取得＋大きな付加価値をつけないと資金調達ができないこと、金融機関からの融資が極めて難しいこと、資金調達コストが高くなること、事業者自らの出資が必要となるため、資力が必要である。

第 4 象限 は、公共性は高くないが、地域資源を源泉としたリターンが期待できる特徴があり、リターンを目的とした投資家の資金を集めることが比較的容易である。比較的高いリターンが期待できるため、融資を受けやすく、共感を呼ぶような仕掛けが必要でない（仕掛けを行うコストが不要）。一方、公共性がないため、資金調達コストの低い資金（篤志家の資金等）を調達しづらく、投資家説明は第 1 象限・第 2 象限よりも高度なものを要求される可能性がある。

図表 7：象限ごとの事業参加者と特に必要とされるスキルの整理

		第1象限					第2象限					第3象限					第4象限				
事業参加者		一般個人投資家	篤志家	共感投資家	ファンド	金融機関	一般個人投資家	篤志家	共感投資家	ファンド	金融機関	一般個人投資家	篤志家	共感投資家	ファンド	金融機関	一般個人投資家	篤志家	共感投資家	ファンド	金融機関
事業者に特に必要とされるスキル	共感者を創る	◎					◎														
	付加価値をつける						◎					◎									
	金融機関を巻き込む	◎					◎										◎				
	資金余力がある											◎									
	投資家への説明能力											◎					◎				

出典：（株）価値総合研究所

4 小規模不特事業の普及に向けた方向性のまとめ

前述したように、小規模不特事業の取り組みに係る各フェーズにおけるボトルネックの幾つかは、国の取り組みや民間企業のサービス範囲の拡大により、解消に向かっている。しかし、依然として課題となる事項はあり、その中でも最も大きな点は、事業性の確保ができるか否かである。この課題については、小規模不特事業に取り組んでいく事業者の力量が問われると考えられる。つまり、事業の収益性を確保するためには、低廉な価格の物件を見つけ、大きな付加価値をつけることに加え、調達コストの低い資金を集めることが必要である。これには物件ソーシングの能力、目利き、付加価値をつける能力、他者を巻き込む力が要求される。こうした事業者に対する小規模不特事業の普及に向けてのアクションとして必要な観点は、小規模不特事業の特性を踏まえて、活用可能性の高い事業者属性の見定めを行い、適切な事業者への教育の充実を図ることと考えられる。活用可能性の高い事業者は、本研究会を通じて出た意見をまとめた4象限での整理から、類推可能である。

4象限で整理した場合、小規模不特事業が最も活用しやすいゾーンは **第1象限** である。第1象限は多くの資金調達方法が選択可能なゾーンと位置付けることができ、小規模不特事業も当然選択可能性がある。ただし第1象限にある事業者（物件）は、銀行融資を受けることが可能であるため、現在の低金利環境を前提とした資金調達には銀行融資を選択するケースが多い。

そう仮定すると、現在の市況においては **第2象限** で活用ニーズが多いものと想像できる。現に空き家等で収益力を失った物件の再生を目指すものの、銀行からの資金調達ができずに、再生ができない例はよく聞かれる。この第2象限の事業者（物件）が活用しやすい環境を整えることが普及への近道と考えられる。第2象限に位置する事業者（物件）は、公共性はあるものの、収益性を作りこむことができないため、第1象限へのシフトができない状態と考えられる。収益性を上げるために、例えば大きな付加価値を生み出すようなリノベーションを行うことや、一般に価値が低いと見られている物件の価値を引き出す（見出す）ことが必要になる。また、地域における公共性を最大化し、地域の金融機関との連携を進めることができれば、金融機関の信用力に基づく資金調達ができる可能性があり、小規模不特事業の活用につながる。これには、事業者サイドに価値創造に係る取り組みの事例を提供し、教育を進めていくことが必要となる。一方、金融機関サイドには当事業の仕組みの周知に加え、地域づくりのための資金供給の在り方を伝えていくことが必要になってくると考えられる。

また **第3象限**（外部不経済系）については、小規模不特事業を活用するよりは、取り壊して収益物件を建て替える方がリーズナブルな戦略と考えられることから、多くの事業者が選択するとは想定しづらい。しかし、従来の宅建業者のビジネスは建物を取り壊して収益物件として再生させるといった手法のみであったが、小規模不特の活用という選択肢が広がったことにより、より公共性を持った再生手法を選択できる可能性もある。換言すれば、これまで新築賃貸アパート建設といった形でしか再生ができなかったものが、住民を巻き込むような再生手法を取り入れることになる。周辺の巻き込み方やリノベーションの巧拙によりビジネスにおける優劣が生じることとなり、自社のビジネス領域の拡がりが

期待できる可能性がある。また、空き家を再生して地域づくりをすることで、点から面に広がりエリア価値の向上に繋がる。その連鎖が起きることで、投資価値も向上していく可能性がある。そのため、事業者サイドにエリア価値の向上につなげ、自社保有・管理物件の価値向上につながる可能性があることを教育していく必要がある。

