

# 農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)における投融資活動について —投資損失拡大の背景と投資活動を通じた政策目的の達成状況—

## 目 次

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| はじめに                                 | 1  |
| I 投資損失拡大の主な要因として、                    |    |
| 1. 事業計画のフィージビリティについての検証状況            | 4  |
| 2. 高い投資利回り目標と類似会社比較法を用いた投資収益見通しの算出   | 6  |
| 3. コロナ感染拡大・物価上昇など想定外の経営環境変化による影響     | 8  |
| 4. 投融資活動を展開する過程で生じた様々なリスクに対する対応      | 8  |
| 5. 適切・効果的なリスク対応の前提となる組織運営・組織体制とリスク意識 | 13 |
| II 投資回収面においては、                       |    |
| 6. 限られた回収実績に基づく累積損失圧縮計画              | 14 |
| 7. 出資回収時の売却価格の妥当性について                | 16 |
| III 政策目的の達成状況                        |    |
| 8. 政策目的の達成状況について                     | 18 |
| 政策目的の達成状況(表)                         | 22 |
| (参考1)機構の出資・回収実績等の状況                  | 26 |
| (参考2)機構出資の政策的な効果                     | 27 |
| (別添)機構設立から新規出資の停止、改善計画の策定に至る経緯等      | 28 |

2026年6月18日

農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)における投融資活動について  
—投資損失拡大の背景と投資活動を通じた政策目的の達成状況—

(はじめに)

- 農林漁業成長産業化支援機構(以下、「機構」という。)では、2012年度の開業以来、毎年度赤字決算が続き、創業8年目の19年末には累積損失額が百億円に達することが確実視されるに至った。そうした機構の経営状態を踏まえ、監督官庁である農林水産省は仕掛中の案件を除き新規出資を取り止めるとともに、累積損失額の圧縮に努めつつ、25年度末までに出融資を回収して、機構は解散する方針を公表した。
- その後25年度まで出融資の回収に取り組む過程で機構の累積損失額は徐々に拡大し、213億円となった(25年度末。解散時点)。この累積損失額がいずれの収支項目で生じたかを、2つの時期(開業から出資停止前の20年度まで<第Ⅰ期>と出融資の回収に専念した21年度以降<第Ⅱ期>)に分けて整理すると、以下の点が明確になった。

二つの時期に分けて整理した機構の主要決算項目

(年度、百万円)

|                  |          | 2012～2020 | 2021～2025 | 2012～2025 |
|------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 売                | 上        | 1,700     | 5,466     | 7,166     |
| 売                | 上        | 5,184     | 12,552    | 17,736    |
| 売                | 上        | ▲3,485    | ▲7,086    | ▲10,570   |
| 主<br>な<br>内<br>訳 | 有価証券売却損益 | +168      | ▲1,002    | ▲834      |
|                  | 減損損失額    | ▲2,522    | ▲5,841    | ▲8,362    |
|                  | サブファンド経費 | ▲1,230    | ▲313      | ▲1,543    |
| 販                | 売        | ▲7,997    | ▲2,745    | ▲10,742   |
| 累                | 積        | ▲11,506   | ▲9,803    | ▲21,309   |

- ① 第Ⅰ期(9年間)は、減損損失とサブファンド経費で売上総損失が▲3,485百万円に達したことに加え、7,997百万円という巨額の販売管理費が上乗せされたことから、▲11,506百万円の累積損失が発生した。

② これに対して、第Ⅱ期(5年間)は、販売管理費を約7割削減した(単年度平均に引き直すと▲38%)ものの、減損損失額が出資先企業の経営状態悪化に伴い倍増した(▲2,522百万円→▲5,841百万円、単年度平均では5.2倍)ことから売上総損失が拡大した(▲3,485百万円→▲7,086百万円、単年度平均では赤字幅は3.7倍)。この結果、さらに▲9,803百万円が第Ⅰ期の累積損失額に加わった。

③ このように第Ⅰ期は巨額の販管費、第Ⅱ期は減損額の著増が累積損失額の拡大の要因となった格好だが、第Ⅰ期を中心とした販管費増加の背景については既に20年7月の検証報告\*において以下の通り整理が行われ、これに付け加える新たな材料はないことから、本稿では上記の減損損失額(▲8,362百万円)発生・拡大の背景に焦点を当て、これがなぜ生じることになったのか、なぜ防ぐことができなかったのかを、個々の案件への出資を検討・決定した際の資料等を確認することにより整理することを目指した。

—— 検証報告では、「年平均10億円の販管費の太宗は、人件費と事務所賃貸費用が占めていた」(P.38)こと、またその背景には、「過大に見積もられた投資規模・投資回収を基礎として組織等が形作られたことで、身の丈に合わない高コスト構造が創出された」(同 P.44)こと、すなわち投資事業がもっと拡大すると予想して分不相応の組織体制を構築することになったことを指摘している。なお、第Ⅰ期における販管费率<販管費/グロス売上高>は、出資金回収が本格化する以前の売上が少ない時期であったこともあり、470%と、販管費が売上高を大幅に上回った。第Ⅱ期入り後は回収加速と経費削減からこれより低下したものの、通期でも100%を大きく上回った。

\* 2020年1月、最終損失見通しが百数十億円に達するに至った原因について、投資手法が適正であったか、農林漁業者のニーズに応えるものであったかといった観点から検証を行うために検討会が設置され、4回の会合を経て、その結果を同年7月、「株式会社農林漁業成長産業化支援機構に係る検証報告」として取り纏めた。

④ 具体的には、個々の案件への出資を検討・決定した際の資料を基に、①事業計画のフィージビリティについての検証状況、②投資収益見通しの作成方法、③投資大口化に伴う潜在的損失増大の影響、④国内会計基準に則った減損処理の影響、⑤劣後ローンの債務不履行の状況といった観点から損失発生が拡大した背景を探り、併せて、⑥効果的なリスク対応の前提となる組織運営・組織体制の整備状況、⑦機構の解散方針決定後に策定した最終損失見通しの算出方法の意味合いについても点検を行った。詳細は後述する通りだが、結論としては、

機構の出融資の決定に係る組織運営において、事業計画に対する多角的・合理的な実現可能性の検証や各種リスクの全体像把握とそれに対する牽制機能が十分ではなかったことを認めざるを得ない。

- ⑤ 機構が新規出資を取り止め、回収に専念することとなった21年度以降は、コロナの感染拡大や資材費高騰など、当初想定していなかった経営の下押し要因も加わって、多くの出資先で業績が低迷した。このような中で、機構の有するネットワークを活用し、業績の回復に向けた経営支援や経営者への提案・働きかけを行った。また、機構保有株の譲渡先について、事業連携やより有利な条件の売却先を探るため幅広い候補の探索を行った。

その結果をみると、経営支援の効果という点では、一部には業務改善や販路拡大等の効果が表れたケースもあるが、売上拡大を強力に支援（ハンズオン）し、リードしていくことや、事業者と足並みを揃えて経営改善に関与していくことには難しさがあり、多くは抜本的な回復までには至らなかった。

譲渡先探索についても、事業連携効果への期待から好条件で第三者に譲渡できたケースも一部にあったが、事業の先行き不透明感が強い、マジョリティ投資でない機構の持分比率では投資のメリットが見いだせない等の理由で譲り受けが見送られるケースが多く、一次事業者（親会社）や出資先代表者にその時点での純資産価値をベースに譲渡する案件が多数を占めた。

- ⑥ 機構における投資損失が拡大し、最終的に多額の累積損失が生じたことについては誠に申し訳なく、機構として深く反省し、関係者の皆様に心よりお詫びを申し上げたい。また、何故、このような結果を招くことになったのか、その要因・背景について、自ら振り返って分析を行い、明らかにすることも、機構の責務であると考え、ここにお示しすることとしたい。

- ⑦ 一方で、官民ファンドとしての機構が投資活動を通じて果たした役割を評価して頂くうえでは、投資成績とその背景分析に加えて、個々の投資を通じて農林漁業の成長産業化支援という政策目的をどの程度達成できたのかという視点も重要であると考えている。機構の162件の出資について、出資時に見込んでいた政策目的（外部への波及効果）をどの程度達成することができたか、できるだけ客観性を意識して点検を行ったところ、全案件の半数（51%）で政策目的が達成されたことが確認された。とくに、その中で出資の投資倍率（投資回収額/投資元本）が1倍を下回る、運用成績からみれば失敗案件と位置付けられるグループでも、3割弱（29%）の先で新産業育成・地域産業の維持や地場産品の付加価値向上を通じて地域経済に貢献していることが明らかになった。こうした政策目的の

達成状況も併せてみて頂くと、官民ファンドとしての機構の投資活動が果たした役割がより具体的な姿で浮かび上がってくるように思われる。(なお、政策効果の達成状況の判断については、出資時の当初計画に沿った政策効果が概ね継続的に発現しているものを「達成」と判断している。例えば、出資後当初は政策効果が発現していても、その後の業績低迷等により当初計画の政策効果が実現できなくなった案件等は「未達成」と整理している。)

- 以下では、機構において最終的な累積損失額に繋がる投資損失拡大が生じた原因と、その背景にあって様々な影響を与えたと考えられるファクターについてまず整理を行い、その後に機構の投資案件における政策目的の達成状況について説明したい。

#### 1. 事業計画のフィージビリティについての検証状況

- 機構における投資損失の拡大をもたらした要因としてまず挙げなければならないのは、事業計画の実現可能性(フィージビリティ)についての事前の検証が不足していたことである。投資案件の検討段階で策定された出資先の事業計画とその後の実績を比較すると、売上高の計画と実績のかい離が目立ち、多くの案件で売上実績が計画を下回って推移している。

