

株式会社農林漁業成長産業化支援機構に係る検証報告

令和2年7月31日
A-FIVEの検証に係る検討会

1 経緯

株式会社農林漁業成長産業化支援機構（以下「A-FIVE」という。）は、平成25年1月、株式会社農林漁業成長産業化支援機構法（以下「機構法」という。）に基づき、6次産業化に取り組む農林漁業者等に対し、出資等による支援を行うことを目的して設立された。

A-FIVEは設立以降、6次産業化に係る支援、また、その後、投資対象として追加された事業再編等支援及び流通合理化支援に注力し、これまでに162件、投資金額で146億円（A-FIVE投資分）を実現している。

しかしながら、上記の実績は、当初想定していた投資規模等に比較すれば、これを大きく下回っており、その一方で、A-FIVEの累積損失は拡大している状況にあった。

このような状況を踏まえ、昨年4月17日、A-FIVEは新経済・財政再生計画改革工程表2018（平成30年12月20日経済財政諮問会議決定）に基づく累積損失の解消に向けた投資計画を策定した。

その後、A-FIVEにおいては、同計画の達成に向けて、全社一丸となった投資の拡大等の取組が行われてきたが、昨年9月末までの投資実績は16億円と、同計画上の半期目標である33億円の半分にも満たない結果に至った。

農林水産省においては、上記の結果を踏まえ、A-FIVEの抜本的な見直しを検討したが、令和元年度の投資目標である110億円の達成は極めて難しく、今後、投資計画どおりに累積損失を解消し、A-FIVEとしての収益を確保することは困難との判断に至り、令和元年12月20日、A-FIVEに対し、①令和3年度以降は新たな投資の決定は行わないこととし、②その上で、損失を最小化する方法を検討するとの方向で、昨年4月に策定した投資計画の見直しを行うよう指示が行われたところである。

農林水産省の指示を踏まえ、A-FIVEは、本年5月29日、損失を最小化するための改善計画を策定・公表し、この中で、令和7年度末を目途として投資回収を終えること、また、A-FIVEとしての最終損失が120億円になるとの試算を発表している。

本検討会は、A-FIVEがこうした事態に至った原因について、A-FIVEの投資手法が適正であったのか、投資を必要とする農林漁業者等のニーズに応えるものであったのかなどの観点から検証を行うため、本年1月31日に設置された。

本年2月18日の第1回検討会開催以降、計4回の検討会を開催し、精力的な検証を行ってきたが、本報告書は、その検証結果を取りまとめたものである。

2 検証に当たっての視点

本検討会においては、限られた時間の中で効率的な検証を行っていくとの考えから、第1回検討会で決定された以下の検証項目に沿って検証を行ってきた。

【検証項目】

- ① 産業投資に係る予算規模や前提とした投資規模は適正だったのか
- ② 対象とする投資分野や投資手法は適切だったのか
- ③ サブファンド方式は適切だったのか
- ④ A-FIVEによる直接投資への取組は有効に機能したのか
- ⑤ 投資決定に至る手続等は適切だったのか
- ⑥ モニタリングは適切だったのか
- ⑦ A-FIVEによる経営支援は適切だったのか
- ⑧ EXITの方法は適切だったのか
- ⑨ A-FIVEの組織体制やガバナンスは適切だったのか
- ⑩ 投資判断は適切に行われていたのか

3 検証結果

(1) 各検証項目の検証結果

- ① 産業投資に係る予算規模及び前提とした投資規模は適正だったのか
ア 想定投資規模等について

A-FIVEの設立に際し、政府は、平成24年度当初予算で200億円、更に、平成24年度補正予算で100億円の産業投資に係る出資を措置。また、食品企業等の民間企業からA-FIVEに対し18億円が出資された（その後、更に民間企業から1.02億円の出資が実施されている。）。

当時、これら産業投資に係る出資と民間出資を合わせた318億円の出資金は、早期に6次産業化に取り組む農林漁業者等に対する投資の財源等に充てることが予定されており、A-FIVE設立時に発起人会で示された資料によると、その後、産業投資からの追加出資を受けつつ、平成24年～平成28年の5年間で4,000億円、A-FIVE投資分で2,000億円の投資を行うことが想定されていた。

また、投資1件当たりの規模については、平成24年度当初予算要求時、1億円／件程度が想定されており、更に、上記の発起人会の資料では、投資モデルごとの投資規模について、海外生産連携モデル20億円

／件×40件＝800億円、地域中核モデル2億円／件×700件＝1,400億円、6次産業化モデル2,000万円／件×3,300件＝660億円の投資を行うことが示されている。

しかしながら実際のA-FIVEの投資は、投資決定額が令和元年度末現在で総額138億円（A-FIVEの投資分）、このうち投資実行済みのものは103億円で留まっている等、設立当初想定していた投資規模との間で大きな乖離が生じている。

この結果、A-FIVEの経費等を差し引いても、令和2年度期首において約135億円の現金等がA-FIVE内に滞留している状況にあり、平成25年度以降に措置された産業投資にかかる追加の予算（平成25年度：250億円、平成26年度：50億円、平成29年度：120億円）は、いずれも執行されていない。

また、1件当たりの投資規模は、令和元年度末現在で0.69億円（A-FIVEの投資分）となっており、直接投資の取組等により、平成25年度時点の0.3億円から比較すれば大型化しているが、依然、小規模に留まっている状況にある。個々の案件に着目すれば、数億円～十数億円規模の投資案件も複数あるものの、当初見込んだような規模及び件数の投資は実現されていない。

このような中で、A-FIVEは、設立の翌年の平成26年に策定した第1期中期経営計画（平成26年度～平成28年度）において、早期に約300億円の投資の実現を目指すとともに、将来的には1,000億円超の投資を実現することを目標として設定した。これを実現するため、直接投資への積極的な取組等、各種の取組を実施してきたが、結果としては投資拡大に係る十分な成果は表れていない。

その後、昨年4月、A-FIVEは新経済・財政再生計画改革工程表2018に基づき、累積損失解消のための投資計画を策定し、各年度の投資目標、これを踏まえた総額780億円の投資目標等を設定した。この投資目標額は、規模の点では、当初、A-FIVEが目指していた目標等を大きく下回るものの、累積損失を解消し、産業投資を活用するにあたって求められるリターンを確保するためのボトムラインという位置付けにあった。

しかし、当該計画の初年度である令和元年度の投資実績は約 22 億円であり、年間目標額 110 億円の 2 割と低迷し、今後、投資の拡大について、大幅な改善が見込めないことから、昨年 12 月、令和 3 年度以降の新規投資の停止等が決定された。

なお、A-FIVE は、当該投資計画が未達であったことを踏まえ、本年 5 月 29 日、損失を最小化するための改善計画を策定・公表したが、本計画による投資総額は 171 億円となっており、当初想定されていた投資規模の実現には遠く及ばないものとなっている。また、これらにより、A-FIVE の最終的な損益は、累積損失 120 億円が見込まれている。

【参考】投資の見込み

A-FIVE 設立時 (平成 24 年 10 月) ※発起人説明会	中期経営計画 (第 1 期) 注	投資計画 (平成 31 年 4 月)	改善計画 (令和元年 5 月)	投資実績 (令和元年度末現在)
2,000 億円 ※設立～平成 28 年度末	1,000 億円超 ※将来的な目標として設定	780 億円 ※設立～令和 8 年度末	171 億円 ※設立～令和 2 年度末	103 億円 ※設立～令和元年度末

注：中期経営計画の計画期間は、平成 26 年度～平成 28 年度。

このように、当初の投資規模の見込みと実績との間に大幅な乖離が生じた原因については、その投資対象、投資に係る手続、個々のサブファンドのパフォーマンス等様々な要素が作用しているものと考えられるが、そもそも設定された投資規模自体が過大であったことが、大きな要因であったと考えざるを得ない。

当時、農林漁業成長産業化ファンドの投資規模について、政府として明確な目標は決定してはいないが、上記発起人会で示された資料においては、A-FIVE が 2,000 億円の投資を実現することで、投資先において 6.5 兆円の売上げが創出されるとの試算も行われている。

しかしながら、現実の投資の状況は、累積損失を解消するためのボトムラインとして設定された投資目標である総額 780 億円すらも大幅に下回る状況となっている。

また、このような投資を実現するため、A-FIVE は、2,000 万円程度の小規模な投資も行いつつ、2 億円規模の地域中核モデルに対する投資を 700 件、20 億円規模の海外生産連携モデルに対する投資を 40 件程度実現することを想定し、これら投資規模の大きな案件からより高い収益を得ることで、全体としての A-FIVE の収益をバランスさせるこ

とが想定されていた。しかし、令和2年5月15日時点で、2億円以上の規模の投資は19件であり、うち20億円以上の案件は1件に留まっている。すなわち、全体の投資規模のみならず、個々の案件の投資規模という点においても、目指していた大型化等は実現されていない状況にある。

当時、こうした投資規模等が想定された理由については、6次産業化の推進が政府としての重要な政策課題と位置付けられる中であって、政府が『我が国の食と農林漁業のための基本方針・行動計画』に関する取組方針（平成23年12月24日農林水産省策定）において掲げた「6次産業化の市場規模を平成32年度（令和2年度）までに10兆円とする」との政策目標との関係、すなわち、上記目標達成にあたって各種施策の中で、A-FIVEの果たす役割が過大に評価されていたという点が一つ考えられる。

このような過大な投資規模の想定は、単に目標設置と実績との乖離という問題を生じさせたことに留まらず、結果として、設立当初から投資実態を超えた人件費、家賃等の管理費負担が大きい組織の設立や、案件組成力、事業性審査力等の個々のサブファンドの能力より、全国をカバーすることが優先されたとも捉えられかねないサブファンドの体制等、農林漁業成長産業化ファンドの高コストな設計に大きな影響を与えたと考えられる。具体的には、改善計画上、投資自体の収益で21億円、加えて、その他収益で12億円を見込みつつも、投資を実行する管理費等について最大限の削減を行なっても153億円を要することから、最終的な累積損失の見込みとして120億円を計上する大きな要因となった。

つまり、本来であれば、制度創設に当たって、対象領域における現場のリアルなニーズや課題等について、有識者を含めて議論し検証する場を設け、これらの分析を踏まえ投資規模や実行体制を構築するのが当然であるが、このような分析が行われず、希望的な目標に基づきファンドの体制を構築したことにより、過大な管理費等を要したことが、累積損失拡大の大きな要因と考えられる。

