

A-FIVE の検証に係る検討会（第3回）の議事要旨

日時：令和2年6月30日（火） 12：30～14：30

場所：食料産業局第1会議室

出席委員：別紙のとおり

1 サブファンドからのヒアリング

- ・サブファンドによって GP の能力とやる気に差異があったのではないか。
- ・農林漁業者の出資割合に係る制限が出資先の開拓に当たって大きなハードルとなっていた。
- ・A-FIVE の審査は商流を深く掘り下げる等融資にはない観点で行われるため、審査を通すことは難しいが、適切であり、銀行側のスキルアップにもつながった。
- ・大臣による計画認定の手続きは無ければ良い方が良いが、農政局も同じ目線で審査をしてくれるので大きな負荷はなかった。
- ・銀行系のキャピタル会社は事業再生等で求められる内部管理体制強化等の支援が得意である一方、新事業立ち上げで求められる販売促進等の本業支援は弱い部分がある。
- ・経営支援を行う上でのネットワークは、A-FIVE 及びサブファンド共に弱い部分がある。
- ・農業においては、制度融資などが充実しており、コストをほとんどかけずに資金が調達できるため、ファンドの執行を行う上でのハードルは高い。
- ・農業者の出資割合に係る制限は誰がオーナーの会社かを分かりにくくしている。また、出資を行うパートナー企業等にとっても、連結等も行えず、メリットが少ない。
- ・A-FIVE が GP のようにふるまっているため、誰に意見を聞けば良いか分からない仕組み。株価についても A-FIVE が口を出す等、GP としてまともな交渉ができない。一般のファンドでは、LP がファンドとしてのポリシーに合うかを確認することはあるが、個別案件の出資の可否に口を出すことはあり得ない。
- ・農業、6次産業化の分野は、急激な成長は難しく、EXIT に時間がかかり難しい。
- ・後半は大分改善されてきたが、投資決定までの手続きが多く、時間がかかるため機動力が出しにくい。
- ・農業にもエクイティーの活用が可能であること知らせる意義や、最初は勉強として、また、一種 CSR 的な目的もありこのファンドを立ち上げた。
- ・トータルの IRR 7%を確保するには、デフォルトを加味すれば、個々の案件で IRR15%の確保が必要。通常の出資では、インカム（配当、利子等）とアウトカム（キャピタルゲイン）の双方で確保するが、6次産業化ファンドではインカムは取れない構造。

- ・一般のファンド運用を考えれば、トータルで 1.2～1.3 倍の投資回収が実現しないとペイしない。これはデフォルトを考えると、個別案件毎に 1.5～1.6 倍の倍率が必要。これはアグリテックの世界では実現可能だが、農業分野では難しい。
- ・6次産業化が目指すパーティカルインテグレーションが最適とは考えられない。
- ・サブファンドに対しては 50%出資の原則を求める一方で、直接投資では、もっとバリエーションのある出資を行う等、サブファンド出資と直接投資で異なった運用がなされていた感がある。
- ・サブファンドとして出資が可能と判断する案件について、A-FIVE が出資を認めない例が複数あった。
- ・農業分野はそもそも出資対象が限定されているが、その上に、更に制度的な各種の制約が課せられ出資対象が狭められている。

2 農林水産省からの説明

- ・6次産業化投資案件の成長性、論点整理等について説明。

3 委員等からの意見・質問等

【投資規模等について】

- ・投資家としての感覚値としては6次産業化分野のみで基準とする IRR 7%を達成することは難しいと感じる。平均して IRR 7%を確保しようとするれば、EXIT が出来ない案件の発生可能性も加味して、個々の案件についてはそれ以上に高い IRR を目指す必要がある。6次産業化分野において、これだけの規模でそのような利回りを確保することが困難であることは取り組む以前から想定できそうであり、事実、サブファンド側からも今回そういった声があったが、当初、制度等を検討する中で、なぜ、そのような議論が無かったのか疑問である。
- ・最初に大きな目標があったが、結果は小さい出資案件の積み上げとなった。最初の構造的な制約が大きかったのではないか。

【対象とする投資分野等について】

- ・A-FIVE 等の出資分を除き、農業者が過半を出資しなくてはならないという出資制限が事業スケールの拡大を制約している。農業者は一般に十分な資金余力がない。
- ・出資対象の拡大等の運用改善が行われ、これらの効果が徐々に出ているが、もっと早い段階でこれらの改善が図られるべきだったのではないか。
- ・6次産業化という政策に出資対象等が引っ張られ、対象分野を広くすることができなかったことが問題だったのではないか。当初から対象を限定し過ぎていなければ成功する可能性もあったのではないかと考える。