- 出資時の検討資料をみると、多くの出資予定先の事業計画で提供商品の品質・性能の優位性や独自性、価格競争力を背景に右肩上がりの事業拡大を見込み、出資後数年で売上が数倍に拡大する姿が示されていた。しかし、そうした強気の売上見通しの根拠として、出資先の将来の経営ビジョンが定性的には記載されているが、それに対する客観性のある根拠—例えば、民間調査機関による対象商品の需要動向分析、過去に新規参入した同業者の成否状況に関する情報など—が示されるケースは限られており、売上計画の実現可能性を客観的に評価することは困難であったのではないかと考えられる。

また、先行きどの程度の‘幅’を持って売上高をみておけば出資金の回収計画を見直す必要が生じることはないかという点に関しても、前提条件の置き方をどのように変えたら売上高がどのように変化するかといった形で複数のシナリオを検証しているケースも一部にはあったが、その場合でも実績値が予測下限値をさらに下回る結果となっており、下限値が本来あるべきワーストシナリオとして十分に機能しなかったと言わざるを得ない。

- このように、多くのケースで実際の売上高が事業計画を大幅に下回っている実態に鑑みれば、事業計画のフィージビリティのチェックという観点から、次のような点

が十分とは言えなかったと考えられる。

① 可能な限り具体的な需要予測等の根拠に基づいた売上計画の策定

特定の需要層を想定した事業(例えば、海外の食生活が厳しい制約を受ける国向けの食材の輸出や喫食・物販メインの観光商業施設)では丁寧な市場調査による精度の高い需要予測など、根拠の確認が不可欠であった。

② 事業を展開し継続するための条件や外部環境の確認

飲食店経営に一次事業者が新規参入し、短期間で多店舗展開するような事例では、その時々々の市場環境の下での実現可能性や事業者の対応力を予めチェックすることが不可欠であった。また、競合先の存在を念頭に、市場開拓策をさらに検討しておくべきだったと思われるケースもある。

③ 事業に不可欠な技術要件のクリア状況の確認

加工品販売の前提として想定していた公的基準の要件を最終的にクリアできずに事業展開が滞った事例では、投資決定前に、要件クリアの可能性について具体的な根拠を求めて確認すべきであった。同様に、一次製品の生産技術等の確立状況の確認が不十分であった事例もあった。

機構の投資対象となる事業分野は多岐にわたるため、多様な技術的知見をカバーする体制構築は、現実的には難しかったと思われるが、事業展開においてコアとなる技術要件に関しては、それぞれの分野における外部専門家を活用して審査するなど、出資決定に当たってのチェック・アンド・バランスが機能する仕組みが必要だったのではないかと考えられる。

- 事業の遂行そのものに問題がない場合でも、収益性・採算性の観点から事業が成り立つか、踏み込んで点検しておくべきであったケースもある。例えば、産地から離れた輸送費・投資費用が高い首都圏に加工場を建設する事業や賃料の高い都心で一次製品の直売店を展開する事業は、高コスト構造が事業モデルに組み込まれているため収益確保が難しかった。同様に、事業モデルの性格上、価格転嫁が難しい構造となっていないかという観点から、事業の収益性にさらなる目配りが必要であった事例もある。

- 以上の観点と併せて、売上計画を実現するために必要な営業体制・販売戦略の整備状況のチェックも不可欠であったと考えられる。六次化事業では、基本的に運営主体の一次事業者は生産者であり、販売は未経験というケースが多いことから、販売施策について必ずしも十分な検討が加えられていないケースもあり、技術開発型企業を中心に経営者の関心が生産技術面に集中し、営業面の取り組みが後手に回ったというケースもある。こうしたことを踏まえると、出資検討段階で、営業・

販売戦略とそれを実現するための施策展開、営業・販売体制の構築についてより踏み込んだチェックが不可欠だったと思われる。

- 上記論点はやや微細ではあるが、いずれも中小・中堅のスタートアップ企業の事業計画の実現可能性をチェックする上では欠くべからざる視点であり、これらの点を含めて検討した上で出資決定を行うことができなければ、それらの先に出資を行うファンドとして成功することは難しい。

—— なお、上述した事業計画に関する検証不足という視点と並んで、そもそも機構で採り上げた案件は、農林漁業者主体の6次産業化推進という政策の基本コンセプトから事業者の資本基盤や事業経験(特に川下・川中事業)に自ずと制約があること、民間では取り上げ難い案件を対象とすることなどの特徴を有していたことも考慮に入れる必要がある。そうした観点からは、一次事業者を事業主体とすることにこだわらず、二次・三次事業者を事業主体として6次産業化の推進を図るというアプローチをより柔軟に取り入れていくことを検討しても良かったのではないかとと思われる。また、地域に根差した案件を発掘し、育成していくという点に関しては、地域金融機関のみならず、地方自治体等とも積極的に連携を図って取り組む余地があったのではないかとと思われる。

- 以上のような結果を振り返ってみると、機構の出資時の検討においては、投資案件を積み上げたいという意識を背景としたポジティブな案件評価に比して、失敗する要因の点検、リスクへの対応といったネガティブな面からのチェック体制や意識が足りなかったのではないかとと思われる。

## 2. 高い投資利回り目標と類似会社比較法を用いた投資収益見通しの算出

- 機構では、業務立上げ後、当初計画していたペースでは投資案件の積み上げが進まなかった\*ため、投資推進圧力が自ずと高まった(検証報告 P.3)が、その一方では収益性の低い案件を採り込むことがないように、運用利回り目標は高めに維持された\*\*。具体的には、サブファンドを通じた間接投資については5～7%(サブファンドを集めた会合で機構が説明)、その後16年から導入(実行ベース)された直接投資については8～11%に設定された。

\* 機構の投資計画については、12年10月の設立時(発起人説明会)には2,000億円と高い数字が掲げられたが、14年の中期計画では1,000億円、19年の投資計画で780億円(27年3月まで)と時間の経過とともに下方修正され、20年5月の改善計画においては、実態に合わせて171億円(21年3月まで)まで圧縮された(最終的な実績は156億円)。

\*\* 2012年度の予算要求時には IRR14.7%、投資倍率3.9倍と想定し、14年設立

時にはIRR7%を投資基準とすることとした(検証報告 P.7)。当時、この投資基準については、「6次化事業に取り組む事業者の財務分析を踏まえた」ものとされたが、必ずしもスタートアップを念頭に置いたものではない。その後、19年4月の投資計画で5.3%、1.5倍に見直された後、同5月の改善計画では投資倍率1.1倍という目標が設定された(この時の投資倍率の算出根拠等については後述6.で詳述)。

○ このように設定された運用利回りの基準値に対し、出資を検討している個別案件の運用利回りの見通しについては、基本的に類似会社比較法(マルチプル法)に基づいて試算が行われた。具体的には、対象企業と類似した業種の上場会社を数社選定し、その  $PER(株価収益率 = 株価 / 一株当たり純利益)$ 、 $EV/EBITDA((株式時価総額 + 純有利子負債) / EBITDA)$  の平均値(最大値と最小値は除外)を求め、別途試算した対象企業のEXIT予定時(10年後など)における一株当たり純資産、EBITDA、純有利子負債を算出式に代入して、EXIT時点における株価見通しを計算し、投資倍率とIRRを算出した。

○ 類似会社比較法は、通常、企業が合併・買収(M&A)を検討する際に株価算定の‘参考値’を求めるために用いるもので、企業買収を検討する対象となりうる好業績の企業を対象に用いられるのに対し、機構の出資対象は基本的にスタートアップである。さらに、財務比率を算出する類似会社は、出資先の類似業種とは言っても業歴が長く、事業に成功して上場し、経営基盤も安定している中堅・大企業であり、収益力・財務基盤、外部からの評価(株価)という点で機構の出資先の比較対象としては適当ではなかった。

それに加えて、出資先企業の財務数値は、前述(上述1.)の通り計画策定時の想定が基本的に満たされたシナリオがベースとなっており、しかもそれがEXITまでの間、期間収益が持続的に増大し、それが累積したもの(純資産)である。こうした‘両変数を乗じた積’として計算された株価・投資収益試算は、財務数値(純資産、EBITDA)をある程度割り引いたとしても、IRR(年率内部収益率)で10%以上、投資倍率で2倍以上といった高い投資収益見通しを表すものとなり、これが出資時の検討における判断の材料として用いられていた。

—— この結果、これまでEXITした案件でIRR/投資倍率が計画時見通しを上回ったのはごく一部で、殆どのケースで事前に予測した投資収益は大幅未達である。

○ このように、出資検討案件は、実態を上回る投資収益の見込みが示されていたため、実際には収益性に係る課題を抱えた案件でも、投資収益の面からはこれを採り上げることに問題はないという判断がなされたと考えられる。このように考えると、中小規模のスタートアップ企業に対する出資について、先行きの事業計画のフ



フィジビリティをしっかりと確認すべきことは当然である(前述1.)が、EXIT時の株価見通しを得るために、上場している大企業・優良企業を対象先とした類似会社比較法のみには頼ることについては慎重な判断が必要であり、十分な合理性・客観性を持った長期事業計画の策定に取り組み、それを織り込んだ DCF 法をベースに、修正純資産法も参考にしつつ実質価値を求めていくことが望ましいように思われる。

### 3. コロナ感染拡大・物価上昇など想定外の経営環境変化による影響

- 出資先の経営状況については、前述の1. および2. に整理したような事情を背景に、事業開始後は当初計画を下回って推移した先が多かったが、そうした業績の低迷に追い打ちを掛けたのが20年以降に生じた外部環境の急変であった。