イ 想定投資利回り（IRR）について

農林漁業成長産業化ファンドの投資に係るリターンについては、平成24年度の予算要求時、A-FIVEへの直接のリターンとしてIRR14.7%、ここからA-FIVEの運営経費を除いた産業投資への最終リターンはIRR10.3%が想定されていた。

A-FIVEの設立後は、これを更に精査の上、一部下方修正し、投資金額に対する回収額について、IRR7%が投資審査にあたっての一つのメルクマールとして運用されてきている。

また、平成31年4月に策定・公表された投資計画においては、総額780億円の投資を前提に、一定のデフォルト等も加味した上、IRR5.3%を見込んでおり、これが累積損失の解消等のために求められるリターンの確保に必要なボトムラインとなっている。

令和元年度末までにA-FIVE及びサブファンドにおいてEXITが行われた31の案件について、投資回収に係る実際のIRRをみると、A-FIVEが投資判断にあたってのメルクマールとしていた7%を上回ったものは7件と全体の4分の1程度となっており、多くの案件がこれを下回る結果となっている。

また、EXIT案件31件のトータルの投資回収の状況は、投資総額13.0億円に対して回収総額は9.1億円となっており、投資倍率は0.7倍。現状においてはIRRはマイナスとなっている。

これらのEXIT案件は想定していた投資期間の満了前に行われているものであり、かつ、A-FIVEが本格的な投資回収フェーズを迎える前の実績であること、また、EXIT案件がまだ少ない中で、A-FIVEの直接投資案件である(株)食の劇団に係る投資の棄損額(約3億円)が全体の回収額に大きな影響を与えていること等から、この結果のみを持って、想定していた投資リターンの水準の妥当性を判断することは難しい面もある。

一方で、

- (ア) A-FIVEが本年5月に公表した改善計画においても、最終的な投資倍率は1.1倍程度と見積もっており、
- (イ) 農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においては、A-FIVEが主な投資対象としている6次産業化分野ではIRR7%の達成は困難との指摘も複数受けている。

また、A-FIVE の主たる支援対象である 6 次産業化分野は、一般に、規模が小さいこと、付加価値率が低いこと、労働集約型である等により規模の利益が働きにくいこと等から、短期間で的大幅な成長は期待しにくい側面がある。今回、農林水産省が、A-FIVE の投資先事業者（投資後 3 年以上を経過した 72 件）について、独自に財務分析を行った結果では、それぞれの推計方法によって結果は異なるものの、払込資本 92.7 億円に対し、投資回収時に想定される純資産又は企業価値は 82.8 億円～128.9 億円と試算されており、これは倍率でみると 0.9 倍～1.4 倍に留まっている。この結果が、そのまま A-FIVE の投資回収に当てはめられるものではないが、6 次産業化事業の成長性という点で考えた場合、他の産業分野に比較して、高い成長性を有するとは決して考えられない結果となっている。

また、この点については、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、「デフォルトを加味すればこの分野でも個別案件ごとに最低 1.5 倍～1.6 倍の投資倍率の確保が必要であるが、農業分野ではその実現が難しい」、「6 次産業化分野は急激な成長が難しく、EXIT に時間がかかる等難しい分野である」との指摘もなされている。

【参考】 想定投資倍率及び内部収益率（IRR）

	A-FIVE 設立時 (財投分科会説明時)	投資計画 (平成 31 年 4 月)	改善計画 (令和元年 5 月)
投資倍率	3.9 倍※	1.5 倍	1.1 倍
IRR	14.7%	5.3%	—

※ 投資期間を 10 年間として試算した投資倍率である。

以上の点を踏まえると、投資規模と同様に、当初、想定していた IRR の設定自体が高すぎた点は否定し得ない。当時、これらの検討に当たっては、実際に 6 次産業化事業に取り組む事業者の財務データの分析等が行われていたが、ダウンサイドの事例の分析が十分に行われなかったこと等により、結果的に、6 次産業化事業の成長性が過大に評価され、A-FIVE の投資に係る IRR 等についても、現実と乖離した高い水準に設定されることになったのではないかと考えられる。

このような実態に見合わない IRR の設定は、単に実績との乖離という問題を生じさせただけでなく、投資を活用しようとする者により

高いハードルを課すこととなり、投資対象をより狭める結果を招いたほか、想定投資規模と同様に、農林漁業成長産業化ファンドの基礎設計に大きな影響を与えたと考えられ、その結果として、農林漁業成長産業化ファンドの高コストな設計を招き、A-FIVE が最終的な累積損失として 120 億円を計上せざるを得ない結果を招いた大きな要因となっていると考えられる。

投資規模と同様、想定される収益率についても、制度創設に当たって、対象分野の実態に基づく想定リスク及びリターン等について、有識者を含めて議論し検証する場を設け、これらの分析をより精緻に行う必要があったのではないかと考えられる。

加えて、対象とする投資分野の成長性等に、想定していた IRR が見合わないのであれば、これを実態に即して引き下げることが可能とするため、A-FIVE の運営コストの根本的な見直しや、投資規模の下限を設定する等による審査・管理コストの削減等、大胆な見直しを行う必要があったのではないかと考えられる。

ウ 産業投資の活用について

産業投資は、政策的必要性が高く、リターンが期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野にエクイティ性資金を供給する産投機関（官民ファンド等）に対する出資等とされている。

また、「今後の産業投資について」（令和元年 6 月 14 日財政制度等審議会財政投融资分科会）においては、産業投資及び産投機関の収益性について、産業投資と産投機関との間で収益性の基準を定める際には、その目標水準は少なくとも産業投資の資本コスト以上となる必要があるとされ、その場合の産業投資の資本コストは、国債金利によることとされている。

上記のように産業投資は、資本コストを求められない一般会計と比較して運用面で大きな違いがあり、この結果、A-FIVE は、投資回収に当たって、投資元本に加え、同社の人件費、サブファンド経費等の A-FIVE の運営経費を賄える収益を確保するだけでなく、更に、上記の産業投資の資本コストに見合う利益剰余金を確保することが求められることとなった。

昨年4月の投資計画は、このような前提も踏まえて策定されており、ここでは、A-FIVEは、総額780億円の投資に対し1,136億円を回収することで、356億円の回収益を得ることが目標とされ、これにより、運営経費274億円に加え、産業投資に係る資本コストに相当する82億円の利益剰余金を確保することとしている。なお、これは投資倍率で見ると約1.5倍、IRRは5.3%に相当するものである。

以上のように、一定の調達コストが求められる産業投資を活用したことで、A-FIVEは、これに充てるため、より高い運用益を確保することが必要となり、その結果、投資先である事業者に対して、これに対応した収益性を求めることが必要になった。

しかしながら、A-FIVEの中心的な投資分野である6次産業化分野は、これまでのA-FIVEにおけるEXIT実績、また、前述の分析でも示されているように、必ずしも高い成長性を見込める事業分野とはいえない面があり、産業投資の活用は、収益性に係るハードルを引き上げ、投資対象を更に狭める悪循環を招いている。

官民ファンドの中には、その財源として一般会計を活用しているファンドも存在しており、対象とする支援分野の収益性等を踏まえれば、その制度検討に当たって、一般会計を活用した仕組みも検討するべきであったと考えられる。

② 対象とする投資分野や投資手法は適切だったのか

A-FIVEは、事業開始当初、6次産業化支援のみをその投資対象としていたが、この場合における6次産業化支援に係る具体的な対象範囲は地域資源を活用した農林漁業者等による新事業の創出等及び地域の農林水産物の利用促進に関する法律（以下「6次化法」という。）の認定を受けた事業者とされ、現状においても、同法の認定要件等で厳格に限定されている。

加えて、事業開始当初、A-FIVEの投資対象となる者は、当該計画認定を受けた者のうち、農業法人等が6次産業化に係る事業を行うため、別に設立した合弁事業体のみとされており、農業法人等が自ら直接的に6次産業化事業を行う場合は、A-FIVEの投資対象とはされていなかった。

さらに、上記合弁事業体は、6次化法上、6次産業化が「農林漁業者等が自らの生産に係る農林水産物等について行う新商品の開発、生産又は需

要の開拓等」と定義されていることを踏まえ、当該合併事業体において、出資者である農林漁業者の主体性を確保する等の点から、A-FIVE 及びサブファンドの出資分を除く議決権数について、農林漁業者がその他の出資者を上回る必要（50%超）があるとされている。

その後、A-FIVE の投資対象については、平成 26 年 10 月に、株式会社農林漁業成長産業化支援機構支援基準（以下「支援基準」という。）を改正し、サブファンドの出資割合に係る特例を措置し、更に、平成 28 年 5 月に、6 次産業化に取り組む農林漁業者等を支援する事業者（支援事業者）が追加されるとともに、平成 29 年 5 月には、合併事業体の設立を行わず、農業法人等への直接的な投資が行えるように運用改善が行われた（いずれも支援基準の改正により対応。）。

また、平成 29 年 8 月に、農業競争力強化支援法に基づく事業再編等が、平成 30 年 10 月には、食品等の流通の合理化及び取引の適正化に関する法律（以下「食品等流通法」という。）に基づく食品等流通の合理化が支援対象として追加され、これにより、農林漁業者を主体とした取組だけでなく、食品の製造・流通業や、飼肥料の製造・流通業、農業機械の製造業等、2 次・3 次事業者に対しても直接的に投資を行うことが可能となった。ただし、いずれの支援についても、それぞれの個別法に基づく計画認定の取得が投資の要件となっている点は、6 次産業化支援の場合と同様である。

A-FIVE が中心的な投資対象としている 6 次産業化事業について、その投資ニーズを考察すると、6 次産業化の取組の多くは、地域の農林漁業者を起点とした、地域単位の小規模な取組であり、必要とする資金規模は必ずしも大きなものではない。このため、一般的には、投資によらず、民間金融機関や日本政策金融公庫等の融資の活用等により対応が可能な場合も多い。この点については、農林水産省が実施したヒアリング調査においても、資金調達という観点から、A-FIVE 等を活用した事業者は少数に留まっている。

また、運用上、投資規模の下限は設けられていないが、投資審査やその後の経営支援等に係るコストを考慮した場合、サブファンド等においても、一定の規模以下の投資は行いにくいという事情も存在する。