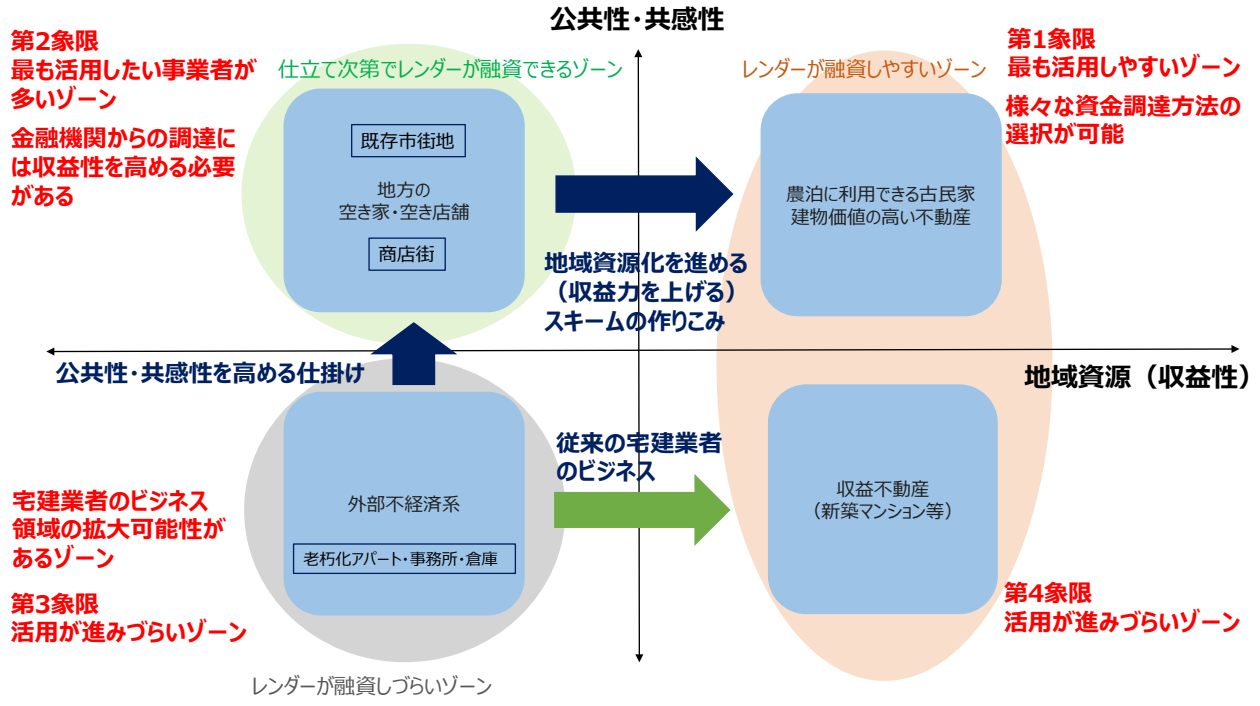
以上の観点から、当面想定される活用方法・スキームを整理する。小規模不特事業は、収益性を追求するのに必ずしも向いているとは言えない。一方、収益性を度外視すると金融機関からの融資が受けられないため、第 2 象限のままでは、活用が進まないと考えられる。つまり、リターン+リスク＋共感の観点が必要である。共感を呼びつつ、収益性をどう作っていくかが課題であるため、リノベーション等の巧拙やスキーム作り（金融機関の巻き込み・優先劣後構造・投資期間）の知識が求められる。さらにいえば、地域の連携やプラットフォームの活用により、取り組み可能性を高められるか、具体的には地域の人的連携による専門性の相互補完や投資型 CF システムの活用によるインフラの共有により、コストを削減することが必要となる。こうしたゾーンにいる事業者（物件）が事業化に成功するための支援が普及に必要と考えられる。

また、小規模不特事業の草創期においては、まずは小規模第 1 号事業が主流となることが想定される。特例事業は SPC コストが事業規模に合わない等の理由から、当面活用事例が多くなる可能性は低い。第 1 号事業の活用のタイプは大きくは二つに分かれることが想定される。ここでは仮に二つのタイプを「取得スキーム（①）」と「サブリーススキーム（②）」と呼ぶ。①取得スキームは一般の不動産投資スキームと同様に、投資資金を募集し、対象となる不動産を取得する。その上で入居者やテナントに賃貸し、賃料収入を配当原資として投資家に分配していく。一定期間の運用後、第三者へ売却して事業を終了する。②サブリーススキームは、小規模不特事業者がオーナーから物件を借り受け、投資家から調達した資金を活用しリノベーション等を行い物件の価値を向上させる。オーナーと小規模不特事業者はマスターリース契約を締結し、小規模不特事業者が入居者・テナントと賃貸借契約（サブリース）を締結する。小規模不特事業者はマスターリース賃料とサブリース賃料の差額を配当原資として、投資家に分配する。賃料の差額次第ではあるが、一般的には①取得スキームよりも運用期間が長期化すると想定され、売却で事業終了しない特徴がある。このように必ずしも物件を取得しないスキーム(高額の資金調達を必要としない)の構築も可能であるため、このようなスキームの活用が想定される。また、開発事業の資金調達に活用可能と考えられる。開発事業であれば、比較的短期の投資のため、投資家のリスク低減するため、エクイティ調達におけるハードルが下がることや、金融機関の取り組み可能性も高まると考えられる。こうした事業に係る取り組み事例を増やし、情報提供をしていくことで普及につながることが期待できる。

他方で、アーリーステージにある事業者を育成するプログラム等を行うことにより、潜在的な活用事業者の掘り起こしを進めていく必要がある。また、その他の事業参加者である、金融機関、投資家等への教育プログラムを行うことで、需給両面のインフラ整備が進むことになり、普及促進の足掛かりとなる可能性がある。さらにいえば、自治体サイドの同事業に対する認知度向上、仕組みの理解促進、登録手続き実務に関する講習といった側

面においても、「教育」の重要性は大きい。

図表 8：小規模不特の活用が期待できるゾーン



出典：（株）価値総合研究所

～不動産再生に係る他のファイナンス手法

不動産再生に係るファイナンス手法は多数存在する。取り組みのハードルの高さ等の理由から、エクイティ性資金については寄付型・購入型のクラウドファンディング、デット性資金については銀行融資が選択されるケースが多い。それ以外にも、民都機構ではマネジメント型まちづくりファンド支援事業とクラウドファンディング型支援事業の二つの手法がある。マネジメント型まちづくりファンド支援事業は金融機関との連携を通じて、不動産再生等を行うために、民都機構が出資を行うスキームであり、クラウドファンディング型は自治体との連携を通じて、出資を行うスキームとなる（図表 13, 14, 15）。マネジメント型まちづくりファンド支援事業とは、2017 年 4 月に国土交通省と民都機構が創設した仕組みであり、地域金融機関との連携を前提に、リノベーション等の民間まちづくり事業を一定のエリアにおいて進め、エリア価値の向上を図りつつ、地域の課題の解決に貢献することを目的としている。民都機構の出資要件としては、民都機構と共同で地域金融機関が出資を行うファンドであること、ファンドの形態は LLP（有限責任事業組合）、LPS（投資事業有限責任組合）等 であることである。また、民都機構の出資金額はファンド総額の 1/2 を限度とすることや、出資に対する配当の支払いを可能とするための収益性が十分に見込まれること等の要件が課されている。「まちづくりファンド」から対象事業への出資の要件としては、建物のリノベーションなど施設の整備に係る事業を原則とし、当該事業と関連して一体不可分なソフト事業を含めることが可能である一方、人件費、賃借料