20年に流行が急拡大した新型コロナによる経済活動の急激な落込みにより、出資先の飲食業の経営が直接的な影響を受けたほか、業務用を中心とした一次産品加工製品の販売も減少し、そうした状況が変動を伴いつつ2～3年続いた。また、その後はロシアのウクライナ侵攻を契機とした国際市況の上昇や円安進行で、輸入資材(飼肥料等)・各種原材料・エネルギー価格が上昇したことに加え、国内景気の持ち直しもあって物価全般と人件費に根強い上昇圧力が働いたが、業歴が浅い出資先では容易に価格転嫁を行えず、事業の収益性にマイナスに作用した。

- こうした当初の事業計画には織り込まれなかった外部環境の急変により、20年以降の出資先の経営は、当初の事業計画からの下振れに加えてさらなる下押し圧力を受けた。

### 4. 投融資活動を展開する過程で生じた様々なリスクに対する対応

- 機構における投資案件の事前審査において、対象企業の事業計画のフィジビリティについて多角的で客観性のある検討が不足していたこと(上述1.)、および投資収益見通しの合理性が乏しかったこと(同2.)を投資損失拡大の背景として挙げられるが、これと並んで、機構が投融資活動を展開する過程で生じた以下のような様々なリスクを的確に認識して、適切な対応を講じて行くというリスク感が十分ではなかったことも認めざるを得ない。

(投資の大口化に伴う潜在的損失増大の影響)

- 機構の累積損失が拡大し、他の官民ファンドとともに累積解消に向けた取り組みを求める声が政府内で持ち上がった2017～18年頃から機構が実際に新規出資を停止した20年末までは、累積の縮小・解消のために新規投資の積み上げを図ることによって期間損益を黒字化しようという意識が機構の投融資活動に働いた。そうした中で、直接投資スキームが、機構単独で投資金額を拡大することが可能なこ

とから、積極的に活用されるようになっていった(検証報告 P3. には、「早期に300億円、将来的に1,000億円超の投資を実現するため、直接投資への積極的な取り組み等を実施してきた」との記載)。

—— 機構の投資実績を時期別に整理すると(下表参照)、間接投資が運用の太宗を占めた2013～16年は一件当たり平均出資金額が40～50百万円であったが、17年以降は投資件数に占める直接投資の割合が急速に高まった結果、一件当たり平均出資金額は17～18年で111百万円、19～21年で269百万円と13～16年の5～6倍まで急拡大し、これが投資総額の増加にも繋がった(19～21年の出資金額の95%、全期間では71%が直接投資による)。

\* 2021年3月末が新規出資の期限

#### 出資時期別にみた件数・金額・一件当たり平均金額

(件、百万円<単位未満切り捨て>、( )内はうち直接投資)

|                 | 出 資 件 数 ( a ) | 出 資 金 額 ( b )      | 平 均 出 資 金 額<br>( b ) / ( a ) |
|-----------------|---------------|--------------------|------------------------------|
| I (2013～2014)   | 38            | 1,521              | 40                           |
| II (2015～2016)  | 67<br>(2)     | 3,163<br>(1,324)   | 47<br>(662)                  |
| III (2017～2018) | 30<br>(11)    | 3,359<br>(2,639)   | 111<br>(239)                 |
| IV (2019～2021)  | 28<br>(16)    | 7,549<br>(7,153)   | 269<br>(447)                 |
| 合 計             | 163<br>(29)   | 15,593<br>(11,117) | 95<br>(383)                  |

○ こうした平均投資金額の増加に伴いデフォルト時の損失額が増大するリスク(潜在的損失の増大)に備え、機構では2017年にモニタリング検討会を新設し、注目を要する出資先の経営動向等を定期的に機構経営陣に報告する体制を整えた。しかしながら、このモニタリング検討会は出資先の経営の現状を踏まえて、必要な出資先に対する支援を行うことに軸足がおかれたものであり、出資先候補の経営状況を踏まえて審査段階における牽制機能を強化・向上する役割を果たすことを目指すものではなかった。そうした中で、案件の内容によっては、より慎重に検討を進めたほうが良いのではないかといった議論も行われた模様である。なお、機構の解散方針が公表された20年以降は、フロント事務を担当する投融資部職員が順次

退職する中で、モニタリング体制や経営改善に向けた支援体制も弱体化したことは否めない。

- こうした下で、機構で1億円以上の比較的大口の投資損失が発生した20件について、出資決定時期と投資形態(直接/間接)の内訳をみると、そのうち7割に当たる14件が17年以降20年までの間に出資決定した直投案件(うち半数の7件が、機構の解散方針発表後の20年以降の決定)である。これらは、出資後間もなく、コロナ感染拡大や物価・人件費の騰勢加速など事業計画策定時には想定していなかった経営環境の変化の影響を受けたこともあり、このグループから生じた損失が累積損失全体を押し上げる格好となった。即ち、機構の投資損失総額91.6億円(益金計上案件とのネット)に対して、上記14件で62.6億円の損失金を計上した。なお、これら14件の投資回収率(回収額/投資額)は9%、損失率(損失額/投資額)は91%であり、機構の全投資案件の投資回収率41%をかなり下回ることとなった\*。

\* 上記では、出資決定を行った時期と投資形態の両条件に合致したものを抽出したが、出資決定時期に関係なく、投資形態だけで整理すると、下表のとおり投資損失額(ネット)は直接投資が間接投資の4.4倍であり、投資回収率でみても直接投資と間接投資でかなり開きがある。

投資形態別にみた投資損失額と投資回収率

(億円)

|            | 直接投資＋間接投資 | 直 接 投 資 | 間 接 投 資 |
|------------|-----------|---------|---------|
| 投資損失額(ネット) | ▲91.6     | ▲74.5   | ▲17.1   |
| 投 資 回 収 率  | 41.3%     | 33.0%   | 61.8%   |

- 出資案件の積み上げが当初計画通りに進まなかったこと(前述2.の注\*参照)が機構の業績低迷の一因となったことを背景に、直投案件を中心とした大口化への取り組みが進んだことは自然な流れであったが、投資エクスポージャーが急拡大したことに対し、モニタリング体制を強化したものの十分な効果を発揮できず、また、案件の事前審査の充実も格別図られなかったことから、損失額の拡大が生じるようになった。また、前述のような結果からみると、新規出資停止と出資回収完了後の機構解散の方向性が公表された20年以降は、案件を積み上げることも、損失拡大リスクの抑制により重点を置いた対応への転換を図るべきであったと考えられる。

(資産価値の段階的変化をタイムリーに B/S に反映させる必要性)

- 機構における出資株式の減損処理は、開業当初から、国内会計基準の考え方に則って、「株式の実質価額(一株当たり純資産価値)が帳簿価額(出資時株価)の5割を下回った場合」にこれを行ってきた。しかしながら、機構投資先のスタートアップ企業の業績は、事業計画に反して経営が長期に亘って悪化傾向を辿った先が少なくないことから、機構は創業4年目の2015年度から20年度までの6年間で年平均420百万円(総額25億円)の減損処理を行った。さらに、機構が新規出資を停止して投資回収に専念することになった21年度から24年度までの4年間は、それまでの3倍強の年平均1,460百万円(4年間で総額58億円)のハイ・ペースで毎年減損処理を行い、さらに、最終事業年度の25年度には1,844百万円の投資損失を、ネット売却損として計上した(下表参照)。
- なお、機構では個々の投資有価証券の価額が取得原価に比べて50%以上下落した場合に、減損処理を行うこととしてきたため、各時点におけるバランスシートの価値を実態に近いかたちで評価・把握するということができなかった。企業が一般的に採用している会計ルールに従い減損処理等を行ってきたものではあるが、このことにより、最終年度末の損失見込額を随時把握し、それを基に株主等のステークホルダーに対して説明することが出来ず、また、出資先に対するアプローチ面では、業績が大きく落ち込み、減損処理が行われる状況に至らないうちは本腰を入れて株式譲渡・投資回収に乗り出すきっかけを掴み難くするなど、出資先に対するアプローチに間接的な影響が及んだ可能性も否定できないと考える。

#### 減損損失額・株式売却損益の推移

(百万円)

|             | 2015～2020年度 | 2021～2024年度 | 2025年度 |
|-------------|-------------|-------------|--------|
| 減損損失額(累計)   | 2,522       | 5,841       | —      |
| 減損損失額(平均)   | 420/年       | 1,460/年     | —      |
| ネット売却損益(累計) | +168        | +842        | ▲1,844 |

- 国内会計基準は、一度減損した資産はその後評価が持ち直しても戻入を認めない考え方を採るが、日本では、必要な場合には減損後の戻入を認め、柔軟な減損処理を行う考え方を採る国際会計基準(IFRS)の任意適用が2010年度から認められ、海外投資家の評価を重視する国際的企業を中心に任意適用を選択する企業が増えている。機構のように官民ファンドとして対外的に高い説明責任と経営の透明性が求められる組織では、海外投資家との関わりが低くても、市場価値の変

化をできる限り柔軟・タイムリーに捉える資産評価の考え方を採り入れていくことが望ましく、また責任ある投資主体として鋭敏なリスク感覚を養っていくためにも不可欠と思われる。

(劣後ローンの債務不履行状況と債権管理上の問題)