一方、6 次産業化事業のうち輸出事業等の大規模な取組については、運用改善により、農業法人等に対して直接的に投資を行うことが可能になっ

たこと等から、畜産業、水産業のように一定の資金力を有する事業者の出資の活用事例や、2次・3次事業者が農林漁業に参入して6次産業化事業を合わせて行う際の出資の活用事例等はみられたが、農林漁業者と2次・3次事業者とが、それぞれの得意分野に専念しながら、連携して合併事業を行う場合（いわゆる合併事業体を設立する場合）は、上記の農林漁業者の出資割合に係るルールにより、投資対象が大幅に限定されていた。加えて、その事業規模も農林漁業者の資力に大きな影響を受けることとなっており、一般的には農林漁業者の資金力がない中で、2次・3次事業者の資金力が有効に活用できず、数億円～数十億円規模の大規模な投資は実現しにくい仕組みとなっていた。

こういった点から、A-FIVEの6次産業化支援については、投資対象という点において、かなり狭いレンジの中で、案件を発掘していかななくてはならないという状況にあったと考えられる。

また、上記のとおり、運用改善により、農業法人等に対して、A-FIVE及びサブファンドが直接的に投資を行うことが可能となったものの、大規模な農業者が直接的に6次産業化事業を行う場合については、当該法人が農地所有適格法人である場合、農地法の規定により、農業者以外の議決権保有数は2分の1未満とする必要があり、これが出資時の制約要因の一つとなり、結果的に農地所有適格法人へのA-FIVE等による投資は実現していない。

また、平成29年度以降、投資対象として事業再編等及び食品等流通の合理化が新たに追加されたが、6次産業化、事業再編等及び食品等流通の合理化の全ての支援分野において、農林水産大臣による計画認定が投資に当たっての要件とされていることにより、その対象範囲は、各個別法の計画認定要件に基づき厳格に限定されている。

これにより、例えば、その事業が、6次産業化、事業再編等といった施策推進には一定程度寄与するものの、その事業自体が計画認定の要件に合致しない事業に対しては、A-FIVE等は投資を行えないこととなり、投資対象範囲はかなり限定されたものとなっている。

加えて、このような計画認定が投資の前提として求められることで、A-FIVE及びサブファンドは、投資の審査に当たって、事業内容の精査だけでなく、各法令に基づく認定要件への適合性についても判断が求められるこ

ととなり、その結果、当該判断についての農林水産省への照会、また、その後の回答を待たなければ事業の審査が進められないといった状況の発生や、認定要件への適合を図るため事業内容の変更を余儀なくされる等、A-FIVE等の自由な投資活動のみならず、時には、事業者側の自由な経済活動を阻害していた面があることも否定できない。

また、農林水産省における計画認定に係る要件への適合性の判断についても、前例がない事例については、その解釈に時間を要し、また、その運用の中で解釈が変更となる等、サブファンドや投資を活用しようという事業者に混乱等を生じさせたケースもあったものと考えられる。

なお、他の官民ファンドは、投資対象とする分野について、それぞれの組織法等で規定はされているが、投資の前提として、他法令の計画認定を求めている例はなく、それぞれの組織法等の目的に合致すればかなり広範な支援が可能である等、政策性への適合と、経済活動との間でバランスを取りつつ、柔軟な対応が可能となっているものと考えられる。

なお、農林水産省においては、前述のように、6次産業化支援に係る各種の運用改善や、また、事業再編等及び食品等流通の合理化を新たにA-FIVEの投資対象に追加する等の制度面における見直しを行ってきたが、上記のような結果を踏まえると、その見直しの内容は、農林漁業分野等において本来求められている投資ニーズに十分に対応できるものとはなっていないのではないかと考えられる。

また、機構法においては、法律の施行後3年を目途として、この法律の施行について検討を加え、その結果について必要な措置を講ずることとされている。しかしながら、見直しの時期を迎えた平成27年12月までの間に行われた制度・運用の改善は、平成26年10月、支援基準の改正により、サブファンドの出資割合を、高い収益性が確保される等の場合について2分の1以上に引き上げる改正が行われたのみであり（当該運用改善について活用実績はない。）、本来、もっと早期に投資対象を含めた大胆な制度・運用の見直しを行う必要があったのではないかと考えられる。

さらに、このような制度的な制約に加えて、農林漁業成長産業化ファンドの仕組みや、そのメリット・デメリット、また、これまで農林水産省が行ってきた制度・運用の改善について、農林水産省及びA-FIVEによる利用

者等への周知が十分ではなく、利用者側にその内容が十分に伝わっていないかとの指摘もなされており、こういった点も投資の活用の広がりを実現できなかった一つの要因となっていたのではないかと考えられる。

また、6次産業化事業の新事業の多くは、地域の農林水産物を原材料とし、新商品を開発するものであるが、例えばワインの醸造事業等に見られるように、高品質のワインの開発のためには、ワインの原料であるぶどうの質、量両面で安定的な生産を確保する必要があるなど、事業が成長・安定するまでに長期間を要するものが多い。しかし、実際の運用上、投資期間が10年以下で設定される場合が多い中で、このような投資ニーズに対応しきれていなかったのではないかと指摘もある（ただし、この点については、A-FIVEは機構法において、令和15年度末までに、保有する全ての株式等の処分を行うよう努めることとされており、この結果、投資期間についても一定の制約が生じるのはやむを得ない面もあると考えられる。）。

なお、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においては、「農林漁業者の出資割合に係る制限が投資先の開拓に当たっての大きなハードルとなっていた」、「農林漁業者の出資割合に係る制限は、投資先事業者について、誰がオーナーの会社であるかを分かりづらくしているほか、共同して出資を行うパートナー企業側からは、連結決算が行えない等メリットが少なく、資金力のある2次・3次事業者のファンドの活用を妨げている」、「農業分野はそもそも投資対象が限定されているが、更に制度的な各種の制約が課せられ投資対象が狭められている」等の指摘もなされている。加えて、農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査では、20のサブファンドのうち、15ファンドが、投資分野が狭い、農林漁業者の出資割合に係る要件が厳しいと回答しており、この点からも、投資対象が限定されていたことが、A-FIVEの直接投資のみならず、サブファンドの投資が進まない大きな要因となっていた点は疑いがない。

③ サブファンド方式は適切だったのか

ア サブファンド方式を活用したこと等は適切だったのか。

地域に根差した小規模多数の6次産業化支援に係る投資ニーズに的確に対応するため、A-FIVEは設立直後から、その原動力となるサブフ

ファンド設立に注力し、地銀等を有限責任組合員（LP）としたサブファンドを全国に設立してきた。また、農林水産省においても、各地銀等に対して、機構法の趣旨等を説明する全国キャラバンを展開する等、サブファンド設立を後押してきた。

この結果、各地域の地銀、信用金庫、メガバンク、事業会社等の協力を得て、全国に53のサブファンドが設立され、これまで、これらのサブファンドを通じた134件、総額で88.0億円の投資が実現している。

しかしながら現状においては、これらサブファンドのうち11ファンドは、案件組成が十分に進まないこと等を背景に既に解散（うち8ファンドは投資実績がないまま解散。）しており、残る42ファンドについても、約7割に当たる32ファンドは投資実績が1～3件と活動が不活発な状況にある。その結果、サブファンドの年間の投資案件は、平成26年度の44件をピークに減少しており、令和元年度は8件と低迷している。

サブファンドの活動状況をみると、10件以上の案件を組成し積極的な活動を行っているサブファンドは一部であり、大部分のサブファンドの活動状況は低調なものとなっている。また、全体としてみても、現在、活動を行っている42ファンドの投資枠は総額で634.8億円となっているが、投資決定額は総額で88.0億円となっており、投資枠に対してその執行率は13.9%と低調な状況にある。

サブファンドの運営は、各サブファンドの無限責任組合員（GP）が担っているが、A-FIVEの取りまとめによると、53のサブファンドのGPの構成は銀行系のグループ会社が43ファンドを占めており、その他、独立系のベンチャーキャピタル会社が5ファンド、その他が5ファンドとなっている。

また、銀行系のグループ会社のうち投資を専門とするベンチャーキャピタル系の会社は21ファンドに過ぎず、残り22ファンドはリース会社等の通常は投資業務を行っていないグループ会社が占めており、全体でも投資を専門とするベンチャーキャピタル系の会社は26組合と5割程度に過ぎない。

A-FIVEが、GPのそれぞれの属性ごとに、各サブファンドのパフォーマンスを分析した結果によると、案件組成数の多い上位3ファンドは、そのGPを投資が専門であるベンチャーキャピタル系の会社が担ってい

るのに対して、案件組成数が1件のサブファンドは、リース会社のような投資業務を専門としない会社がGPとなっているケースが多い。

平成30年4月に会計検査院が取りまとめ・公表を行った「官民ファンドにおける業務運営の状況について」においても、A-FIVEのサブファンドについては、設立後、年数を経過しても投資の実行率が上がっていない、また、サブファンドのGPについて、14ファンドはGPとしての業務執行の実績がなく運用担当者も過去に運用実績を有していない等の指摘がなされており、サブファンドに対する支援については、支援の対象となり得る事業者の数や投資に対する需要を引き続き十分に確認するとともに、支援決定時に見込んだ出資等が進まない場合には、必要に応じて業務運営の進め方の見直しを検討することが求められている。

なお、A-FIVEは、サブファンドに対する支援決定に係る審査は、案件組成力、事業性審査力、経営支援実行力及び信用力の4点について行っており、会計検査院から指摘のあった14ファンドについては、LPである地銀等との連携により一定の案件組成力等が期待できるものとして選定を行ったとしている。

農林水産省が実施したヒアリング調査によれば、20のサブファンドのうち、GPが個別訪問等による積極的な案件発掘を行ったと回答したのは9ファンドであり、その他はLPである地銀等の融資案件の中から投資案件の相談を受けている等と回答している。

以上を踏まえると、A-FIVEは設立当初、6次産業化支援のみをその目的としており、地域に偏在する小規模多数の投資案件を発掘する等投資機会の拡大という点や、また、官民ファンドという位置づけを踏まえ、より民間資金を活用するという点からは、サブファンドを活用した投資による支援を進めること自体は合理的な選択であったものと考えられる。

一方で、実際のサブファンドのパフォーマンスについては、サブファンドごとにその能力や意欲に大きな差異があるのが現状であり、全体としてみれば、その投資実績等は、求められていた水準に比較して、著しく低調であり、サブファンド方式を採用した趣旨が十分に活かされていないと言わざるを得ない。