その他の経常的な経費に係る部分は対象外とされる。限度額は、事業者の資本の額の 2/3 または総事業費の 2/3 のいずれか少ない額までとされている。事業採算性としては、「まちづくりファンド」からの出資を受けた後おおむね 5 年以内に当該対象事業から配当を行うことが確実であると見込まれることとし、出資の回収期間は最長 10 年を目途とすることとされている。

民都機構のマネジメント型まちづくりファンド支援事業の活用では、2017 年 9 月に大阪シティ信用金庫、沼津信用金庫それぞれと、「マネジメント型まちづくりファンド」を創設した。大阪シティ信用金庫の「シティ信金 PLUS 事業大阪まちづくりファンド」は、商店街などの空き家や空き店舗の活用など、町の活性化を目指すビジネスを対象とするファンドであり、規模は 5,000 万円（大阪シティ信用金庫と民都機構が 2,500 万円ずつ出資）、沼津信用金庫の「ぬまづまちづくりファンド」のファンド規模は 4,000 万円（沼津信用金庫と民都機構が 2,000 万円ずつ出資）である。具体的な活用イメージとして、駅前の中心市街地でシャッター商店街が地域の課題となっている場合を想定すると、地域の金融機関と協議の上、まちづくりファンドの組成を行う。その投資資金を活用して、シャッター商店街の店舗の改修を行い、若者に支持を受けやすいコワーキング・シェアオフィス等への転用することにより、商店街の活性化を図る。また、戸建て住宅の空き家が増加している地域において、空き家の外部不経済が課題となっている場合は、まちづくりファンドの投資資金を活用して連鎖的なリノベーションでカフェやシェアオフィスといった用途に転用し、地域の活性化を図ることも可能であろう。

また、地域経済活性化支援機構（以下、REVIC）は地域の経済成長を牽引する事業者を支援するため、金融機関等と共同して、地域活性化ファンドの運営を行うスキームとなる。REVIC の観光活性化ファンドは、地域の課題の解決に貢献する取組みや、観光を活性化する取り組みであることが要件となってくることや、金融機関と連携するという特徴がある。つまり地域性を有した物件や歴史的建造物の再生等に適している。具体的な事例は、REVIC と横浜銀行が共同で設立した「かながわ観光活性化ファンド」は、2017 年 3 月に神奈川・湯河原の老舗旅館、富士屋旅館合同会社に投資を実行した。富士屋旅館は、湯河原温泉郷の中心地に位置する老舗温泉旅館で、その建物の一部は明治時代に建築された歴史的建造物である。当該建物に対し、本ファンドからの投資及び横浜銀行からの協調融資を活用してリノベーションを実施することで、未稼働の旅館を再生させ、2018 年 4 月から営業を再開する計画となっている。REVIC が関わる観光活性化ファンドの投融資は、全国ファンド である「観光活性化マザーファンド」をはじめ、2016 年度時点で 11 件に上っており、順調に増加を続けている。このように、地域で稼働率の低下した旅館があった場合、投資資金を活用して露天風呂を新設することにより観光客を増やすことや、地域で最も古い民家を改修して外国人向けの簡易宿泊所に転用することで、インバウンド需要を獲得するといった取り組みもできる。

クラウドファンディングを活用した事例は多くあるが、ミュージックセキュリティーズが運営するセキュリテで募集された案件として、大阪府にある「旅館・南天苑」がある。クラウドファンディングにより資金を募り、稼働していない離れを露天風呂付き客室に改

装することに成功した事例である。当旅館は東京駅の設計で有名である辰野金吾による建築物であり、周りには豊かな自然が溢れた旅館であったが、露天風呂がなかったことから集客機会を逃してきたが、こうした物件の再生にクラウドファンディングが活用されている。クラウドファンディングの活用では、地域のシンボル的な存在である建物が老朽化により収益力が低下し、閉鎖する場合などは、プラットフォームで資金調達を行い、必要な改修等を行うことができる。例えば、地域の日帰り温浴施設が老朽化により集客力が低下し、閉業に追い込まれる場合、地域住民のコミュニティを維持してきた施設がなくなると「困る・悲しい」といった共感が得られる可能性がある。また、農家の後継者不足から地域の民家に空き家が出てきている場合、後継者の育成を企図した体験交流型施設への転用を行うことで、「地域の持続性を高める」といった共感に基づく資金調達ができる可能性がある。クラウドファンディングでの資金調達には、「共感」を呼ぶようなストーリー構築、魅力的なリターン（無料利用券等）の設定が必要となる。

一方、小規模不特事業の活用では、不動産オーナーが持つ遊休不動産または収益力が低下した物件（賃貸住宅）の活用方法について、大きく二つの提案をすることができる（前述の①取得スキーム・②サブリーススキーム）。①小規模不特事業者である不動産事業者が賃貸住宅を買い取るために資金調達を行い、必要な修繕等を行い自社で賃貸運用を行う。収益力が改善した賃貸住宅の賃料から投資家に配当を行い、投資期間終了後には賃料収入が自社の利益になる。②取得に要する（高額の）費用を調達するのが難しい場合には、物件の取得を前提としないスキームの提案も可能である。不動産オーナーとマスターリース契約を結び、調達した資金で賃貸住宅を改修してシェアハウスとし、入居者に転貸することで、収益力を高める。このスキームでは、不動産オーナーが自己保有物件の所有権を手放すことなく、物件の再生が可能となるメリットがある。