- 機構では、支援先に対して出資に加え劣後ローンを供与した事例が28件あった。サブファンドを通じた間接投資で出資額を増やしたかったが、協働して出資増額に応じられる出資者がいない場合に、融資形態で資金を供与したケース等が含まれる。
- しかしながら、機構には債権回収の実務経験を有する人材が揃っているわけではなく、資金ひっ迫先についての債権回収交渉(回収分割化・銀行バックファイナンスによる回収模索、シニア債権者交渉)の進め方やデフォルト発生時の債権回収の対応力が十分ではなかった。また、機構のローンは期日一括返済であるのに対し、協働して実行した民間金融機関の長期融資はシニアローン、元本分割返済であり、支援先の経営が苦しい中でも返済が進むほか保全も効いているなど、商品性の違いから債権者間で取り扱いの均衡が取れていなかった。
- この結果、機構が実行した劣後ローン28件(19.8億円)のうち約定返済されたのは17件(8.5億円)にとどまり、11件(11.3億円)は約定返済が行われなかった債務不履行で、うち2件は分割返済への組み替えを図った。件数ベースでみた債務不履行率は39%(分割返済を除くと32%)に達する。債務不履行のうち5件は融資先の破綻(自己破産、特別清算、私的整理)に伴うもので、4件の融資先はそうした状態にはないものの、借入・資産処分による返済が困難で、割引価格で債務者側に譲渡せざるを得なかった。

#### 機構の劣後ローン回収状況

(カッコ内は金額・億円)

|                  |                   |
|------------------|-------------------|
| 劣後ローン実行件数        | 28(19.8)          |
| うち期日返済＋繰上返済件数    | 17(8.5)           |
| うち債務不履行件数        | 11(11.3)又は9(10.7) |
| うち経営破綻先の件数       | 5(8.7)            |
| うち分割返済に組み替えられた件数 | 2(0.6)            |

- 以上のような結果から考えると、官民ファンドとして出資先に対する信用供与のあり方・商品性と与信の管理・回収体制の構築について、より慎重な対応を行うことが不可欠であったものとする。

## 5. 適切・効果的なリスク対応の前提となる組織運営・組織体制とリスク意識

○ ここまで、機構においてなぜ投資損失が累増したのか、その背景にある要因を間接的なものも含めて整理した。要約すれば、次の通り。

- ① 事業計画における売上見通しのフィージビリティ、外部環境からみた事業計画の実行可能性、クリアすべき技術的課題の達成状況、事業の収益性、営業体制の整備状況についての多角的・客観的な検証が不十分なまま、その計画を前提に出資が行われたこと。
- ② 楽観的な見通しによる事業計画と類似会社比較法を組み合わせた算出法により、実態よりも高い期待投資収益を前提に出資が行われたこと。
- ③ 直接投資への積極的取り組みにより投資案件の大口化が進み、損失発生リスクが増大したことに対し、モニタリング体制を強化したものの十分な効果を発揮できず、出資時の牽制機能が十分に機能しなかったこと。
- ④ 出資金の減損処理を国内会計基準に基づいて行ってきた結果、資産価値の段階的減価がタイムリーに機構の B/S に反映されず、機構の実態バランスを随時把握することを困難化し、認知ラグを生ぜしめたこと。
- ⑤ 出資とセットで実行した劣後ローンについて、機構の債権回収ノウハウが不十分で、かつ、回収・保全面で銀行ローンに比べ著しく不利であったことから、デフォルト率が非常に高くなったこと。
- ⑥ 外的な要因として、出資時には想定していなかった新型コロナの感染拡大やウクライナ侵攻等による資材費の高騰、人件費の急増等が、主な出資先である農林漁業関連の加工販売や飲食業の需要低迷、コスト増嵩を招き、業績が一段と低迷したこと。

○ こうした課題を的確に認識し、効果的な対応を講じていくためには、組織内のガバナンスとチェック・アンド・バランスが十分意識された運営が行われるとともに、投資案件のリスクの全体像を把握し、想定外の事態に備え必要な対応策を準備しておくリスク感覚が機能していることが不可欠である。そうした基本的な組織体制を整えておくことで、対応が後手に回ることを防ぎ、問題点が顕在化することを回避することができると思われる。適切で効果的なリスク対応の前提として求められる組織運営とリスク認識について、機構における経験も念頭に、あるべき対応を整理すれば以下の通り。

- (i) 投資案件の検討に際して、審査内容の充実が図られないまま、投資を企画・推進するライン主導で案件を推進するような運営に偏らないよう経営陣は注意を払い、外部の知見を投融資案件の検討・投資判断に活かしていくことを意識し、真にガバナンスが機能する組織運営を定着させること。また、関係者もそうした

組織運営が確保されていることを随時確認していくことが望まれる。

—— 一般的に、社外役員等は執行部ラインを慮った対応を取る可能性があることから、執行部ラインは社外役員等の知見を最大限経営判断に活かしていくために、踏み込んで社外役員等の意向・真意を確認するなどの取組みが求められると思われる。

- (ii) 組織体制についても、投融資案件の企画・検討を進める部署が同時に案件審査・リスク管理機能を果たすことは不可能であるので、前述1.2.4.のような各種リスクについて案件に即して検討・評価する審査・リスク管理部署を企画・推進ラインと完全に分離された形で設け、担当役員も別ラインにして、チェック・アンド・バランスが効果的に働く体制を構築し、投融資案件について採否を議論する委員会では、双方のラインから説明を行ったうえで検討する体制とすること。

—— そうした審査・リスク管理部門による牽制機能の発揮状況については、内部監査部門が確認することを明確にしておくことが望ましいと思われる。

- (iii) 個々の投資活動に係るリスクの全体像を整理・把握し、組織内でオープンに議論する態勢とそれを支える企業カルチャーが構築されていること<sup>\*\*</sup>。また、そうした企業カルチャーの社内への定着をリードする人材を内部に抱えていることが望まれる。

<sup>\*\*</sup> 機構の事前精査資料には、通常、SWOT 分析表 (Strong、Weak、Oppportunity、Threat) にリスクファクター (Weak または Threat) が複数項目挙げられているが、記載内容は箇条書き程度であり、数の上でも案件推進のプラス材料 (Strong、Opportunity) に及ばず、リスク分析としては不十分であったと考える。実際にその後に判明した事業経営が計画通りに進まなかった原因と照らし合わせてみると、SWOT分析で当該事象がリスクファクターとして認識されていなかったケースも少なくなく、多角的、網羅的にリスクを捕捉・評価・分析しておくことが非常に重要であったと思われる。

## 6. 限られた回収実績に基づく累積損失圧縮計画

- 以上では機構の出資損失金が拡大することとなった背景を様々な角度から整理したが、損失額(累積額)は213億円(25年度末。解散時点)と、20年に公表した120億円という見通しを大きく上回った。以下では、機構が解散方針の決定後、出資金の回収極大化・適正化に出来る限りの努力を注いできたにも関わらず、なぜ、これだけのかい離が生じることになったのかという観点から、そもそも上記損失見通しはどのように策定されたのかを改めて確認・整理した。結論から言えば、この損失額見通しは回収が本格化する以前の限られた回収データに基づく試算であり、

その後、回収が進んでデータ蓄積が進む中でも見直しは行わず、実勢とのかい離が次第に拡大したと考えられる。

この論点はなぜ機構の投資損失がここまで膨らんだのかというここまでの論点整理とは視点が異なるが、機構の投資回収の結果としての毎期末の損失金(累積損額)が常に比較されるベンチマークであり、機構の回収活動に対する外部評価にも関わるものであるだけに、その算出方法・内容について触れておく必要がある。

- 19年末に機構解散の方針が打ち出されたあと、機構は政府から解散時における累積損失額の見通しを示すことを求められた。機構の出資案件は事業内容の個性が非常に強く、本来であれば個々に事業の採算性・価値を評価することを通じて回収額を算定する必要があったが、すべての投融資先について、個別に財務DD(実質資産価値の精査)を行い、回収見込額を算出するには、かなりの手間を要することから、機構では以下のような代替的手法により回収見込額を試算することとし、これをベースに収支を求め、20年5月改善計画として公表した。

#### 【回収予想額の算出方法の骨格】

- ① 投資対象先を、(1)売上高の計画からのかい離、(2)原価率・利益率の計画からのかい離、(3)赤字(創業赤字)の状況、(4)流動資産/負債比率、(5)資本毀損率により5ランクに分類。
  - ② 各ランクに分類された案件の過去のEXIT実績から、平均投資倍率を計算。
  - ③ 残存する個別対象先の出資額に、所属ランクの平均投資倍率(②)を乗じて回収予想額を求め、それを合算して全体回収予想額とする。
- 
- こうした試算により最終的な累積損額見通しについて以下に述べるような結果が得られたが、この時点(機構が出資をスタートさせてから5～6年)では、回収実績はEXITの前倒しが可能な好業績先など、ごく一部の先(5ランクすべてを合計しても27先、回収実績が特に少ない下位ランクではそれぞれ3～4先)に限られていた。こうした限定的なデータによる平均値算出は信頼性に疑問が残るうえ、平均値算出に用いた回収案件のデータには、(1)出資取り組み開始直後に浮上した投資利回りの高い優良案件の好条件でのEXITが含まれること(ランク上位先)、(2)投資回収がスタートした直後は、出資先が業況不芳で債務超過でも出資額は回収する(中位～下位先)など、投資先に強腰で交渉を進め、それが奏功した事案が少なくなかった等の事情が重なったことから、全体的に高めの回収率が算出された\*。また、金融機関では、資産自己査定に用いる倒産確率・LGD(倒産時損失率)は每期最新データを織り込んで洗い替えを行っているが、機構では回収実績が増えてもデータの洗い替えは行わなかった。



なお、途中でデータ洗い替え等を行えば、当然、累積損失見通し額は拡大したと思われるが、一方で、一旦目標として設定した赤字額を下方修正することは、機構の業務運営の一貫性に対する疑念を持たれかねない懸念があった。