このような結果に至った要因については、まず、前提として、投資対象が6次産業化分野に限定されていること等により、サブファンドの投資活動に制約要素が多かった点が挙げられるが、サブファンドの運営を行う GP のパフォーマンス自体が十分ではなかったことも大きな要因であったと考えられる。

これは結果としてみれば、A-FIVE によるサブファンドに対する支援決定段階において、GP の能力等に係る審査が必ずしも十分ではなかったことがその一因であったと考えざるを得ないが、一方で、本来 GP は自立して活動することが原則である中で、この6次産業化支援等の領域で自立して活動する能力がないサブファンドを GP として選定せざるを得なかった前提自体もそもそも問題であったのではないかと考えられる。また、これらの背景の一つとして、ファンド全体として、4,000 億円規模の投資を目指す中で、個々のサブファンドのパフォーマンスよりも、サブファンドを全国一円に設立するという結果が優先されていた可能性も否定はできない。

また、A-FIVE や農林漁業者の間で6次産業化への理解等が十分に進んでいない中であって、A-FIVE、サブファンドともに、投資による資金支援のみならず、6次産業化に係る普及、教育的な役割を果たさざるを得なかった側面もあったのではないかと考えられ、サブファンドによる投資案件の中には、事業の成功性だけでなく、地域に6次産業化を定着させるという観点を重視して投資決定を行ったものもあり、こうしたことが、結果として、投資パフォーマンスの発揮を困難にしたのではないかと考えられる。

加えて、前述のとおり、多くのサブファンドの GP は LP である地銀系のグループ会社が占めているが、これにより、GP 側の投資担当者が、グループ全体の人事の影響を受け、短期間で異動するケースがあるとの指摘もなされており、このことが、サブファンドにおける支援分野に係る投資ノウハウ等の蓄積を妨げ、案件組成等に係るパフォーマンスの向上を阻害していた面があったのではないかと考えられる。

しかしその一方で、農林漁業分野等における出資支援の活用が進んでいない状況下において、A-FIVE の支援分野に対する十分な知見を有する GP が少なかったことはやむを得ない面があり、A-FIVE は、このような

民間ファンドによる支援が難しい分野において、実際の投資活動を通じ、各地域における投資人材の育成を図る役割も担っていたと考えられる。

この点については、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、商流の掘り下げ等、融資の分野では一般的でない投資審査に取り組むことで、投資業務のスキルアップにつながったとの評価がなされているほか、農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、本制度の活用が地銀等にとって、農林漁業分野等への投資に係る知見を広める結果につながったとの評価も示されている。

また、当初、A-FIVE が目指した GP と LP 双方の連携による案件組成の推進については、案件発掘に当たって LP である銀行の支店が積極的に協力する等、しっかりとした連携体制が取られていることにより、一定の効果を上げているサブファンドがある一方で、全体としてみると、このような連携が取られていないこと、LP である地銀と GP である投資会社等がともに、農林漁業分野等への投資経験が限られていたこと等により、想定通りの投資の拡大は進まず、当初期待していたサブファンドの主体的な案件発掘等が十分に進まなかった面もあるものと考えられる。

なお、A-FIVE は、サブファンドの投資が進まない状況を踏まえ、その活性化を図るため、年 1～2 回程度、全国のサブファンドを集めたサブファンドミーティングを開催し、案件組成等に係る成功事例の共有を図り、また、案件発掘が進まないサブファンドに対する個別指導や、A-FIVE 職員がサブファンドの GP の営業に帯同する同行営業の取組等を進めてきたが、結果としては、上記のとおり、サブファンドの案件組成数は平成 26 年度をピークにほぼ一貫して減少しており、十分な効果が表れていない。

また、このような点に加え、A-FIVE は官民ファンドとして、その政策性を担保する等の観点から、サブファンドの投資決定に際して、投資事業有限責任組合契約（以下「LPS 契約」という。）に基づき、事前同意を行うほか、投資後のモニタリング、経営支援にも関与しているが、この

ことが結果として、サブファンドの案件組成等の妨げとなり、サブファンドの主体的な取組を更に阻害していた可能性もあると考えられる。

イ サブファンドの報酬体系は適切だったのか

A-FIVE は、各サブファンドにおける投資案件の発掘や、投資案件に係る審査、投資後の経営支援等の費用に充てるため、サブファンドの運営を担う GP に対して報酬の支払を行っており、その報酬体系は、管理報酬、サブファンド組成支援報酬、案件組成報酬、経営支援報酬及び成功報酬の5つの報酬で構成されている（本報酬体系は、社内決定の後、平成25年2月1日にA-FIVEのHPに掲載された「農林漁業成長産業化ファンド運営事業者（無限責任組合員）募集要項」において、対外的に公表されている。）。

【参考】各報酬の概要

- 管理報酬
投資残高に対して支払う報酬
投資実行年度から5年目まで 投資実行額の2.0%
- サブファンド組成支援報酬
サブファンド組成後3年間、サブファンドの総出資約束額の0.25%（上限500万円／年）
- 案件組成報酬
投資実行額の10%
- 経営支援報酬
投資先の単年度当期利益が3期連続で黒字の場合に投資実行額の10%
- 成功報酬
サブファンドにおける処分収益及びその他投資利益の合計額が、全ての組合員当たりの出資履行金額及びこれに対する累積内部収益額との合計を上回る場合に、上回る額の10%

これまでサブファンドの GP に支払われた報酬は、総額で20.6億円。うちA-FIVEの負担分は10.3億円。その内訳は、管理報酬2.1億円、サ

ブファンド組成支援報酬 2.2 億円、案件組成報酬 4.3 億円、経営支援報酬 0.2 億円、その他経費（監査経費等）が 1.4 億円となっている。

民間ファンドにおける GP の報酬体系は、一般的に、ファンドの規模に応じて一定額を支払う管理報酬と、ファンドの最終利益に応じて支払われる成功報酬を基本としており、農林水産省が実施したヒアリング調査によれば、官民ファンドにおいても、地域経済活性化支援機構及び中小企業基盤整備機構は、投資事業有限責任組合（LPS）の GP に対する報酬について、一般の民間ファンドと同様に管理報酬と成功報酬を基本とした報酬体系を採用している。

一方で A-FIVE のサブファンドの GP に係る報酬体系は、国から出資を受けるという官民ファンドの位置づけ、また、農林漁業を起点とした 6 次産業化を支援する上で、目先の利益を優先せず、長期的な視点からの投資を行うとの観点から、一般の民間ファンドとは異なり、基本となる管理報酬について、ファンドの規模ではなく、その投資状況に応じて一定率を支払う方式とするとともに、上記のように、サブファンド組成支援報酬、案件組成報酬、経営支援報酬といった一般にはみられない報酬体系が措置されている。また、当該報酬体系の検討に当たっては、国も独自に監査法人を活用した委託調査を実施する等の一定の関与を行っている。

このような報酬体系がサブファンドの案件組成に与えた影響については、サブファンド側からは、一般的な報酬体系とは異なり、案件発掘等に係る必要な費用を安定的に確保できないとの批判がある一方で、かえってメリットが大きいと回答しているサブファンドもあり、この報酬体系が案件組成を阻害する大きな要因となっていたとは考えにくい。

次に、A-FIVE の収益面からみると、これらの報酬体系は設立時において実施された監査法人を活用した委託調査を踏まえ、一般的なファンドにおける管理報酬と成功報酬を基本とした報酬体系を、サブファンドのパフォーマンスに応じた報酬体系に見直した結果であり、一般的な管理報酬を採用した場合には、サブファンドのパフォーマンスのいかんに関わらず、ファンドの総投資額に応じて一定率の報酬の支払が必要になる

のに比べて、A-FIVE が採用している投資残高に応じた管理報酬の支払は、個々のサブファンドのパフォーマンスに連動した報酬システムであるため効率的な面がある。

一方で、管理報酬を補完する位置づけにあるサブファンド組成支援報酬は、平成 26 年 9 月までに設立されたサブファンドに対して、設立後 3 年間、ファンドの投資総額に対して 0.25% が支払われるものであるが、サブファンドのパフォーマンスには直接連動しないことから、サブファンドが不活発な状況においては、A-FIVE の収益を悪化させる面があったものと考えられる。

また、A-FIVE の報酬のうち案件組成報酬については、投資が実現した段階に支払われるものであり、EXIT 時における回収実績に連動しないことから、モラルハザードを起こしやすいとの指摘もある。

ウ サブファンド案件に係る A-FIVE の経営支援について

A-FIVE は直接投資案件に対し主体的に経営支援を実施するほか、サブファンドの投資案件に対する経営支援についても、事業計画と実績との間に乖離がみられる場合（業況判定区分Ⅱが目安）、A-FIVE から GP に対して助言を行う等により投資先に対する経営支援を実施するが、事業計画との間に大幅な乖離がみられる場合（業況区分判定Ⅲ～Ⅴが目安）等の動向に注意を要する投資先については、GP と協働しながら、重点的に経営支援を行うこととしており、A-FIVE が直接的に、職員による経営面のアドバイス、品質管理等の製造工程に係る経営支援を実施している。

このようなサブファンドの投資案件に対する A-FIVE の関与は、複数の投資事例において、その後の業績回復等が果たされ、結果的に投資先事業者の企業価値の向上につながっているという結果からみれば効果的であり、サブファンドの設立後間もない時期においては、制度や投資に係る知見を移転する上で、その必要性があったと考えられる。

しかしながら、サブファンドの投資案件に係る経営支援は、本来、当該サブファンドの運営を担う GP が行うものであり、A-FIVE が負担するサブファンド報酬には GP の経営支援に係る費用が含まれていることを踏まえれば、A-FIVE がサブファンドの投資案件に対する経営支援を行いつつ、経営支援に係る費用の二重負担を生じさせ A-FIVE の経

費を増大させるだけでなく、直接投資に係る A-FIVE のマンパワーを低下させる等、投資の拡大の面でも悪影響を与えていたものと考えられる。

また、この点については、A-FIVE も、サブファンドの育成や普及啓発等の投資以外の業務に経費を要したことが、管理経費が増大した要因の一つであるとしている。

これらを踏まえれば、A-FIVE は、もっと早い段階で、経営支援に係る知見等のサブファンドへの移転を進め、サブファンドによる主体的な経営支援の実施を促したり、一部の投資経験が多い GP に対しては、主体的な経営支援を行わせる等のメリハリを利かせた運用の改善も必要であったのではないかと考えられる。また、それが難しいサブファンドに対しては、経営支援に係る費用の負担を求めたりするなどの対応を行うべきだったのではないかと考える。