事業者の特性を資金力・金融機関との連携・他社（者）との連携に分けて、特に取り組みやすい資金調達方法は図表 9 のように整理できる。資金力（資本金 1 千万を基準）のある事業者でかつ金融機関と他社（者）との連携に強みを有する事業者は、あらゆる資金調達手法の選択肢がある。他方、資金力を有し金融機関との連携に強みを有するが、他社(者)との連携に強みがない事業者は銀行借入や民都機構、小規模不特事業という選択肢が考えられる。このように見ていくと、小規模不特事業を活用しやすい事業者は、資金力を有しているのを前提として、金融機関との連携よりは他社（者）との連携に強みを有する事業者ということができる。他方、資金力がない事業者でも他社（者）との連携に強みを持っていれば、クラウドファンディングによる資金調達が可能となり、不動産再生事業に取り組むことが可能である。加えて金融機関との連携に強みがあるのであれば、銀行借入に加え、民都機構からの資金調達の可能性がある。これは一例であり、あくまでイメージとなるが、こうした整理を行い、適切な情報提供を行うことで、事業者の不動産再生に係る取り組みを推進することになる。

不動産再生に係る資金調達手法は、銀行借入または寄付型・購入型のクラウドファンディング（図表 9 黄色部分）に偏りがちであるが、多くの不動産事業者が多様な資金調達手法が存在するのを理解した上で、低未利用不動産の再生を検討することが望ましい。それ

を通じて、市場に良質な物件を流通させる等、地域の課題を解消していくことができる枠組みづくりが促進されることが期待される。

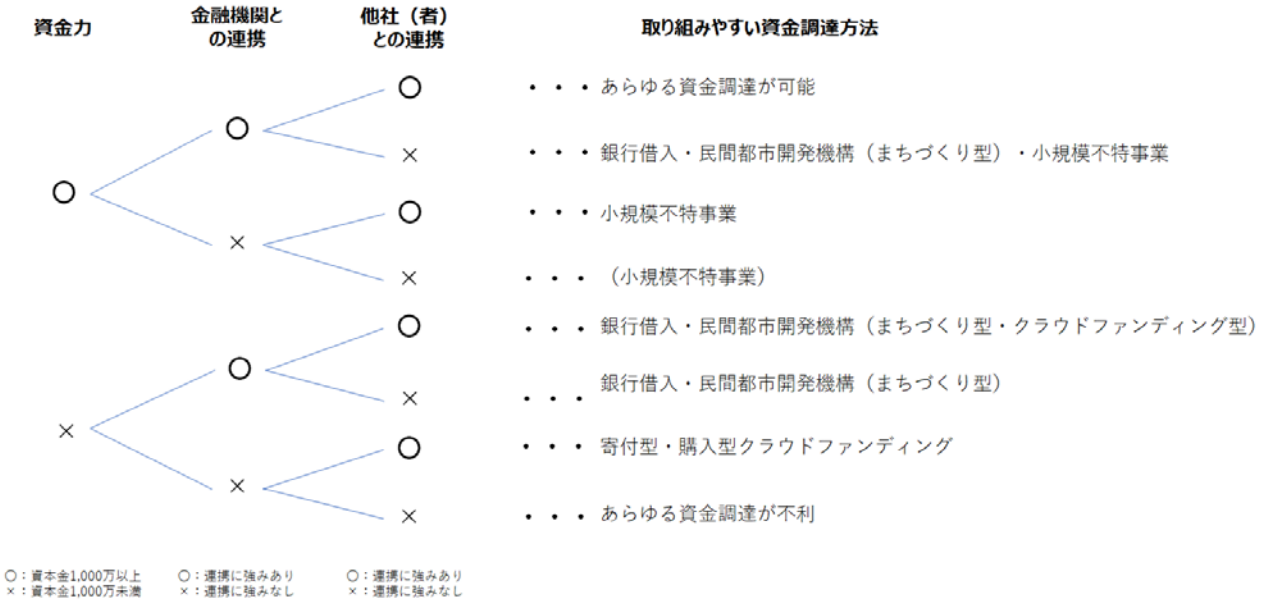
図表 9：不動産再生に係る他のファイナンス手法

資金性質	主体	業務名・商品名	ポイント	調達コスト
E	民間都市開発推進機構	マネジメント型まちづくりファンド支援業務	・地域金融機関とMINTO機構が連携して「まちづくりファンド」を組成 ・当該ファンドからの投資（出資・社債取得等）を通じて、リノベーション等による民間まちづくり事業を一定のエリアにおいて連鎖的に進めることで、地域の課題解決に貢献。	中
		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	・クラウドファンディング等を通じて広く個人等の賛同を頂ける魅力的な「住民等によるまちづくり事業」を支援（寄付型・購入型に限る） ・地方公共団体とMINTO機構の資金拠出によりまちづくりファンドを組成	中
E	地域経済活性化支援機構（REVIC）	活性化ファンド業務（観光産業支援ファンド）	・地域の経済成長を牽引する事業者を支援するため、金融機関等と共同して、地域活性化ファンドの運営を行う ・ファンドを共同で運営することで、REVICの持つノウハウを金融機関等に移転し、金融機関等の支援能力向上に寄与することにより、各地域における事業者に対する支援の充実が期待できる ・観光産業支援ファンドは、観光産業に特化したマザーファンド及び各地域ファンドを運営。新たな観光資源の掘り起こしや、施設の多様化等で変化に対応しようとする地域の観光事業者を、ファンドを通して資金と人材の両面からサポート。	中
E	Ready for　等	（寄付型・購入型クラウドファンディング）	・共感を呼ぶ仕掛けが必要	高
E	セキュリテ　等	（投資型クラウドファンディング）	・リターン水準の確保と共感を呼ぶ仕掛けが必要	高
M	日本政策投資銀行	特定投資業務	・民間による成長資金の供給の促進を図るため、国からの一部出資を活用し、企業の競争力強化や地域活性化の観点から、成長資金の供給を時限的・集中的に実施 ・地域金融機関との協調事例が多い	中低
D	金融機関	通常融資	・建物の担保価値/汎用性が必要 ・地域金融機関の知識レベルや取り組み姿勢等に大きく依存	低
		ちばぎん　古民家事業支援融資制度	・古民家を利活用して地域の観光振興や地方創生に資する事業を行う法人・個人事業主を対象として、融資を実行	低