\* 実際には、ランクⅠ（金融機関自己査定のイメージで言えば正常先、以下同じ）が1.24倍（投資倍率）、Ⅱ（計画未達だが短期回復見込み、要注意先）が1.18倍、Ⅲ（中期回復見込み、要管理先）が1.01倍、Ⅳ（要事業再生、破綻懸念先）が0.33倍、Ⅴ（破綻・実破先）が0.10倍と算出され、全ランク平均でも1.10倍と投下資本を1割上回る回収が見込まれる結果となった（163件の投資先全体の実際の投資倍率は0.41倍。しかしながら、上記のような算出方法を取るのであれば、経営悪化先の経営改善が計画通りに実現しない確率（格付の下方遷移確率）をどう織り込むか（Ⅱ、Ⅲ）、経営正常化に要する時間と機構解散のタイミングの関係をどう想定するか（同）といった要素に加え、非保全・無担保の出資金・債権では要事業再生先・破綻先からの回収を期待することは一般に難しいこと、前述の個別事情（初期における案件の高利回りと経営実態を上回る回収の実現）の先行き持続性をどのように考えるかといった点を検討する必要があった。

- こうした試算の結果、機構では最終的な累積損失見込額を▲120億円と公表したが、▲213億円（25年度末。解散時点）と、投資損失が大きく拡大する結果となった。

先行きベンチマークとしての役割を担うような収支見通しを策定する際には、財務DDに基づく合理性の高い見通しによって最善の予測値を得ることが必要であった。

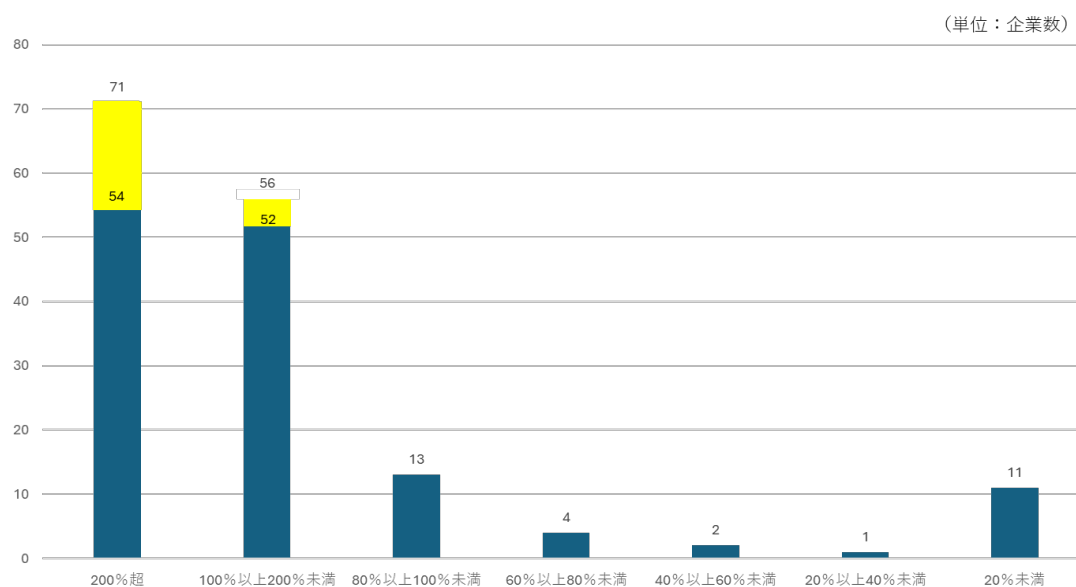
## 7. 出資回収時の売却価格の妥当性について

- 以上のような算出方法を用いたこともあり、最終的な累積損失額は改善計画よりも大きく拡大する結果となったが、次に、機構の回収活動面に目を転じ、出資回収時の株式譲渡価格が、出資時の株価を下回るものも含め、対象企業の経営・財務の実態に照らして合理性のある妥当なものであったかという点を明らかにするため、実際の売却価格を売却時点（直近決算時）の簿価純資産価格（以下、「簿価」という。）と比較することで検証を行った。

—— 機構の出資先の殆どは非上場の中小企業で、将来キャッシュフロー予測が難しいことに加え、業績が低迷している先では、機構で簡易な試算を行っても先行きのキャッシュフローがマイナスとなる先が多く、EXIT交渉上、そうした先では残存する簿価をベースに調整を行うことが機構にとって得策であったという実態を踏まえて、このような試算を行うこととしたもの。

- その結果をみると(下図参照)、出資案件全体(158社。出資直後に倒産・EXITし、決算数値と比較できなかったものを除く)に対し、簿価以上の金額でEXITを行ったものは127件(80.4%)に達し、そのうち、200%以上が71件(44.9%)、100%以上200%未満が56件(35.4%)、簿価を下回ったもの(100%未満)が31件(19.6%)となっており、大半の案件は簿価以上の価格―創業後の経営・財務の実態に照らして合理性のある水準(いわゆるフェアバリュー)―で売却を行っていることが明らかになった。なお、簿価以上での回収比率は、回収率の数値が高く出る、純資産がゼロ以下で、かつ、備忘価格での回収先(21件)を除いた場合でも77%と、ほぼ不変である。

■ 純資産額に対する回収率



注：上記グラフ上、     部分は、回収額の純資産額比が100%超の出資先企業のうち、直近の純資産額がゼロ以下で、その実回収額が出資額に対して1%未満(ほぼ備忘価格での回収)の企業である。それらの先では、実回収額が些少でも回収率が非常に高くなるため、明示することにした。

- 機構は出資回収期限が設定されたことで、出資時に出資先と合意していた回収時期を前倒しせざるを得なかった先が多く、交渉は決して容易ではなかったが、この結果からみる限りでは、8割の先で上述のような意味での合理性のある価格水準での売却が実現できており、売り急ぎのような事態は発生していないと考える。

—— 前掲図のとおり、一部に純資産額をかなり下回る回収にとどまった先(回収率20%未満の先)があるが、それらの多くは、株式の譲受人となることが期待される出資先の代表者や親会社に資金余力・調達力がないケースであり、また、一部にはバランスシートに未だ反映されていない含み損を出資先が抱えているため、それを調整した実質純資産額をベースに株式譲渡額を調整した先や、機構が

EXITした後も支援を継続する方針の株主がいるため、先行き事業価値の試算結果に基づき支援継続先への譲渡価格を決定した先などが含まれている。

## 8. 政策目的の達成状況について

- 機構の官民ファンドとしての投資活動を総括的に評価するうえでは、投資損失の状況、累積損失の動向およびこれに関連した損失拡大の背景についての整理が最も重要な論点であることは論を俟たないが、それだけで投資活動の全貌を把握できるわけではなく、投融資を通じて農林漁業の成長産業化を支援するという組織の活動目標を踏まえれば、個々の投資活動を通じて、意図した政策目的(とくに事業主体の内部に留まらず、地域経済や産業基盤など外部への波及効果を含むもの)をどの程度達成することができたかという点を併せて見ていくことが必要である。こうした観点から、160件強に上る機構の全出資案件について政策目的を達成したと評価できるかどうか改めて点検し、その結果を以下のとおり取り纏めた。(別添表参照)。

(政策目的の達成割合の全体像)

- 政策目的の達成状況の全体像を整理すれば、以下の通り。
- ① 出資案件のうち政策目的が達成された(或いは達成されつつある)と判断されたのは、件数ベースで約5割(51%)。
  - ② 政策目的の達成状況(達成率)を、投資損益を示す投資倍率とのマトリクスで整理すると、投資倍率で1倍及び1倍超の先(出資元本以上の回収が実現した先)の達成率(ともに76%)が、1倍未満の先(29%)よりも明らかに高い。
  - ③ なお、全出資案件162件※の投資倍率の構成比は1倍超が3割強、1倍が1割強、に対して、1倍未満が5割強と、投資損失を計上した先が半数強を占める。
  - ④ 倍率1倍超で政策目的を達成した先は41件で、全出資案件の1/4。その対極にある倍率1倍未満で政策目的を達成できなかった先は62件で同4割弱。

※同一プロジェクトに対する複数出資(2件)を1件にカウントした。

### 投資倍率別にみた政策目的の達成状況

|         | 全 体         | 内 訳        |            |            |
|---------|-------------|------------|------------|------------|
|         |             | 投資倍率1倍超    | 同 1 倍      | 同 1 倍 未 満  |
| 政策目的達成  | 51% (82件)   | 76% (41件)  | 76% (16件)  | 29% (25件)  |
| 同 未 達 成 | 49% (80件)   | 24% (13件)  | 24% (5件)   | 71% (62件)  |
| 件 数 計   | 100% (162件) | 100% (54件) | 100% (21件) | 100% (87件) |

|              |      |     |     |     |
|--------------|------|-----|-----|-----|
| 投資倍率別構成比(合計) | 100% | 33% | 13% | 54% |
|--------------|------|-----|-----|-----|

(投資倍率別にみた政策目的達成状況と達成された目標の内容)

○ 投資倍率別に政策目的達成状況と達成された目的の内容を整理すると以下の通り。

(1) 投資倍率1倍超(54件中41件、3/4で目標達成)

- ① 多くの案件で、事業遂行に向けた諸課題について事前に必要な検討を重ねたとみられることから、所期の政策目的が実現されているケースが3/4に上る。
- ② 内容的にも、一次産品の高付加価値化・地域雇用拡大・生産農家の所得向上といった共通性のあるものに加え、新たな生産技術や商品形態の開発、新たな地域特産品の開発、新規就農支援など波及効果に広がりがあり、難易度の面でもチャレンジングな内容の政策目的を達成しているものが少なくない。
  - ▽新たな生産技術等の開発(魚類ゲノム編集、無農薬苗生産、車エビ加工)
  - ▽新たな地域特産品開発、ブランド力向上(キャビア、オリーブ加工、ワイン、肉流通改善)
  - ▽新規移住就農者支援(ワインアカデミー・同醸造支援、有機野菜栽培)
  - ▽国産原材料利用拡大による輸入代替、海外販路開拓(国産蕎麦製粉、殻付き牡蠣・冷凍ブリ・米の輸出)
  - ▽自然環境維持・資源再生(植林・間伐、規格外材活用、バイオマス発電、グランピング)