④ A-FIVE による直接投資の取組は有効に機能したのか

A-FIVE から事業者に対する直接的な投資支援は、制度的には A-FIVE の発足時から可能であったが、運用面においては、当初、A-FIVE が 6 次産業化支援のみをその目的としていたこと等から、サブファンドを介した間接出資を基本に投資を行うこととしていた。しかしながら、サブファンドの投資が十分に拡大しない状況を踏まえ、平成 29 年度から、A-FIVE としての直接投資の取組が本格化した。

直接投資の実投資額は、平成 29 年度で約 17 億円、平成 30 年度で約 9 億円、令和元年度で約 21 億円と、明確な増加傾向はみられないものの、総額では 60.6 億円と A-FIVE の投資総額 103.0 億円のうち過半を占めており、サブファンドの投資が低迷する中で、投資の拡大に一定の効果を発揮している。

また、直接投資 1 件当たりの投資規模は約 3 億円であり、間接出資と比較して約 5 倍となっている。

直接投資は上記のとおり、A-FIVE の投資拡大に当たって一定程度寄与してきた点は疑いが無いが、A-FIVE が昨年 4 月に策定した投資計画における投資目標との関係では、これを満たす十分な規模とはなっていない。

また、案件ごとの投資規模の拡大に係る効果についても、1 件当たりの投資規模は、間接出資との比較では大きいものの、同じく直接投資を行う

他の官民ファンドとの比較では約7分の1～20分の1と小規模なものに留まり、その効果は限定的である。

一方、A-FIVEの組織、経営等に与える影響については、直接投資は、投資審査、経営支援、EXITの投資の各段階において、A-FIVEが直接的に対応する必要があることから、直接投資の拡大に応じて、経営支援等に関わるA-FIVEの人員の増員や、これに伴う経費負担の増加等にも対応する必要がある。

しかしながら、現状のA-FIVEの投資規模や、EXIT実績からみた収益性を踏まえた場合に、将来的に発生するであろう経費負担の増加にA-FIVEが耐えられたのかという点は疑義がある。

なお、投資に係る人材の確保という点においては、上記の投資審査、経営支援を行うに当たっては、農林漁業分野及び農林水産物の加工・流通分野に精通した人材、投資分野に精通した人材の双方が必要であるが、A-FIVEにおいては、それぞれの分野に専門知識を有する人材が、お互いに補完しながらチームとしてこれらの業務に対応し、日々経験を積み重ねる中で、このような人材の育成を図ってきたものと考えられる。

また、この点については、民間の投資会社においても、投資、技術、事業開発、ブランディング等のプロフェッショナルが参画し、チームとして補完し合うことで、必要とされる体制を成立させており、そういった体制で投資育成業務を継続していくことで、結果として新しい領域で必要となるハイブリッド人材の育成にも繋がっている。

しかしながら、サブファンドに対してLP出資を行いつつ、A-FIVEとして直接投資を行うための専門人材を十分に確保することは、現実的には難しかったものと考えられる。

さらに、政策面を考慮した場合、6次産業化支援については、元来、地域に根差した小規模多数の案件に対しても、分け隔てなく支援を行っていくことが想定されており、直接投資に偏重した投資を行えば、このような地域の案件の発掘が疎かとなりかねず、当初、A-FIVEが目指した政策的な目的を没却する可能性もある。

この点については、農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、A-FIVEが直接投資に注力することが、結果としてサ

サブファンドの投資機会を奪うことになり、一種の利益相反を起こしているのではないかとの指摘もなされている。

以上を踏まえれば、直接投資については、A-FIVE の投資拡大について一定の効果があつたものの、現在のような形で直接投資を続けていくことについては、投資拡大の効果、A-FIVE の経費負担、政策との整合性等の面において、一定の限界があつたものと考えざるを得ず、これを続けていくことで A-FIVE として求められる収益を確保していくことは、現実的には困難であつたのではないかと考えられる。

また、6次産業化支援については、設立当初において、サブファンドを活用しこれを実施していくことが想定されており、本来、サブファンドの投資が進まない状況に対しては、LP の立場から GP に対して責任追及を行った上で、必要な改善を図っていくことが必要であつたと考えられる。それでもなお、サブファンド方式で投資を続けていくことが困難な場合は、サブファンドの統廃合や、報酬体系の見直し等を行った上で、A-FIVE の組織体制も直接投資に対応したものに改編する等、効果的な直接投資の実施に向けて、大胆な見直しを行う必要があつたのではないかと考えられる。

⑤ 投資決定に至る手続は適切だったのか

A-FIVE が直接投資を行う場合、その個々の投資の決定について、農林水産大臣の認可が必要とされている。

一方、サブファンドにおける投資判断については、農林水産大臣による認可は不要とされ、それぞれの LPS 契約に基づき、各サブファンドの GP が行うこととされている。

しかしながら、上記のサブファンドの投資決定に際しては、上記契約に基づき、サブファンド内に設置された経営支援委員会が助言を行うことが可能とされており、また、GP は、当該助言に対し、拘束されないものの必要な範囲でこれを尊重することが求められている（経営支援委員会は A-FIVE を含む LP 組合員で組織することとされている。）。

加えて、サブファンドの投資決定に際しては、上記契約に基づき、A-FIVE の事前同意が必要とされている（農林水産省が定めた支援基準において、LPS 契約上にこのような事前同意を規定することが定められている。）。

さらに、前述のとおり、A-FIVE 及びサブファンドによる投資に当たっては、他の官民ファンドとは異なり、その前提として、6次化法の総合化事業計画、農業競争力強化支援法の事業再編等計画又は食品等流通法の流通等合理化計画の農林水産大臣の認定を取得することが要件とされている。

【参考】対象事業者等に対する投資決定に係る手続の比較

	個別法による 計画認定	投資決定に係る 大臣認可	左記で投資決定を行った LPS、SPC 等が行う出資に 対する機構の事前同意※4
(株)農林漁業成長産業化支援機構	○※1	○※2	○※3
(株)海外需要開拓支援機構	×	主務大臣・事業所管大臣への意見照会	×
(株)海外交通都市開発支援機構	×	○	×
(株)海外通信・放送・郵便事業支援機構	×	○	×
(株)地域経済活性化支援機構	×	主務大臣への報告等	×

※1：6次化法、農業競争力強化支援法又は食品等流通法に基づく計画認定が投資等の支援を受けるに当たって必要とされている。

※2：A-FIVE がサブファンド又は対象事業者に投資の決定を行う場合は、事前に大臣の認可が必要とされている（サブファンドが行う対象事業者に対する投資については大臣認可は不要。）。

※3：サブファンドが対象事業者に投資を行う場合、LPS 契約に基づき、A-FIVE の事前の同意が必要とされている（支援基準において、LPS 契約上に A-FIVE の事前同意を規定することが定められている。）。

※4：法令及び告示において事前同意が必要とされている場合のみ「○」として整理している。また、LPS に対して GP 出資を行う場合は含まない。

A-FIVE の投資に係る手続は、以上のように、他の官民ファンドと比較しても重層的な構造となっており、これが投資を受けようとする者及びサブファンドの事務負担の増大を招いたり、審査の迅速性を阻害したりする面があったことは否定できない。

具体的には、A-FIVE 及びサブファンドにおける投資決定までの審査期間は、通常でも3か月～6か月程度、長いものでは1年以上のケースもある等、民間の投資会社の審査期間に比較して長期間を要している。これは、投資を受ける事業者側が準備した事業計画等が十分でないことに起因する場合もあるが、投資決定に係る A-FIVE とサブファンドとの間の調整、ま

た、総合化事業計画の認定等、投資を受けるに当たって必要となる行政認定の手續に係る調整等に時間を要することも要因となっているものと考えられる。

このような審査期間の長期化は、時として、投資を受けたいとする事業者の資金調達スケジュールとの間で齟齬を生じさせ、A-FIVE 及びサブファンドの投資機会の逸失を招くなど、投資を受けたいとする事業者が農林漁業成長産業化ファンドを敬遠する一つの要因となっていた可能性も否定できない。

加えて、このような重層的な手續は、サブファンドや投資を希望する事業者の書類作成等に係る負担を増加させていた面もあり、これらが結果として、農林漁業成長産業化ファンドの活用を阻害していた可能性もある。

また、サブファンドの投資に際して、LP である A-FIVE の事前同意が必要とされていることで、GP の主体的な投資業務の妨げとなっているとの指摘もある。

このような事前同意は、前述のとおり、農林水産省が定めた支援基準に基づき、それぞれの LPS 契約で定められているものであるが、本来であれば、A-FIVE のサブファンドへの関与は、GP の選定段階（支援決定段階）で厳格に行われるものであり、個別の投資案件に対する支援決定への関与は、サブファンドの GP の投資家としての当事者能力に悪影響を与えていたものと考えられる。

具体的には、通常、LPS の GP は、投資を希望する事業者と直接交渉を行い、その後の投資に係る最終決定権を有しているが、A-FIVE のサブファンドは、GP の最終的な投資決定の前提として A-FIVE の同意が必要とされていることから、GP が相手先企業と責任をもった交渉を行いにくい側面があり、このことが、サブファンドの自由な投資活動を阻害していた面がある。このことを踏まえれば、一部の投資経験が多い GP に対しては投資の裁量を委ねるといった運用の改善も必要であったのではないかと考えられる。

また、この点については、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、「事前同意が存在することにより、投資を受けようとする事業者が誰に意見を聞けば良いのか分からず、GP が責任をもった交渉を行えない仕組みである」、「サブファンドとして投資が可能と判断する

案件について、A-FIVE がこれを認めないケースがあった」等の指摘がなされている。

以上の点については、A-FIVE は、当初、事前同意に当たって、その事業性についても、必要に応じ A-FIVE 独自の審査を行ってきたが、サブファンドの審査能力の習熟度合等を踏まえ、原則、サブファンド側に委ねることとし、A-FIVE は政策面等の確認に留める等、より簡素な手続となるように改善を行ってきているとしている。

なお、検討会が実施したヒアリング調査においては、投資に係る手続全般について、改善はみられてきていたものの、投資決定までの手続が多く時間がかかるため、ファンドとしての機動力が発揮しにくいとの指摘がなされている。また、農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査では、20 のサブファンドのうち 12 のサブファンドが、案件組成を阻む要因として、手続が面倒、時間がかかると回答している。