【サブファンドについて】

- ・ 6次産業化のような分野で出資機会を拡大するためには、対象を広げる観点からサブファンド方式を活用するしかなかったと考えるが、現実にはその趣旨が活かされていない。その要因はサブファンドのやる気の問題もあったと思うが、出資に A-FIVE の事前同意を要するという A-FIVE とサブファンドとの関係も影響していたのではないか。
- ・ サブファンドの出資に対する A-FIVE の同意手続きは制度上、求められているが、GP として自立して活動できていないサブファンドが大半を占めていたので仕方がない側面もあったのかもしれない。ただし、一部の投資経験が多い GP には投資の裁定をゆだねてもよかったのではないか。一方で、本来 GP は自立して活動することが原則であり、この領域で自立した活動が出来ないサブファンドを GP として選定せざるを得ないという前提自体がそもそもの破綻の主因の一つではないかと感じる。
- ・ 出資先に対し、どのような経営支援が必要かという目利きをサブファンドが出来ていたのか疑問がある。

【出資決定に至る手続き等について】

- ・ サブファンドで出資を決めた案件について、借入が多いことを理由に、A-FIVE が出資を認めなかった例があったと聞いたが、借入が多くとも成長性や事業計画の蓋然性が高い案件であれば、ファンドとしてはそのような事業を支援していくという選択肢も十分有り得る。A-FIVE の職員の構成等により、銀行の融資審査のような保守的過ぎる判断となっていた可能性があったのかもしれない。

【EXIT について】

- ・ 自社株買いの優先が農林漁業者に安心感を与え、A-FIVE 等の活用を促進したとの意見もあるが、自社株買いが前提であれば、出資先の農業者は、自社の価値を上げないのではないか。

【A-FIVE の組織体制について】

- ・ A-FIVE のコスト構造の問題につけるのではないか。現状だと収益を改善することは難しい。解決策は出資のパイを増やすしかないが、6次産業化のような幾重にもわたる制約を重ねる部分集合を作っていく取組だけでこれを増大することは難しい。
- ・ 想定していた事業規模に合わせて実際の投資規模より大きな組織でスタートしたこと、投資倍率を高く見込んでいたこと、サブファンドの育成や普及啓発等の投資以外の業務に管理費がかかった点が、管理費が肥大化した要因。

【その他】

- ・本来、1次、2次及び3次の事業者が、それぞれの強みをどう活かしていくかが成長のカギとなると考える。しかし、6次産業化はそれを一つの企業にまとめないと成立しない。これが大きな制約となっているのではないか。
- ・農業の規模拡大は必要であり、このような中で、ファンドを通じて、他産業から資金が供給される仕組みは今後も必要である。
- ・6次産業化分野を的確に経営支援できる人材はいないのではないか。
- ・A-FIVEは出発点で躓き、スキーム上の課題も多いが徐々に経験も積みつつ、対象となる投資領域も広げながら善処しつつある部分もあったのではないか。過去の失敗の経緯や要因を入念に調査し分析することはもちろん重要であるが、全てを失敗と切り捨てるのではなく、直近で食品産業の事業再編やフードテックなどで上手くいっていた事例があるのであれば、それとは切り分けて評価する必要もあるのではないか。
- ・投資を行う側だけでなく、出資を受ける農業者の姿勢についても考える必要があるのではないか。それを踏まえて、未来に対する提言を行うことが必要。
- ・出資に係る制約を取り除いて、6次産業化のようなボトムアップ的なものではなく、輸出産業のような規模が大きな分野への支援を進めることも政策課題としては検討すべきではないか。

(別紙)

A-FIVE の検証に係る検討会委員名簿

(五十音順、敬称略)

かわもと あきら
川本 明

アスパラントグループ (株)
シニアパートナー
(慶應義塾大学経済学部特任教授)

こまさ みずき
小正 瑞季

リアルテックホールディングス(株)
グロースマネージャー

たかた はじめ
高田 創

岡三証券 (株) グローバル・リサーチ・センター
理事長 エグゼクティブエコノミスト

ながもり かつし
長森 克史

明治ホールディングス (株) 経営企画部長

まるた ひろし
丸田 洋

(株) 穂海 代表取締役

※必要に応じ、委員の追加があり得ます。