(2) 投資倍率1倍(21件中16件、3/4で目標達成)

- ① 投資倍率1倍の先は必ずしも業績が順調な先ばかりでなく、累損・債務超過を抱え出資時の純資産価値を割り込んでいる先が半数を占めるが、それらの先でもファンドには出資額だけは返したいとの意向等により出資の簿価回収が実現。
- ② 所期の政策目的は投資倍率1倍超の先と同割合(76%)で達成されている。
- ③ 内容的には、一次事業者の六次化、一次産品の付加価値向上、連携農家や地域の所得・雇用の増加と地域活性化など一次事業者と地域の所得向上に関わるものが多数を占めるが、以下のような国内農業・地域産業維持や生産技術・物流構造の変革に繋がるような目的を達成しているものも含まれる。
  - ▽中長期的にみた国内農業や地域産業の衰退防止・維持に関わる政策目的を達成(種子の国内生産増強、地元酪農業衰退への歯止め、被災地での営農支援、地元野菜で健康食品製造)
  - ▽生産技術・物流システム革新に繋がる産業構造に波及効果がある取り組み(青果生産者と購買者を結ぶ物流網構築、高効率の菌床栽培実現)

(3) 投資倍率1倍未満(87件中25件、1/4強で目的達成)

- ① 投資倍率1倍・1倍超の先と比べ政策目的の達成率は低い(29%)。
- ② 特に倍率が0.1倍を下回る低パフォーマンス先でその傾向は顕著(達成率15%)で、それらの先では、需要見通しの読み違いやコロナの影響も含む経営環境の下振れ、不十分な営業体制や市場開拓の失敗、技術力過信、経営ノウハウ不足などから、所期の事業計画からかい離れた経営状態となり、その点で事業のフィージビリティ・事業リスクの事前の確認が不十分であった。
- ③ しかしながら、その一方で、「投資倍率1倍未満」の先で達成された政策目的の内容をみると、新たな地場産業の立上げや新たな青果栽培方法導入、高齢農家の営農支援など、事業採算の確立という点では課題を残しているものの、予想された以上に外部波及効果のある政策目的を実現した事例が少なからず含まれていることが確認された。

▽新たな地場産業の立上げ(新品種の農畜産物生産・加工)、地域産業の衰退防止(魚類冷凍加工、牛乳生産)、新たな青果栽培方法の導入による生産効率改善、高齢農家の作業代替による営農支援(野菜加工)などの取組みを通じた地域貢献

▽一次産品(野菜)の加工技術改善(冷凍・乾燥)、需要変化に対応した加工品製造(炊飯業、地元野菜の冷凍加工等)、ブランド保持に向けた流通見直し(牛肉)による地場産品の付加価値向上

▽森林資源を活用したバイオマス発電、林道整備作業の効率化、休耕地活用等による自然環境維持への貢献

- ④ このように「投資倍率1倍未満」の先——投資損益から判断すれば失敗案件と位置付けられてしまう先——においても、内容的には外部に波及効果のある政策目的を達成しつつある先が少なからずあることが確認された。

○ 以上の整理を踏まえると、こうした政策目的の達成状況を併せて機構のこれまでの取り組みを把握して頂くことが、当機構が果たしてきた役割の全体像をバランス良く理解して頂くことに繋がると思われる。別添表を集計した下表で言えば、本稿前半で取り上げた投資損失発生の背景についての整理は、投資倍率1倍未満のボックスの全体(87件)に加え、投資倍率1倍と1倍超の政策目的未達成先のボックス(18先)もある程度カバーするものであるのに対し、本稿後半でみた政策目的達成先の内容はすべての投資倍率の政策目的達成先のボックス全体(82先)をカバーするものであり、両者を併せて見ることで機構の投資対象先の全体像を網羅することになるということが出来る。

政策目的達成状況と投資倍率のマトリクス集計表

|          | 政策目的未達成 | 政策目的達成 | 合 計  |
|----------|---------|--------|------|
| 投資倍率1倍超  | 13件     | 41件    | 54件  |
| 投資倍率1倍   | 5件      | 16件    | 21件  |
| 投資倍率1倍未満 | 62件     | 25件    | 87件  |
| 合 計      | 80件     | 82件    | 162件 |

- 官民ファンドである当機構が目指したのは、政策目的を達成するとともに投資収益もしっかり確保できる案件への出資を通じた育成支援であるが、上記表の中で、投資倍率1倍超と政策目的達成の両方をクリアできたのは41件(25%)、投資倍率1倍まで広げても57件(35%)にとどまり、その対極にある、投資倍率一倍未満で政策目的未達成の先(62件<38%>)を下回っている。

(おわりに)

以上、これまで検討してきた通り、当機構の立上げと運営に当たって、投資規模を過大に見積もらずに組織を小さく産み、それとともに本稿で見た通り、投資の成果を急ぐことなく腰を据えてじっくりと案件内容を精査し、これを支えるためのチェック・アンド・バランスとガバナンスのきいた組織体制をしっかりと構築していれば、当機構も今回と異なった姿となっていた可能性もある。当機構における経験は、決して他の組織に一般化されるようなものではないが、関係先の方々に当機構の経験と直面した運営上の課題を共有して頂き、少しでも業務運営の参考にして頂ければと願い本稿を取り纏めた次第である。

以 上

政策目的の達成状況

| 効果<br>倍率 | 他に波及する政策効果が乏しい                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 他に波及する政策効果あり                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 倍超     | <p>A 1（カット野菜事業を通じた農産物の付加価値向上は未実現）</p> <p>A 2（生産～販売の一貫体制は構築したが、生産物のブランド化等外部波及効果はなし）</p> <p>A 3（グローバルな6次化・輸出拡大の狙いは未実現）</p> <p>A 4（国産野菜を用いた栄養補助食品の製造・販売事業は収益化できず）</p> <p>A 5（一次事業者の販路は確保したが飲食店事業は収益化できず）</p> <p>A 6（土産物製造・飲食店経営による地元産品の高付加価値化は未実現）</p> <p>A 7（生産者と卸が連携したマーケットイン型の生産体制は未実現）</p> <p>A 8（古民家を活用した地域活性化・一次産品の付加価値向上は未実現）</p> <p>A 9（加工品の製造・販売による水産物の付加価値向上は未実現）</p> <p>A 1 0（飲食店出店による地元海産物・肉牛の付加価値向上は未実現）</p> <p>A 1 1（飲食店経営で六次化は達成したが、外部波及効果は特になし）</p> <p>A 1 2（予定していた設備稼働前に出資回収となり政策目的は未実現）</p> <p>A 1 3（計画した肥育牛の高付加価値化加工からは撤退）</p> | <p>A 1 4（最新の遺伝子工学に基づく品種改良期間の短縮を実現）</p> <p>A 1 5（肥育豚のブランド化による付加価値向上に貢献）</p> <p>A 1 6（カット野菜事業強化により、地元野菜の付加価値向上、規格外品活用を実現）</p> <p>A 1 7（カット野菜・フルーツの製造販売により6次化推進・地域雇用拡大に貢献）</p> <p>A 1 8（環境負荷に配慮した有機農業振興、その担い手である新規就農者サポートに貢献）</p> <p>A 1 9（乾燥野菜原料を国産に切り替えたことで販路拡大、産地ブランド力向上にも貢献）</p> <p>A 2 0（配送センター構築で農畜産物の物流効率化を実現）</p> <p>A 2 1（カットフルーツの製造販売により地元果物の付加価値向上、雇用拡大に貢献）</p> <p>A 2 2（生産～輸出の一貫通貫体制構築により価格競争力・品質管理向上し、海外販路拡大）</p> <p>A 2 3（地元ワイン産業育成と新規就農者の育成支援に貢献）</p> <p>A 2 4（魚類の加工処理向上と安定売上先確保により地元漁業の衰退に歯止めを掛ける貢献）</p> <p>A 2 5（地元農家と大手加工業者が提携して収穫・加工量を増やし農家所得向上）</p> <p>A 2 6（海産物の内外販売強化と飲食店経営による六次化で経営安定化、雇用拡大にも貢献）</p> <p>A 2 7（高付加価値苗の生産技術（防除技術）を開発し商品化）</p> <p>A 2 8（養殖魚の冷凍加工という商品形態を開発、通年養殖も実現）</p> <p>A 2 9（宿泊施設と地元食材の提供で地域活性化、地元産品の消費増・高付加価値化に貢献）</p> <p>A 3 0（肥育牛の付加価値を高める加工を実現して経営基盤確立）</p> <p>A 3 1（地元産品使用の給食事業で一次産品高付加価値化・就農者確保に貢献）</p> <p>A 3 2（サラダ販売により農産物の付加価値向上に加え、雇用拡大にも貢献）</p> <p>A 3 3（国産材による木材加工品製造により高付加価値化、規格外材活用に貢献）</p> <p>A 3 4（規格外品を活用した飲食提供・料理教室により廃棄削減・高付加価値化を実現）</p> <p>A 3 5（米のアジア向け輸出拡大を実現）</p> <p>A 3 6（集荷・販売方式の見直し、加工品開発により地元果物の付加価値向上を実現）</p> <p>A 3 7（バイオマス発電・残滓再利用による循環型地域社会への貢献）</p> <p>A 3 8（地元産品使用の給食事業で生産者の所得安定と地域雇用に貢献）</p> <p>A 3 9（地元産米使用の弁当製造による付加価値向上、農協・生産者の連携強化に貢献）</p> <p>A 4 0（肥育牛のブランドを保持した販売体制確立による高付加価値化）</p> <p>A 4 1（地元水産物の加工販売を通じて地域ブランド強化・地域産業活性化に貢献）</p> <p>A 4 2（地元ワイン等の販売店・飲食店経営で地域活性化・新商品開発に取組み）</p> <p>A 4 3（地元地公体と連携した地域特産品開発・ブランド化、雇用創出に貢献）</p> <p>A 4 4（全国生産物の年間集荷・加工出荷により高付加価値化・農家所得安定に貢献）</p> <p>A 4 5（地元ワインのリピーター需要により経営安定、都市圏での販売網構築は課題）</p> <p>A 4 6（鮮魚処理技術向上で長期冷凍保存を可能とし対米輸出増を実現）</p> <p>A 4 7（農産物を加工・包装して出荷、規格外品活用・高付加価値化・負担軽減に貢献）</p> <p>A 4 8（地元産品で化粧品原材料・健康食品を製造し、一次産品の付加価値向上・雇用増に貢</p> |