同様に、農林水産省が実施した投資先事業者に対するヒアリング調査では、29 の事業者のうち 8 事業者が、要求資料が多く負担であると回答している一方、6 事業者が、要求資料は当然で問題はなかったと回答しており、評価が分かれている。

⑥ モニタリングは適切だったのか

投資会社等においては、一般的に、投資先事業者のガバナンス等を確保することを目的として、投資先事業者に対し、自社の職員等を役員等として派遣している。A-FIVE においても、同様に、その職員等が投資先事業者の役員等として派遣されており、サブファンドにおいても GP が同様の対応を行っている。

また、A-FIVE は、投資先事業者の経営状況を適時適切に把握するため、直接、投資先事業者から、毎月、月次の決算資料を徴求の上、事業計画と実績との乖離等、その内容を分析し、その分析結果を踏まえ、投資案件ごとに、その経営状況を I から V までの業況区分に分類し、そのカテゴリー区分に応じた経営指導、支援等を行っている。

さらに、A-FIVE による上記の対応は、サブファンドが投資を行った案件に対しても実施されており、LP である A-FIVE がサブファンドの投資案件についても、いわば、直接的なモニタリングを実施している。

加えて、投資先事業者の日常の事業活動についても、投資先事業者が事業計画に基づかない一定金額以上の契約を締結する場合は、投資契約に基づき、A-FIVEがメンバーとなっている経営支援委員会（各サブファンドごとに設置）の事前承認を求めることとし、事業計画に沿った経営の実施を確保している。

投資先事業者の企業価値を高め、投資収益を確保する上で、投資会社であるA-FIVEは単に投資を行うだけでなく、投資先事業者のガバナンスを確保の上、当該企業に対するモニタリングを適時適切に実施し、これにより把握した業況等に応じ、求められる経営支援等を実施していくことが必要である。このため、A-FIVEが直接投資先事業者に対して、役員派遣やモニタリングを確実に実施し、その業況に応じ、専門的知見を有する者による経営支援等を講じていくことはファンドとして当然に求められる役割である。

また、この点は、財政制度等審議会財投分科会においても、A-FIVEにおいて投資に係る減損処理が生じていることを踏まえ、産業投資を保全する観点から、モニタリングの適切な実施等が求められている。

A-FIVEがこれまで行ってきたモニタリングについては、A-FIVEが行ったケーススタディーにおいても、モニタリング結果を端緒として、サブファンド案件を含めた複数の案件について、経営支援が実施され、その後、業況等が回復している点からも、一定の効果があつたものと考えられる。

一方で、このような他の官民ファンドと比較して厳格とも言えるモニタリングのシステムが構築されているにも関わらず、A-FIVEの直接投資案件である(株)食の劇団の事例では、財務・経理システム整備の未了に伴う経営状況の計数把握の遅れや、毎月の財務データの報告が適時適切に行われなかったこと、事業の進捗状況に係る記載等が不十分であつたこと、また、4半期ごとの業況区分においても、現状よりも、将来発生する見込収益に過度に依存した判定が行われたこと等、一部にはモニタリングが適切に機能していなかった事例も報告されている。

なお、当時、このような状況が発生した要因の一つとして、A-FIVEにおける投資案件に係るモニタリングが、農林漁業成長産業化委員会への投資案件の付議を決定する社内組織である投融資検討会において行われており、

投資を検討する機関と、投資後のモニタリングを行う機関との間の牽制効果が働かない構造となっていたことが考えられる。

また、サブファンドの投資先事業者に対して、A-FIVE が直接投資と同様のモニタリングを実施している点については、サブファンド等からは過剰な干渉ではないかとの意見もある。

この点、A-FIVE と同様に LPS を活用した投資方式を採用する中小企業基盤整備機構では、LPS の投資案件に係る財務資料の徴求は 4 半期から半年に 1 回程度（その他、LPS からの投資の実行の報告や LPS 出資案件の重要事象の発生に係る報告は随時）としており、LPS の設立時の GP 選定については厳格な審査を行うが、設立以後は GP が主体的にモニタリング等を実施している。

また、投資先事業者の日常の事業活動における事業計画外の契約締結に際し、A-FIVE がメンバーとなっている経営支援委員会（各サブファンドごとに設置）の事前承認を求める点については、農林水産省が実施した投資先事業者に対するヒアリング調査においては、投資先事業者の自由な事業活動を阻害しているとの意見もある。

以上の点を踏まえると、A-FIVE のモニタリングについては、厳格なシステムが整備されていることで、その後の経営支援、業績の回復につながった例も複数みられ、一定の効果があったものと考えられる。

一方で、投資担当部署とモニタリング担当部署との牽制効果が十分に働かなかったこと等により、投資先事業者の経営状況の正確な把握、分析が遅れ、A-FIVE の出資金の棄損を招いた事例もみられ、一部運用面では不完全な点があったことは否定できない（なお、この点について、A-FIVE は、投融資検討会との機能分化を目的に、平成 29 年 9 月に新たにモニタリング検討会を設置し、モニタリング業務の独立性、投融資業務に対する牽制機能を強化することで一定の対応が図られている。）。

また、サブファンドの投資案件に対しての A-FIVE による直接的なモニタリング、事業計画外の契約締結に係る経営支援委員会の事前承認は、経営が悪化した投資先事業者の業績回復の面や、事業計画に沿った進捗管理の面等で一定の効果があったことは事実であるが、一方で、これを受ける

投資先事業者やサブファンドの負担となり、結果として、サブファンドの案件組成意欲の減退や投資先事業者の早期 EXIT の要因となっていた面もあったものと考えられる。

なお、この点については、総務省が取りまとめ・公表を行った「農林漁業の6次産業化の推進に関する政策評価」（平成31年3月）においても、ヒアリング調査等を行ったサブファンドから「出資案件の増加に伴うサブファンド側の月次モニタリング報告に係る事務の負担の増加が出資案件組成を阻害している」、「農林漁業者等が出資を受けた後のモニタリング報告等の負担を理由に出資を受けることに萎縮している」との意見も示されている。

さらに、A-FIVE の経営面からみた場合、一般的な LPS では GP が主体的に行うモニタリング業務を、LP の立場にある A-FIVE が行うことにより、A-FIVE の事務負担の増加や、モニタリングコストの二重負担に伴う経費負担の増加を招いたことは否定できない。

⑦ A-FIVE による経営支援は適切だったのか

A-FIVE 及びサブファンドは、投資先事業者に社外取締役等を派遣し、経営支援やガバナンスの確保を図っている。

また、A-FIVE の投資先事業者の多くは事業の立ち上げ段階にあるため、A-FIVE はそれらの事業者の支援を専担とするグループを社内に設置しており、外食・加工等の業態別に情報・ノウハウを蓄積し、また、社員の他に、投資案件に応じて専門知識や経験を有するアドバイザー人材も活用しながら、経営支援を実施してきている（専門チームのメンバーは、大手食品企業等での生産管理の責任者であった者や、外食事業の専門家、中小企業診断士等の資格を有する者等で構成されている。）。

A-FIVE は直接投資案件に対し主体的に経営支援を実施するほか、サブファンドの投資案件に対する経営支援についても、事業計画と実績との間に乖離がみられる場合（業況判定区分Ⅱが目安）、A-FIVE から GP に対して助言等を行う等により投資先事業者に対する経営支援を実施し、更に、事業計画との間に大幅な乖離がみられる場合（業況区分判定Ⅲ～Ⅴが目安）等の動向に注意を要する投資先事業者については、GP と協働しながら、重点的に経営支援を行うこととしており、A-FIVE が直接的に、職員による経営

面のアドバイス、品質管理等の製造工程に係る経営支援を実施してきている。また、当該事業者に対して、課題解決に必要な専門家の紹介等を実施してきている。

投資先事業者に対する経営支援は、ベンチャー投資、バイアウト型投資のいずれを問わず、企業価値の向上を図り、ファンドの最終的な収益を確保する上で重要であり、通常、メインインベスターである投資者が主にその役割を果たすことが求められているものである。このため、直接投資において、特に、A-FIVE がメインインベスターを務める案件等にあっては、その対応は不可欠なものとなる。

A-FIVE においては、投資先事業者及びその株主、大手の流通事業者との独自のネットワークを活用し、投資先事業者の販路開拓を支援したり、また、商品の製造工程における品質管理の指導を行う等の様々な経営支援を実施したりしてきており、このような A-FIVE の経営支援の効果については、A-FIVE が行ったケーススタディーにおいても、サブファンドの投資案件も含めた複数の投資事例において、その後の業績回復等が果たされ、結果的に投資先事業者の企業価値の向上につながっているという結果をみると、一定の効果はあったものと考えられる。

しかしながら、個々の案件についてみると、以下のとおり、サブファンド及び事業者の A-FIVE の経営支援に係る評価にはばらつきがみられる。

また、A-FIVE の直接投資案件である株式会社食の劇団においては、モニタリングや経営支援が十分に機能せず、経営破綻に陥ったこと等を踏まえると、投資の拡大が思うように進まない中であって、販路開拓に係るネットワークがその広がりという点では未だ発展途上であったことや、A-FIVE 及びサブファンドの担当ごとの経営支援に係る能力や、経営支援を必要とする事案の内容等により、その効果に差異が生じているものと考えられる。

<参考>経営支援に係るサブファンド等の評価

農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においては、20 のサブファンドのうち、9 ファンドが、経営支援が適切であったと回答する反面、4 ファンドが、経営支援が期待外れと回答した。また、投資先事業者に対するヒアリング調査では、経費の見直しや、販売・流通支援の指導を受けられた、衛生管理と品質面の支援をしてもらったこ

とを感謝しているなど、A-FIVE やサブファンドの経営支援が受けられた点について 20 の事業者が評価している。

一方で、12 の事業者が経営支援の継続性がない、販路に係る経営支援が不十分といった経営支援面での不満を述べるなど意見が分かれている。

一方で、サブファンドの投資案件に対する経営支援面での A-FIVE の関与は、上記のとおり、投資先事業者の経営改善等に一定の効果があつた点は疑いがないが、A-FIVE に本来負う必要のない事務負担を負わせることとなり、これに伴う経費負担も発生させる要因となっているとの指摘もある。