注：黄色部分は、不動産再生に係る資金調達で通常選択されやすい手法

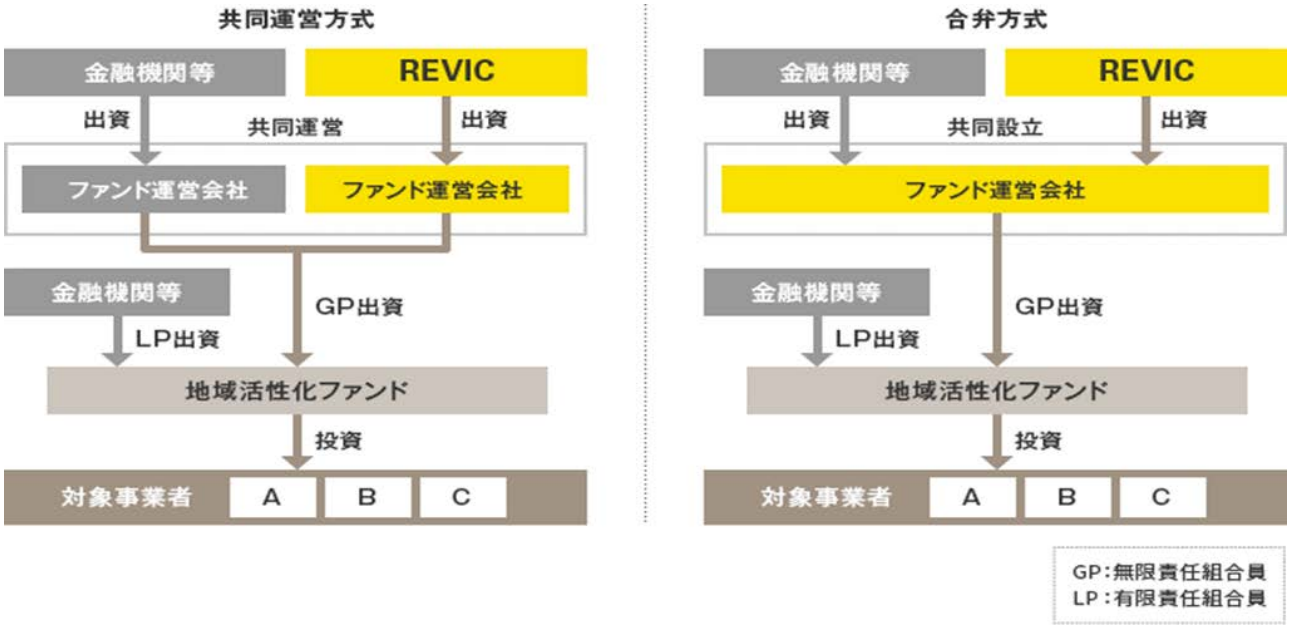
出典：（株）価値総合研究所

図表 10：　事業者の類型別　取り組みやすい資金調達方法（イメージ）



出典：（株）価値総合研究所

図表 11：REVIC のスキーム



出典：REVIC

図表 12：REVIC 投融資事例（兵庫県）

事業者 株式会社NOTEリノベーション＆デザイン（兵庫県）

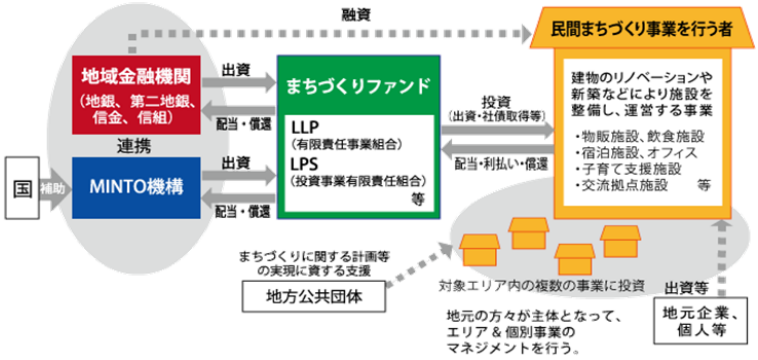
・このプロジェクトでは、丹波篠山の地でおよそ50棟の古民家再生を手がけてきた事業者に対し、REVICが観光活性化マザーファンドと地域金融機関の協調投融資を実行しました。
・市内に点在する５軒を、新たに古民家ホテルや地域食材を提供するレストランにリノベーション。
・宿泊・滞在そのものが旅の目的となるようなツーリズムの発信に成功し、これまでになかった顧客層の獲得につながっています。
・このような「歴史的建築物利用宿泊事業」は、関西圏国家戦略特別区域のプロジェクトの一つにも制定されています。この取組みは、特別区域での規制改革を利用して兵庫県篠山市の歴史的建築物群をリノベーションし、地域を一体のホテルとして活用するものです。
・歴史的建築物のリノベーションにおいては資金調達が課題の一つとなっており、今回、但馬銀行及び本ファンドが協調して投融資を実行し、本件取組みを支援していく運びとなりました。

出典：REVIC

図表 13：まちづくりファンドのスキーム

■「まちづくりファンド」から対象事業への出資・社債取得等の要件	
対象事業の要件	建物のリノベーションなど施設の整備に係る事業を原則とし、当該事業と関連して一体不可分なソフト事業を含めることが可能。ただし、人件費、賃借料その他の経常的な経費を充てて行う部分は除く
限度額等	・ファンドによる出資の限度額は、当該出資を受けた後の事業者の資本の額の２／３又は総事業費の２／３のいずれか少ない額まで
	・ファンドによる社債取得の限度額は、総事業費の２／３まで
事業採算性	・ファンドが出資する場合は、当該出資を受けた後おおむね５年以内に当該対象事業から配当を行うことが確実であると見込まれること
	・ファンドによる投資の回収期間は最長１０年を目途とすること　等