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 献)<br>A49 (地元野菜で冷凍総菜を製造・販売し、付加価値向上・販路拡大に成果)<br>A50 (活魚の配送手法高度化(鮮度維持・コスト削減)を実現)<br>A51 (産学連携で量産化が実現したキノコを乾燥加工することで付加価値向上)<br>A52 (有機茶栽培と抹茶等の加工・販売により付加価値向上)<br>A53 (転作を図って栽培を開始した果実を用いて特産品を開発)<br>A54 (栽培～販売まで一貫体制でワイン生産、地元産ワインのブランド力向上に貢献)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 54件  | 13件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 41件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 1倍   | B1 (独自の水質管理技術を活かした陸上養殖事業は事業化できず)<br>B2 (生鮮野菜中心の飲食店を経営し付加価値向上を目指したが、収益化できず閉店)<br>B3 (パン製造による原材料の高付加価値化に取り組んだが災害に遭遇、単体での収益維持が困難化)<br>B4 (都市型野菜工場は収益化できず)<br>B5 (各地での野菜生産・集出荷・加工による高付加価値化事業は収益化できず)                                                                                                                                                                                                                                                                  | B6 (効率的な菌床栽培の実現。連携農家の所得も徐々に向上し、雇用創出に貢献)<br>B7 (国内における種子生産増加、生産ノウハウの継承に貢献)<br>B8 (国産果実を使用した洋菓子製造で付加価値向上・規格外品利用、地域活性化に貢献)<br>B9 (地元産油脂の商品化と高付加価値化に貢献)<br>B10 (生産者と購買者の取引マッチングと共同物流網の構築に組み)<br>B11 (酪農家が協同で牛乳を製造し、地域の酪農業衰退を防ぐ効果を発揮)<br>B12 (農家の所得向上により過疎・高齢化が進む地域の活性化に貢献)<br>B13 (農産物加工販売強化とカフェ出店で六次化進展、地域活性化にも一定の貢献)<br>B14 (間伐材を活用した部材加工でSDGs、森林所有者の所得向上、雇用創出面で効果)<br>B15 (農地受託管理で生産した野菜も使い加工品を製造・販売し、六次化も推進)<br>B16 (地元産米を用いた日本酒・米菓の製造・販売で、地域活性化にも一定の貢献)<br>B17 (協働で生産した野菜の集選果・梱包・販売を担い、塩害地域の営農継続を支援)<br>B18 (苗生産業者が小売部門の分離・強化を図る中で、雇用創出に貢献)<br>B19 (地元産穀物・国産大豆を原料とした製品加工で高付加価値化)<br>B20 (規格外の野菜を用いた加工食品で廃棄削減、新たに二次加工品も開発)<br>B21 (新たな加工商品開発により原材料野菜の付加価値向上と規格外品活用を実現) |
| 21件  | 5件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 16件                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 1倍未満 | C1 (宿泊施設での地元食材提供による付加価値向上は災害被害で未実現)<br>C2 (親会社が生産した一次製品の加工品製造は未実現)<br>C3 (園芸品輸出は環境変化で急減し、目標未実現)<br>C4 (漁獲した魚類の加工販売は収益化には至らず)<br>C5 (地元産品を用いたスイーツ直販は事業化の目途立たず撤退)<br>C6 (自社栽培葡萄によるワイン醸造は生産下振れ・経費増加から収益化に至らず)<br>C7 (海産物加工・販売による6次化は収益化できず休業状態)<br>C8 (繁殖支援にかかる技術の優位性が後退し、事業化の目途立たず)<br>C9 (野菜直売システム構築は競合もあり収益化遅延)<br>C10 (計画した食品製造加工・販売支援と6次化事業は未実現)<br>C11 (飲食店事業停止により地元産品の付加価値向上は達成できず)<br>C12 (ブランド力向上を目指し畜産業者が飲食業に進出したが業績低迷で撤退)<br>C13 (大都市の飲食業者向け精肉販売の収益化は道半ば) | C63 (ブランド力ある地元野菜の冷凍加工販売により収益性改善に一定の効果)<br>C64 (乳製品製造販売で事業多角化を実現、店舗への集客を通じて地域活性化にも一役)<br>C65 (生産の各段階を通じて当社が深く関わり新地場産業を育成。畜産農家の所得も向上)<br>C66 (森林資源を活用した循環型発電モデルを構築)<br>C67 (第三者機関認証を得て非価格競争力向上、農家所得向上)<br>C68 (穀物を精白加工販売することで農家所得向上、休耕田を活用し農地保全に協力)<br>C69 (葡萄生産の拡大、ワインの価値向上は一定程度達成、営業・収益面の課題は残存)<br>C70 (地元ワインのブランド力向上に貢献、財務バランス改善と生産体制確保が課題)<br>C71 (親会社が生産した農産物を冷凍加工しG経営の安定化を推進。収益体質強化が課題)<br>C72 (需要構造変化に対応した商品開発でG経営の安定化に寄与したが、収益力強化は道半ば)<br>C73 (新たな栽培法で果樹栽培、休耕地も活用、海外販路開拓は大幅修正)<br>C74 (日系向け中心に米の輸出は増加、業績安定が課題)                                                                                                                                                   |



|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>C 1 4 (AI を活用した土壌管理技術を確立したが、自力販売で苦戦)</p> <p>C 1 5 (森林資源を活かした部材加工は収益化が見込めず撤退)</p> <p>C 1 6 (独自バイオ技術で対象物の生産効率化技術を確立したが、収益化は見込み難い)</p> <p>C 1 7 (雇用増には貢献したが、集客力が乏しく、産直事業拡大効果・採算確保は見込めず)</p> <p>C 1 8 (地方食材を提供する都内飲食店は既に閉鎖)</p> <p>C 1 9 (データ授受電子化事業の展開遅延。決済サービス事業は未実現)</p> <p>C 2 0 (特定地方の食材を取扱う都内飲食店の収益化は遅々)</p> <p>C 2 1 (土産物・飲食店は地域活性化に貢献したが、収益化には至らず)</p> <p>C 2 2 (地元食材・ワインを提供する飲食店は閉鎖し、業態を転換)</p> <p>C 2 3 (六次化により一次事業者の経営は安定したが、卸・小売を担う当社は赤字累増)</p> <p>C 2 4 (高級化を目指した飲食店は閉店、原材料高付加価値化は未実現)</p> <p>C 2 5 (新たな培養技術を用いた製品開発技術の向上と収益化には時間を要する)</p> <p>C 2 6 (一次事業者が生産した肉牛の高付加価値化を目指した飲食店は収益化せず)</p> <p>C 2 7 (有機野菜を都内店舗で対面販売し需要喚起を目指すも、収益化せず)</p> <p>C 2 8 (農家レストランは収益化せず、廃業)</p> <p>C 2 9 (生鮮野菜の船便輸出は技術面の問題から未実現)</p> <p>C 3 0 (農作業補助機器開発で人手不足対応に貢献するも、収益化は遅延)</p> <p>C 3 1 (休耕田活用に貢献するも、肥育種の需要伸び悩みから事業規模は低迷)</p> <p>C 3 2 (新種野菜生産で雇用創出したが、生産技術確立・営業力不足から収益化せず)</p> <p>C 3 3 (代替肉需要の拡大テンポは緩やかで、収益化・事業化遅延)</p> <p>C 3 4 (未成熟魚養殖は技術面の問題もあり事業化に至らず)</p> <p>C 3 5 (農家レストランは収益化遅延)</p> <p>C 3 6 (宿泊施設運営・総菜販売は収益化・事業化に至らず)</p> <p>C 3 7 (特定地方の食材に特化した飲食店は収益化せず)</p> <p>C 3 8 (地域活性化には貢献したが、野菜加工・販売、飲食店は収益化せず)</p> <p>C 3 9 (創業支援素材の販売が進まず、事業化に至らず)</p> <p>C 4 0 (生産能力を増強したワイナリー事業は収益化遅延)</p> <p>C 4 1 (首都圏に展開した酒販店・居酒屋を順次閉店)</p> <p>C 4 2 (放置林を活用した建材加工は事業化せず)</p> <p>C 4 3 (国産原料・小ロットの野菜加工品製造で野菜の販路拡大を目指すも収益化せず)</p> <p>C 4 4 (ワイン醸造を通じ地域雇用を下支えしたが、生産下振れ・経費上昇で収益化せず)</p> <p>C 4 5 (加工処理方法に制限のある食材の輸出を目指す販路開拓できず、収益化困難)</p> <p>C 4 6 (目指した国内販路や輸出の拡大は進まず、更に天災により債務超過の可能性大)</p> <p>C 4 7 (出店が計画通りに進まず、唯一の黒字店も閉鎖し、収益化は困難)</p> <p>C 4 8 (良質な業務用加工食品の生産事業は、親会社支援なしで収益を維持できず)</p> <p>C 4 9 (飲食店向け生鮮・加工野菜納入事業は収益化せず)</p> <p>C 5 0 (地元食材を使った加工品の販売低調、飲食店事業も収益化せず)</p> <p>C 5 1 (水産業衰退に歯止めをかけるため冷凍加工に取組んだが、販売不振で赤字累増)</p> <p>C 5 2 (地元野菜を首都圏工場で加工する事業は継続困難化)</p> <p>C 5 3 (滞在型観光拠点で地元食材加工、飲食店等を展開したが収益化せず)</p> <p>C 5 4 (水産業衰退に歯止めをかけるべく冷凍輸出に取組んだが、不漁もあり収益化せず)</p> | <p>C 7 5 (飲食店で規格外魚類の活用は進んだが、収益基盤の確立が引き続き課題)</p> <p>C 7 6 (肥育牛のブランド保持に向けた取組みは進展したが、収益基盤の確立が不可欠)</p> <p>C 7 7 (地元野菜の付加価値向上はある程度進んだが、経営基盤の確立が課題)</p> <p>C 7 8 (規格外品活用、新たな加工品製造技術の開発、収益体質強化が課題)</p> <p>C 7 9 (地域の雇用維持・漁業下支えに貢献、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 0 (園芸小売事業への進出は実現したが、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 1 (高齢者農家の出荷作業負担軽減による営農支援、規格外野菜の廃棄抑制)</p> <p>C 8 2 (地域酪農業衰退に歯止めを掛ける取組みを推進、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 3 (地元産ぶどうを用いたワイン製造を実現したが、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 4 (森林環境の整備推進と地域活性化、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 5 (炊飯による米の高付加価値化は実現したが、収益基盤の確立が課題)</p> <p>C 8 6 (一次産品の高付加価値化に取り組んだが、採算性を伴わなかった)</p> <p>C 8 7 (地元畜産物の付加価値向上・地域活性化に貢献したが、収益基盤確立が課題)</p> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |       |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
|               | C 5 5（畜産加工品製造に取り組んだが、売上が伸び悩み、収益化の見通し立たず）<br>C 5 6（粉末化など野菜の高付加価値化に取り組んだが、災害被害もあり、収益化に至らず）<br>C 5 7（規格外農産物を活用した業務用加工品製造は収益化に至らず）<br>C 5 8（青果輸出は収益化せず、国内インバウンド向け販売も事業化せず）<br>C 5 9（畜産業者による飲食店経営は事業化を断念）<br>C 6 0（国産畜産物消費拡大を目指した六次化事業は事業化に至らず）<br>C 6 1（農作業補助機器は販売増強に時間を要している）<br>C 6 2（農産物輸出促進・和食レストランは事業化に至らず） |       |
| 8 7 件         | 6 2 件                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 2 5 件 |
| 総計<br>1 6 2 件 | 8 0 件                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 8 2 件 |