現実的な問題として、A-FIVE の限られた人員で、全国一円に所在するサブファンドの投資案件に係る経営支援ニーズの全てに対応することは困難であり、A-FIVE の経営面からも、本来、これらのノウハウがサブファンドに確実に移転され、サブファンドにおいてより主体的に経営支援が実施されることが適切であったと考えられるが、全てのサブファンドにおいて、このようなノウハウの移転が実現し、投資先事業者に対し、どのような経営支援が必要であるかという目利きが的確に行えていたかという点は疑義がある。

また、A-FIVE とサブファンドに共通する問題として、支援基準に基づき、事業者に対する投資について、原則、議決権比率で 2 分の 1 以下の出資を行っている。しかしながら、投資による経営改善を効果的に行おうとする場合、民間ファンドでは過半以上の議決権を持つことで経営権を確保し、対象企業に役員等を派遣した上で、意思決定を迅速に行うことができるようにするのが一般であり、A-FIVE 等におけるこのような議決権保有率に係る原則は、誰が投資先事業者のオーナーであるかを不明確にし、計画未達等の場合等に、経営体制の刷新を含む大幅な方針転換を迅速に行うこと等を困難にしている面もある。

また、経営支援を担う人材の確保という点については、A-FIVE の投資の大部分を占める 6 次産業化分野は、農林漁業を起点とした事業であるため、これらの投資分野における知識に加え、農林漁業分野の現状や制度等にも習熟していることが求められるが、他方で、前述のとおり、農林漁業分野、

農林水産物の加工・流通分野及び投資分野に精通した人材を十分に確保することは、現実的には困難である。

このため、経営支援を効果的に実施しようとした場合、A-FIVE 及びサブファンド内の人材だけではなく、外部の専門家を活用した支援も必要となるが、A-FIVE と農林漁業者、食品事業者及びこれらの分野の専門家とのネットワークづくりは十分ではなかったものと考えられる。この点について、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においては、このような経営支援を行う人材のネットワークは、A-FIVE、サブファンド共に十分ではなかったのではないかと指摘もなされている。

⑧ EXIT の方法は適切だったのか

A-FIVE におけるこれまでの EXIT 実績（令和元年度末現在）は、直接投資とサブファンドの投資を合わせ 31 件となっており、これらの案件に対する総投資額 13 億円に対し、総回収額は 9.1 億円。投資倍率に換算すると 0.7 倍となっている。これらの EXIT 案件は、全て当初の投資期間の満了前に、投資先事業者の意向等により行われたものであるが、件数ベースで見ると投資倍率 1 倍以上で EXIT を行ったものが 24 件と多くを占めている。

また、EXIT の方法については、EXIT の対象となった事業者の既存株主への売却が 23 件と最も多く、これに自社株買い 1 件を含めた割合は約 8 割となっている。一方、それ以外の第三者への売却を行ったものは 4 件のみで、残り 3 件は事業の不振や災害により事業継続が困難となり、会社清算等を行ったものとなっている。

A-FIVE における EXIT の基本的な方針は、農林水産省が定めた支援基準において規定されている。このうち 6 次産業化支援に係る EXIT は、出資者である農林漁業者の意向に配慮する必要があるとあり、自社株買いを優先することとされている。一方で、事業再編等支援及び食品等流通合理化支援に係る EXIT は、このような制約は設けられておらず、一般のファンドと同様に、株式公開、第三者への売却等の中から、収益の最大化が見込まれる方法を選択して譲渡することとされている。

EXIT の時期については、A-FIVE 又はサブファンドが投資先事業者との間で締結する投資契約ごとに、努力義務的に設定されている（誠実協議条項）。

6次産業化支援に係る EXIT については、現状では、高いリターンが望める IPO に至った案件はなく、また、6次産業化分野を含めた食品の製造、流通等に係る産業分野は、IT 分野等と比較すればバイアウトの市場も十分に形成されてはいない。この結果、アップサイドでの EXIT が望みにくい構造となっている。

また、A-FIVE においては、6次産業化支援の EXIT について他の支援メニューとは異なり、自社株買いが優先されている。また、官民ファンドといういわば公的な位置付けを踏まえ、投資先事業者が投資期間満了前の早期 EXIT を投資先事業者が希望した場合、その意向に沿った対応を図っている。

このため、事業が順調に進捗し、今後、更なる成長と投資収益の拡大が見込まれる場合等においても、投資先事業者側が早期の EXIT を希望する場合は、これに応じざるを得ず、結果として、A-FIVE の期待収益を逸失させる結果も招いている。この点については、農林水産省が実施した投資先事業者に対するヒアリング調査でも、EXIT 後に大幅な成長がみられた投資先事業者が存在しており、仮に当初計画どおりの EXIT が実現すれば、A-FIVE により大きなリターンをもたらしたものと考えられる。

また、このような申出が、投資先事業者側の将来的な自社株購入に係る負担を軽減させることを意図して行われる場合であっても、A-FIVE は、上記の点から、対応せざるを得ないことや、自社株買い負担を軽減させるため、事業者側が企業価値の向上に積極的に取り組まない可能性があるなど、自社株買いを優先した EXIT 方針等は、A-FIVE と投資先事業者及び A-FIVE 以外のその他出資者との間で、一種の利益相反を生じさせているのではないかと指摘もある。

さらに、サブファンドが投資を行った案件の EXIT については、サブファンドに LP 出資を行う地銀等は、投資先事業者又は当該事業者に出資を行う企業（親会社等）に対し、同時に、融資を行っている事例も多く、投資先事業者等に対する銀行としての融資関係の継続が優先された場合、EXIT 交渉における買取価格交渉等に当たって、シビアな交渉が行われにくい状況を生じさせかねないなど、融資業務を行う銀行という立場と、サブファンドに出資を行う LP の立場との間で一種の利益相反が生じる可能性も考えられる。

以上のようなことから、A-FIVE は、リスクとリターンのバランスがとれたファンド構造となっておらず、この点を踏まえると、制度設計時点において、そもそも明確な EXIT 戦略が描けていなかったと考えざるを得ない。このことが結果的に、A-FIVE が EXIT において十分な収益を確保できない一因となっているものと考えられる。

⑨ A-FIVE の組織体制やガバナンスは適切だったのか

昨年 12 月の新規投資の停止の方針表明時点における A-FIVE の役員は定員 9 名に対して実員 8 名、職員は定員 40 名に対して実員 30 名となっている。

A-FIVE の執行機関である役員の体制は、設立当初においては、常勤役員として代表取締役社長、投資部門の責任者である取締役専務、及び法務部門の責任者である取締役常務に加え、非常勤の取締役会長、監査役及び社外取締役（5 名）で構成されていた。その後、数次の役員構成の変更が行われ、現在は、常勤役員として代表取締役社長及び総務分野の責任者（現在は、投資部門の責任者も兼任）である取締役専務、非常勤の取締役会長、監査役及び社外取締役（2 名）で構成されている。

A-FIVE の社内体制は、出資業務を担う投融資部及び統括部、バックオフィス機能をもつ経営管理部で構成されており、職員のうち約 3 分の 2 程度が投資業務に充てられている。

実際に投資業務を行う投融資部の職員の構成は、金融機関及び投資会社出身者が全体の約 4 分の 3 程度を占めており、その他、経営支援等に当たるため食品企業等の出身者で構成されている。

なお、案件組成や投資回収に係る A-FIVE 職員の報酬面でのインセンティブについては、投資部門の職員について年棒制を採用しており、賞与等の業績連動型の報酬は設けられていない。このため、年 2 回、投資先の獲得実績等を含めた職務全般に対する評価を実施し、これを翌年度の昇格、昇給に反映している。

また、A-FIVE の経費構造をみると、一般管理費（貸倒引当金を除く。）は年間約 10 億円、うち人件費が約 6 億円となっている。投資拡大が目標どおり進まないことや、本格的な投資回収のフェーズを迎えていないこと等により、令和元年度末の累積損失は 105 億円となっている。

A-FIVE の役員については、代表取締役社長は、設立時に就任した大多和巖氏が平成 28 年 6 月まで務めており、その後、光増安弘氏が現在までこれを務めている。また、投資担当の責任者である専務取締役は現在欠員となっているが、設立時から令和元年 6 月まで、古我繁明氏が務めていた。

また、非常勤役員である取締役会長は堀紘一氏が務めており、社外取締役は、設立当初は農林漁業関係の団体関係者等で構成されていたが、事業再編等の新たな分野が投資対象に追加されたことを踏まえ、平成 30 年 6 月に大幅な刷新が図られている。

A-FIVE の取締役社長はともに金融関係の出身者が務めており、また、投資分野の責任者である取締役専務は投資会社の出身者である。また、取締役会長についても、投資会社の経営に関わってきており、内部管理を担当する役員を除き、監督省庁の出向者等ではない投融資に係る専門知識を有する者がその任に当たってきている。

また、投資等に当たっては、機構法に基づき、社外取締役等を構成員とする農林漁業成長産業化委員会において、これを決定することとしており、ガバナンスの確保を図っている。

A-FIVE の投資業務は、農林漁業に対する見識や、また、行政認定に伴う制度や政策性への適合の判断が必要であること等から、これらの知見を有する者が、一定の期間、連続性をもって、経営者としての判断を行っていくことが必要であるが、その一方で、これまでの経営体制下で、十分な投資拡大が進まなかったことも事実である。

しかしながら、その要因は、個々の役員の能力に起因するというよりは、前述のとおり、投資対象や投資に係る手続等、制度面・運用面における制約が大きく、農林水産省は、上記のような制約の改善に注力してきたものと考えられる。

その一方で、昨年、株食の劇団の問題に起因して、A-FIVE において発生した内部資料や情報の外部への漏洩等の社内規律上の問題は、一義的には A-FIVE において解決される事案ではあるが、農林水産省も、上記の運用改善に注力するあまり、A-FIVE の社内規律の確保という点での指導・監督が疎かになっていた面があったことは否定できない。このような問題の発生は、A-FIVE の出資分野に対する知見を有する職員の社外への流出を招き、結果として、A-FIVE の投資拡大等にも影響を与えているものと考えられる。

また、A-FIVE の職員は、上記のとおり、投融資業務を担当する職員の7割以上が投資会社や金融機関の出身者であり、投資経験という点では一定のスキルを有する職員で占められているが、A-FIVE の投資の大部分を占める6次産業化事業は農林漁業分野や食品産業分野に係る事業であるため、投資に係る専門知識に加え、農林漁業分野や食品産業分野の現状や制度等にも習熟していることが求められる。