■ 機構から「まちづくりファンド」への出資の要件	
ファンドの要件	・機構と共同で地域金融機関が出資を行うファンドであること
	・ファンドの形態はＬＬＰ（有限責任事業組合）、ＬＰＳ（投資事業有限責任組合）等
限度額等	・機構による出資の限度額は、ファンド総額の１／２まで
	・機構の出資金が民間まちづくり事業への出資に充てられること
存続期間	ファンドの存続期間は最長20年



出典：民間都市開発機構

図表 14：ぬまづまちづくりファンドの事例（静岡県）

ぬまづまちづくりファンド有限責任事業組合

ファンド設立日	平成29年（2017年）9月15日
機構と共同でファンドを組成した者	沼津信用金庫
ファンドの所在地	静岡県沼津市
ファンドの資金規模	4,000万円（沼津信用金庫2,000万円、機構2,000万円）
ファンドの形態	LLP
ファンドの存続期間	2037年1月末日まで

【地域の課題】

沼津市は交通の要衝であるが、近年は伊豆縦貫道等の整備が進み、首都圏から当市の市街地を経由しない伊豆半島へのアクセスが増えています。

また、新幹線駅が市内に存在しないことから、観光客など交流人口の伸び悩みという課題を抱えています。

さらに、経済の停滞や少子高齢化による定住人口の減少も進み、空き家や空き店舗、老朽化した公共施設など遊休不動産の活用が望まれています。

【ファンドの投資対象エリア】

本ファンドは、上記の課題を踏まえ、自然資源、観光資源、都市集積、交通アクセスなどの強みを活かしつつ、主として民間や公共の遊休不動産の活用（リノベーション）を通じ、新たに交流人口・定住人口を呼び込むことが期待できるエリアにおいて実施される民間まちづくり事業に投資します。

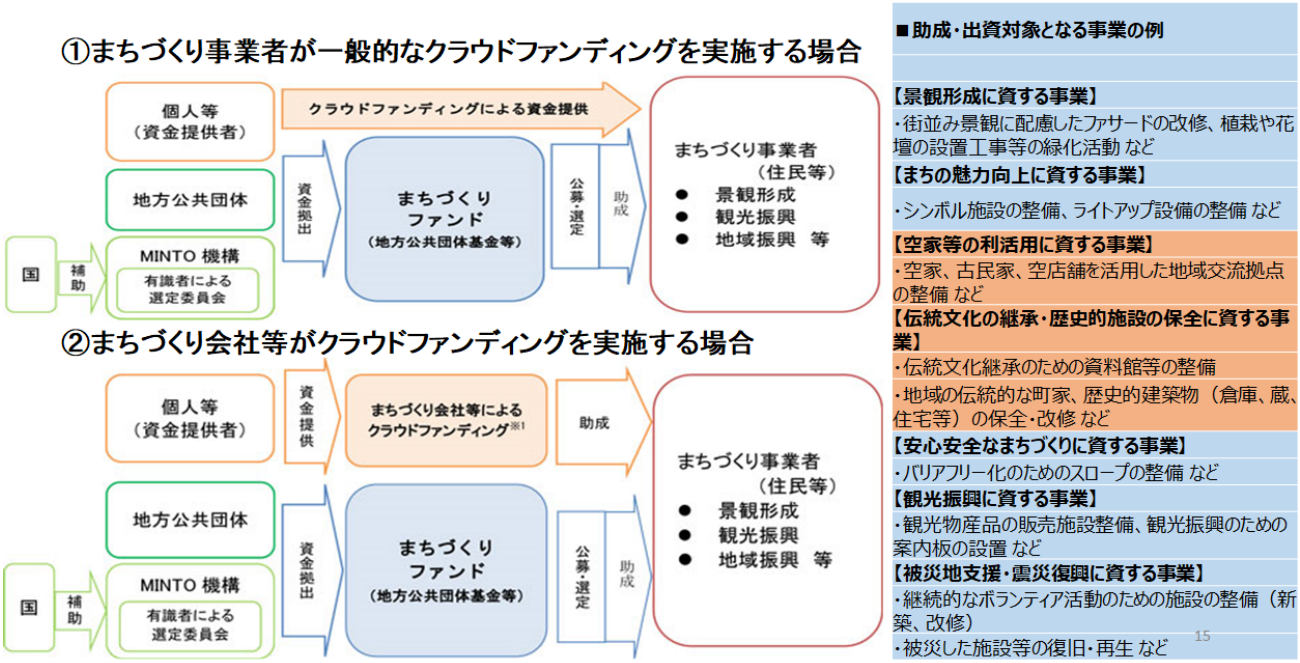
施設名：泊まれる公園 Inn The Park	
所在地：静岡県沼津市愛鷹20-4	
投資先：株式会社 インザパーク	
投資日：平成29年10月30日	