注 1：EXIT が複数回に分かれている案件（例：複数サブファンドの協調出資で EXIT 時期や条件が異なる場合）は名寄せを行っている。

注 2：同一プロジェクトに関わる複数（2 件）の出資先を 1 件にまとめて掲載している。

(参考1)

## 機構の出資・回収実績等の状況

### (1) 出資状況

#### ① 出資実績

##### ア 出資件数

機構の総出資件数(出資先企業数)は、164件(注)、うち直接出資は29件、サブファンドを通じた間接出資は135件、間接出資が8割超を占めている。

(注. 直接及び間接出資の協調出資(1件)は、それぞれ1件とカウント。)

##### イ 出資金額

総出資額は15,594百万円、うち直接出資は11,117百万円、間接出資は4,477百万円と、直接出資が7割超となっている。

#### ② 出資回収の状況

総額で15,594百万円の出資を行ったが、これに対する回収総額は6,437百万円であり、回収率は41.3%となった。

|   |                                                                                                  |   |
|---|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| ( | 直接出資は、出資総額11,117百万円、回収総額は3,669百万円、<br>回収率は33.0%<br>間接出資:出資総額4,477百万円、回収総額は2,768百万円、<br>回収率は61.8% | ) |
|---|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---|

#### ③ 投資倍率

件数ベースで投資倍率を見ると、1倍以上の出資回収が47%、1倍未満が53%となった。

|   |                                                  |   |
|---|--------------------------------------------------|---|
| ( | 直接出資:1倍以上が35%、1倍未満が65%<br>間接出資:1倍以上が49%、1倍未満が51% | ) |
|---|--------------------------------------------------|---|

### (2) 資本性劣後ローンの状況

貸付実績は、28件で1,975百万円となった。

返済額は、934百万円で(返済率47%)となった。また、返済額のほかに、債権譲渡及び利息等を含めた回収総額については、1,066百万円(回収率54%)となった。

件数ベースでは、全額回収19件(68%)、一部回収が6件(21%)、全額棄損3件(11%)となった。

## 機構出資の政策的な効果

### (1) K P I の達成状況

「官民ファンドの運営に係るガイドライン」に基づき、政策効果を定量的に表す指標として、雇用創出、投資人材の育成、民間資金の呼び水効果について、各ファンド共通のK P I を横並びで設定しており、その達成状況は以下のとおり。

- ・雇用創出：令和7年度末の目標値2,120人に対し、3,389人の雇用を実現
- ・投資人材の育成：令和7年度末の目標値133人に対し、133人の育成を実現
- ・民間資金の呼び水効果（出資誘発額/実出資額）：出資額に対する目標値（倍率）3.4倍に対し、3.5倍を実現（参考：誘発額（出資のみ）549億円、実出資額156億円。）

### (2) 政策目的を達成した具体的な事例

出資時において意図されていた政策目的（事業主体内部にとどまらず、地域・産業・技術など外部波及効果を持つもの）が、EXIT時点で達成できていると確認したものの内容、具体的事例は以下のとおり。

- ① 新たな生産技術等の開発（魚類のゲノム編集、無農薬苗の生産、車エビ加工、高効率の菌床栽培、新たな青果栽培方法の導入）
- ② 新たな地域特産品の開発、ブランド力の向上（キャビア、オリーブ加工、ワイン、食肉の流通改善）
- ③ 新たな地場産業の立上げ、地域産業の維持（新品種の農畜産物生産・加工、魚類の冷凍加工、地元酪農業衰退への歯止め、被災地での営農支援、地元野菜を用いた健康食品製造）
- ④ 新規就農者等の支援（ワインアカデミー・同醸造支援、有機野菜栽培）
- ⑤ 国産原材料の利用拡大による輸入代替、海外販路開拓（国産の蕎麦製粉、種子の国内生産増強、殻付き牡蠣・冷凍ブリ・米の輸出）
- ⑥ 新たな物流システムの構築（青果生産者と購買者を結ぶ物流網の構築）
- ⑦ 自然環境の維持・資源再生（植林・間伐、規格外材活用、バイオマス発電、グランピング、林道整備の効率化、休耕地の活用）

1 機構設立から新規出資の停止、改善計画の策定に至る経緯

官民ファンドにおける累積損失の拡大が顕在化する中で、平成30年12月に「新経済・財政再生計画改革工程表2018」(経済財政諮問会議決定)が策定され、これに基づき、累積損失の解消に向けた投資計画の策定。計画初年度である令和元年度に、実績が出資計画を大きく下回る結果となった。(2019年度の投資計画額1110億円に対し出資実行額は22億円)

将来的な累積損失の解消は困難との結論に至り、令和2年12月農林水産省は、機構に対し、令和2年度中で新規出資を停止すること等を前提に、現状の投資計画の見直しを行うことを指示。

上記指示を受けて、機構は、令和2年5月に、「損失を最小化するための改善計画(以下、「改善計画」という。)」を策定。令和3年度以降は新たな出資決定を行わないこと、令和7年度末までに回収業務を終えること、最終的な累積損益計画額を▲120億円とした。

2 A-FIVE の検証に係る検討会(検証報告)(令和2年7月31日)の概要

1 投資規模、投資収益等に見合わない高コストな組織体制であったこと

- ・6次産業化事業の成長性、投資規模、投資収益等を過大に見込み、これを前提とした高コストな組織体制等を整備。
- ・その結果、投資自体の収益は21億円を見込みつつも、それを上回る管理費が必要となり、最終累積損失は120億円を見込む。

2 投資対象が限定され、投資手続が重層的であったこと

- ・当初、投資対象を高い成長率が見込み難い6次産業化事業に限定。
- ・農林漁業者による出資の過半要件により投資対象が大幅に限定されたこと、計画認定が投資の前提とされたことにより投資手続も重層的で煩雑。一方で、著しく不合理な投資判断は行われていなかった。

3 EXIT収益の最大化が図れていなかったこと

- ・投資先事業者による自社株買いを優先したこと、EXITの時期が投資先事業者の意向を尊重したことで、EXIT収益の最大化を阻害。

4 サブファンドが十分に機能しなかったこと

- ・投資案件の組成や経営支援等に十分対応できるサブファンドが少なく、A-FIVE がサブファンドの経営支援等を代替。
- ・一部の能力の高いサブファンドの投資決定にも A-FIVE の事前同意を求め、サブファンドの主体的な取組を阻害。

## 5 その他

- ・A-FIVE による経営支援は、業績回復、企業価値の向上に一定の効果を発揮。
- ・地銀等にとって、農林漁業分野における投資に係る知見を広める結果につながった。
- ・農林漁業の生産の高度化、輸出・海外展開、フードテック等の分野において、出資による資金調達のニーズは存在しており、これら分野への十分な投資を確保していくこと自体は必要であることが確認された。