廃止された沼津市営キャンプ場「少年自然の家」をリノベーションし、自然体験型の宿泊施設として活用。

受付やレストランがある本館（左上写真）、浴室棟、宿泊棟を改装したほか、球体のドームテント（右上写真）などを整備しました。

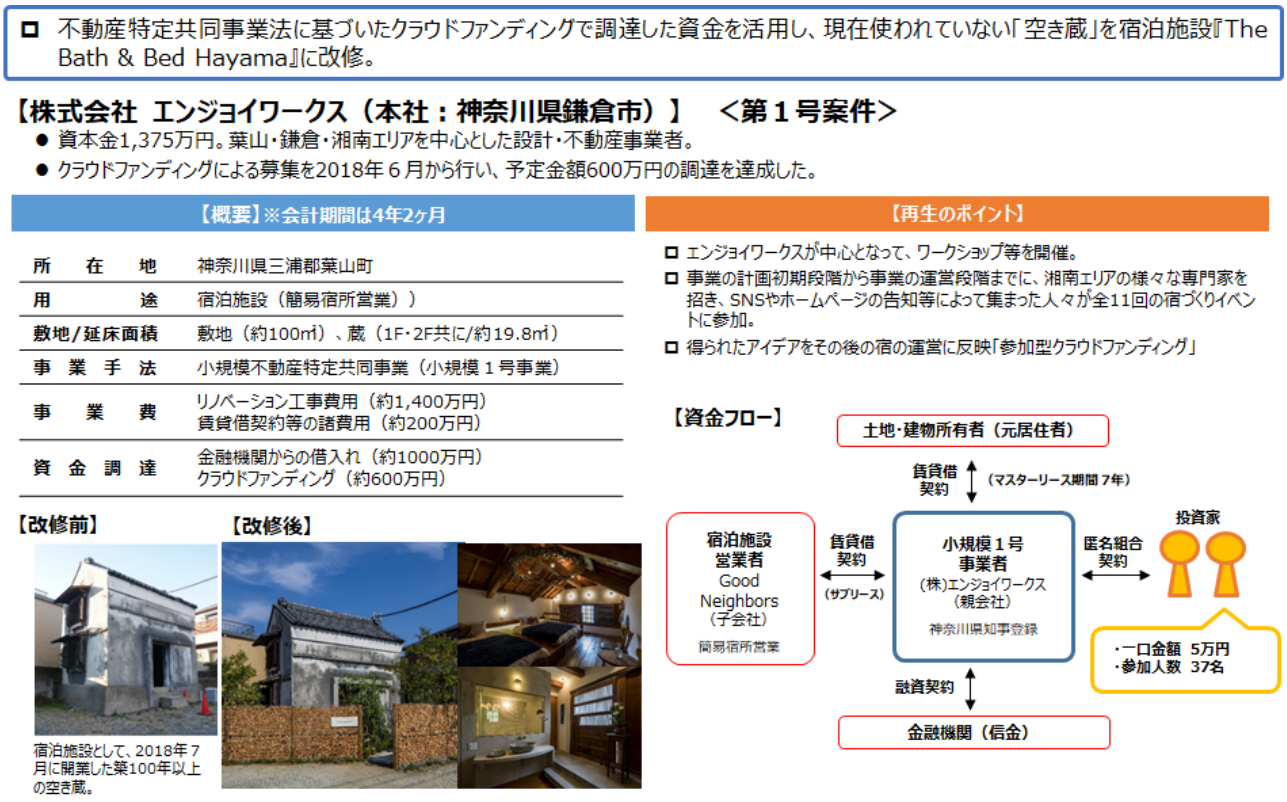
出典：民間都市開発機構

図表 15：クラウドファンディング型まちづくりファンドのスキーム



出典：民間都市開発機構

図表 16：エンジョイワークス社の事例



出典：国土交通省

5 全宅連が検討すべき課題

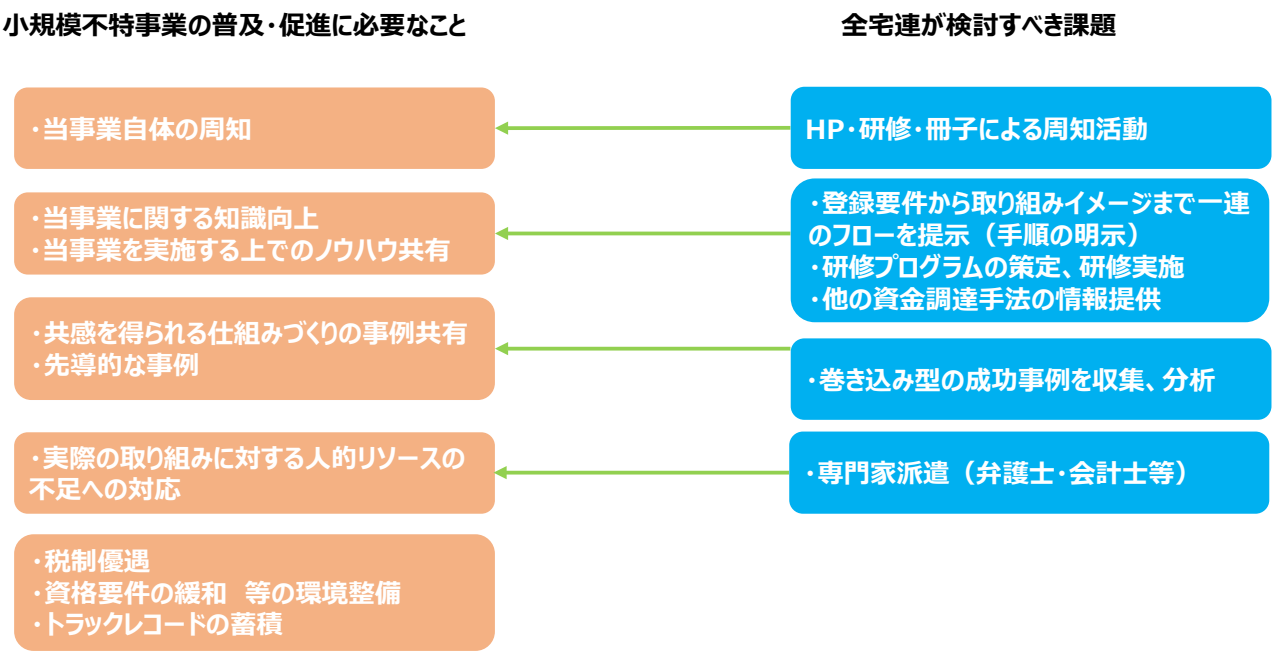
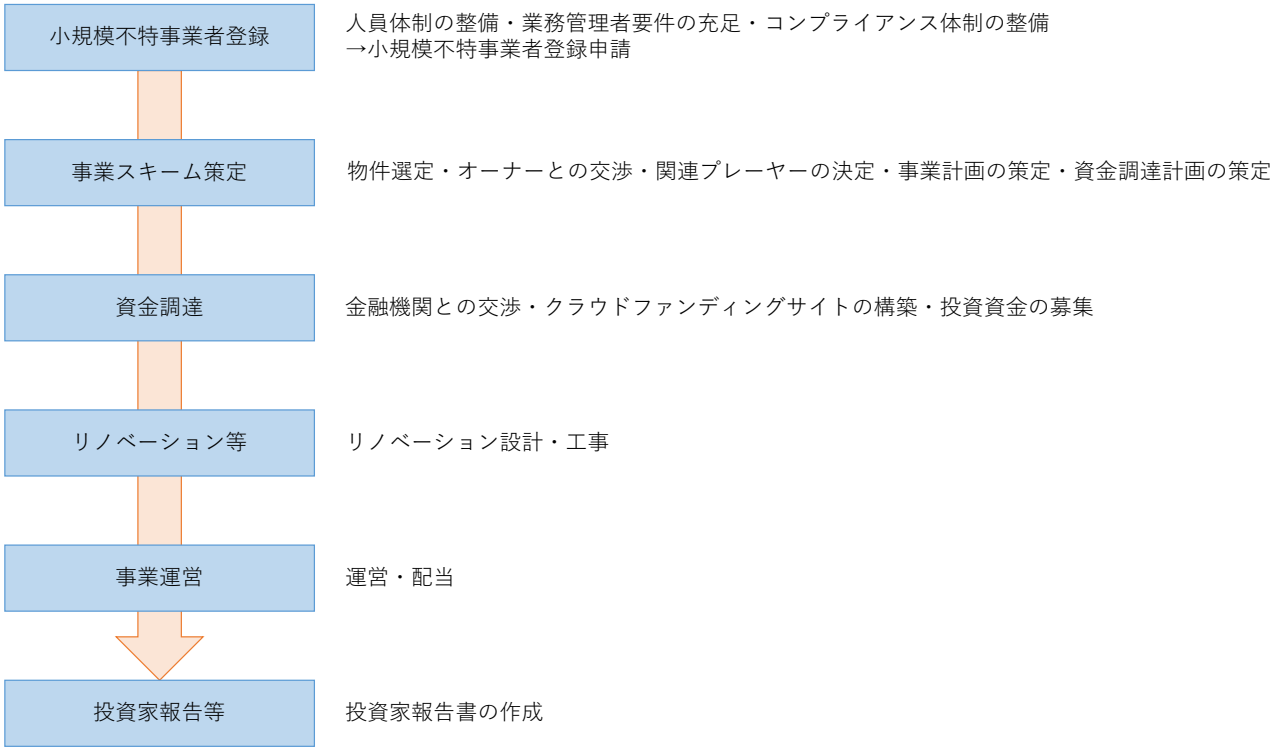
小規模不特事業は、中小の宅建業者が投資家からの資金を募り、不動産の賃貸運用を行い、投資家に分配を行うという一連の業務を行うことである。これまで、中小の宅建業者はアセットマネジメント業務を行ってきた経験が一般的に乏しいが、投資家（特に個人投資家）は自己資金を投じる主体であり、小規模不特事業者の投資スタンス・運用実績等に厳しい視線が注がれることとなる。投資家の資金を預かる立場として、責任のある行動を求められ、説明責任を有することにもなる。また、本体事業との分別管理を行うことや、利害関係人取引への対応等コンプライアンス態勢の整備が必要である。

このような留意点に対応できれば、今後、少子高齢化等により不動産の管理・仲介業務の減少が加速していく環境に置かれる可能性がある中小宅建業者にとっても多くの可能性が広がる。まず一つは、従来の賃貸・売買仲介といったビジネスモデルに加え、フィービジネス（期中の運用報酬や売却時の報酬等を得ることができる）という選択肢ができることである。加えて、本業とのシナジー効果も期待できる。これまでオーナーの資金調達面の問題からリノベーション等の再生ができなかった物件の市場性を取り戻すことができれば、良質な流通物件の増加に繋がる可能性がある。つまり本業である不動産仲介業の「商売の種」が増える効果が期待できる。また、低未利用不動産の再生・利活用に悩むオーナーや相続税の問題から物件を手放したいオーナーは今後も地方を中心として増加していく可能性が高い。そうした物件オーナーには、資金調達手段の多様化を踏まえ、適切なコンサルティングを行えることが､今後の事業者間の優劣を決める一つの重要な視点となろう。全宅連は会員事業者がこうしたビジネス領域の拡大に向かうための、普及・促進活動の方向性を検討する必要がある。

全宅連の取り組み可能性がある方向性として、中小宅建業者が小規模不特事業に①関心を持ってもらう②取り組もうとした場合に必要となる情報の提供③取り組みを進めるための教育プログラムの提供が挙げられる。取り組みを検討する前段階にある宅建業者には、HP・研修・冊子を用いた周知活動を行うことが考えられる（①）。取り組みのステージにある宅建業者には、登録から実務に至るまでの業務フローの提示といった情報提供を行うことが有用である（図表 18）。また、多様な資金調達手法があり、その中でどのような手法を選択することが適切であるかに関して、情報提供を行うことも重要であろう（②）。既に取り組みを開始している宅建業者に対しては、実際の事業への取り組みを支援するという観点から、ブロック別にモデル事業の窓口を創設し、登録手続きの支援から弁護士・会計士等の専門家派遣支援事業を全宅連が主導して支援していくことも考えられる(③)。

また、委員会にて、小規模不特事業を活用した ESG 不動産投資という概念の普及を促進することで、地域性・公共性と収益性の両立を目指し、業務領域を拡大させていくことができる。そうしたビジネスチャンスの拡大の芽を、全宅連が議論していく必要性があるという指摘があり、今後の課題として検討を進めていくことも考えられる。

図表 17：小規模不特事業の普及・促進に必要なことと全宅連が検討すべき課題（対応表）



図表 18：小規模不特事業の流れ（イメージ）