A-FIVE においては、日々の業務実施を通じ、上記のようなスキルを有する人材の育成を進めてきたが、後述のサブファンド等の評価を踏まえれば、その効果は必ずしも十分でなかったのではないかと考えられる。加えて、前述のとおり、農林漁業分野や農林水産物の加工・流通分野と投資のいずれにも精通した人材を確保するためのネットワークづくりや外部人材の活用も十分でなかったのではないかと考えられる（なお、このような農林漁業分野や食品産業分野の専門知識を補完するため、農林水産省がA-FIVE に対して職員を出向させており、農林水産省ほか関係機関との連携を進めてきているが、農林漁業分野や食品産業分野の現場の知識を十分に持っている者は少なかったものと考えられる。）。

農林水産省が実施したサブファンドに対するヒアリング調査におけるA-FIVE の職員に対する評価は、その能力等を高く評価する意見がある一方で、農林漁業と投資の両方の知見をもつプロがいなかったといったの意見もあり、それぞれの職員の能力や力量には濃淡があったものと考えられる。また、併せて、複数のサブファンドから、A-FIVE の担当者が頻繁に変わることが指摘されており、これがサブファンド側の説明の手間を増加させたとの指摘もなされている。

一方、これら職員の報酬体系は、A-FIVE が対象とする6次産業化支援が、制度上、最長15年といった比較的長い投資スパンを想定していることを理由として、一般の民間ファンドのような成功報酬型の体系とはなっていない。また、その雇用形態も、各社員のパフォーマンスを評価し、定期的に契約更新を行っていくものとはなっておらず、無期限の雇用契約となっている（農林水産省の聞き取りによると、他の官民ファンドにおいてはマネージメントディレクタークラス以上を期限付き雇用としている例もある。）。

このような報酬及び雇用形態は、企業の成長まで時間を要する6次産業化に取り組む事業者に対し、腰を据えた経営支援を行う等の面ではメリットがあると考えられ、また、農林水産省がヒアリングを行った地域経済活性化支援機構及び中小企業基盤整備機構においても、収益連動型の報酬体系が採用されていない点からも、極端な成功報酬型の給与体系の導入は官民ファンドという位置づけの中で一定の限界はあったものと考えられる。

しかしながら、これらの報酬及び雇用形態は、職員の案件組成、経営支援等の努力及び成果が適正に評価されず、案件組成やEXIT収益の拡大等に向けた社員のモチベーションの維持を難しくしていることに加え、優秀な人材のA-FIVE外への流出等を招いた側面もあることは否定できない。

また、A-FIVEの経費構造については、一般管理費は年間10億円程度となっており、この水準自体は、他の官民ファンドとの比較においては、突出して高いとはいえない。

一方で、A-FIVEの1件当たりの投資額は平成30年度末までの累計で9,400万円となっているのに対し、投資1件当たりの運営経費は4,700万円であり、投資額に対する運営経費の割合は50.0%と高い割合を示しており、極めてバランスの悪いコスト構造となっている。なお、仮に、現状の運営経費、改善計画における投資倍率(1.1倍)を前提とした場合、これに見合う投資規模は4.7億円/件と試算される。

【参考】A-FIVEの経費構造

投資倍率 (改善計画)	1件当たり投資額	1件当たり 運営経費	投資額に対する 運営経費の割合	投資倍率・経費に 見合う投資額 (試算)
1.1倍	9,400万円	4,700万円	50.0%	4.7億円/件

注：運営経費はA-FIVE本体経費（人件費、家賃、法人税等）、GP管理経費を含み、減損損失、貸倒損失、貸倒引当金繰入等を含まない。

A-FIVEにおいては、このようなコスト構造を解消するため、投資の拡大に取り組むとともに、オフィス移転や、役職員の削減等を進めてきたが、その削減には一定の限界があり、根本的な解決には至っていない。また、このようなコスト構造は、結果として、昨年12月に新規投資の停止を決定せざるを得なかった要因の1つともなっている。

A-FIVE のコストの内訳を具体的にみると、年間 10 億円の運営経費のうち、約 6 億円が人件費、サブファンドの GP への報酬が約 1 億円、家賃等のその他費用が 3 億円程度であり、人件費とサブファンドに係る経費で 7 割程度を占めている。

A-FIVE は投資会社という性格から、投資スキルの高い優秀な人材を集める必要があり、そのために人件費について一定のコスト負担が生ずることはやむを得ないものと考えられる。その一方で、A-FIVE の役職員数の推移をみると、設立時点（平成 24 年度）において、既に 46 名（役員 10 名、職員 36 名）の定員が確保されており、実際に、設立の翌年度末（平成 25 年度末）には 45 人の役職員の雇用等がされている。設立当初にこのような大規模な定員を確保し、かつ、事業の進捗も明らかになっていない段階において、定員枠の上限にほぼ達するような実員を配置することは、予算執行においてみられるような硬直的な運用と言わざるを得ない。このような実態を踏まえると、投資規模等に応じて必要な組織体制の整備が図られたというより、当初予定されていた投資規模や、投資回収に係る見込み等を前提として、拙速な組織拡大が図られたことは否定できず、このような組織体制は、今回の新規投資の停止に至った大きな要因となっていると考えられる。

なお、A-FIVE の経費構造において、法人事業税に係る外形標準課税の負担も大きなものとなっている。官民ファンドは、産業投資からの出資金等を原資として、投資活動を行っていくことから、資本金等の金額は事業規模などに比較して大きなものとならざるを得ない。A-FIVE については、地方税法上、課税上の特例が認められていないことから、年間で約 1.7 億円程度の課税負担が発生しており、これが A-FIVE の経営を圧迫する大きな要因となっている（A-FIVE の法人事業税の課税特例については、平成 30 年度税制改正要望に際し、農林水産省から総務省に要望が行われたが、措置されなかった。）。

本来、このような経費構造を解消するためには、サブファンド制度の見直しを含む A-FIVE の管理コストの根本的な見直し、投資規模に係る下限設定や成長性の高い分野への投資の集中化等、効率的・効果的な投資の実現に向けた制度、組織の大胆な見直しが必要であったのではないかと考えられる。

⑩ 投資判断は適切に行われていたのか

A-FIVE の投資に係る意思決定は、まず、投資業務を担当する投融資部において、投資案件に係る精査を行い、その後、社内組織である投融資検討会において、投資決定等に係る判断を担う農林漁業成長産業化委員会への付議の可否を決定し、最終的に、農林漁業成長産業化委員会で決定を行うこととされている。

投融資検討会は、社長を議長とする社内組織として、業務執行取締役（社外取締役を含まない）及び執行役員で構成されており、また、その権限は、投資決定や投資案件に係る EXIT 等に係る農林漁業成長産業化委員会への付議を決定することとされている。

投融資検討会への付議・報告事項については、投融資を担当する取締役専務が発議権を有しており、他の者はこれらの権限を有しない。

また、A-FIVE の投資に係る最終決定を行う農林漁業成長産業化委員会は、機構法に基づき、取締役会とは別に設置されており、そのメンバーは、取締役会長、代表取締役社長及び社外取締役となっている。社外取締役は、業界事情等も含めた的確な投資判断が行えるように食品企業関係者、6次産業化に係る知見を有する学識経験者等が含まれている。

一方、サブファンドにおける投資判断は、それぞれの LPS 契約に基づき、各サブファンドの GP が行うこととされているが、その決定に当たって、サブファンド内に設置された経営支援委員会が助言等を行うことが可能となっており、当該助言に対して、GP は拘束されないものの、必要な範囲でこれを尊重することとされている（経営支援委員会は A-FIVE を含む LP で組織することとされている。）。

また、サブファンドの投資決定には、組合契約に基づき、当該投資と機構法の趣旨及び支援基準への適合を確認するため、A-FIVE による事前同意が必要とされている。

なお、A-FIVE が同意を行うに当たっては、直接投資の場合と同様に、投融資検討会で審査、農林漁業成長産業化委員会への付議等が必要とされている。

A-FIVE 内における投資審査は、案件ごとに、マネージメントディレクター又はシニアディレクターをリーダーとし、ディレクター、シニアアソシエイト及びアソシエイトで構成された 1～3 名程度のチームにより行われ

ており、基本的に、案件発掘から投資実行に至るまで、一貫して、各チームが担うこととなっている。

これらの投融資部のメンバーは、主に投資会社や銀行等の出身者であるが、審査に当たって、農林漁業、輸出入等に係る関係規制や各業界事情等に係るデータが必要な場合は、社内の農林水産省出向者等が適宜アドバイスをを行うほか、必要に応じ、農林水産省を含む関係省庁、関係機関への照会等を行っている。

具体的な案件審査は、共通の審査フォーマットに基づいて、当該事業計画について、該当する業界事情の分析、販売先等販路の精査、原料供給の見込み、BS、PL 及び CF といった計画数値の精査、SWOT 分析等の事業性の審査とともに、6次産業化等の個々の支援分野に係る政策性の審査も併せて行われている。

また、A-FIVE は、必要に応じ、法務面、財務面等に係る専門的なデューデリジェンスを、弁護士法人、会計事務所等の専門機関に外部委託している。

さらに、投資の判断に当たっては、個別案件ごと、IRR 7%以上の確保を判断要素の一つとしている。

以上のように、A-FIVE の投資審査は、意思決定の過程及び審査内容はシステム化されており、全ての案件について、共通のメルクマールにより、審査が行われているものと考えられる。

これらの結果、現在投資が継続している案件のうち、A-FIVE による業況判定が実施されている事業者について、その業況区分ごとの分布をみると、過去の実績において、投資倍率 1 倍以上の投資回収が行われたⅠ～Ⅲ区分に該当する投資先が、投資額ベースで 87%、件数ベースで 84%と高い割合を占めている。

一方で、これら投資先事業者を業種別でみると、A-FIVE が優良案件と定義する業況区分Ⅰ～Ⅱに該当するものは、卸売・小売業、ワイナリー業では 8 割を超えているものの、輸出業では約 6 割、加工業及び飲食業では約 5 割とその割合が低くなっており、業種によって、その業績に差異がみられる。

また、過去の事例では、A-FIVE の直接投資案件であり、かつ、輸出に係る案件であった(株)食の劇団が経営破綻に至り、出資金を棄損している。

本件について、A-FIVE は、事業計画どおりに事業が進まなかった経緯を踏まえれば、事業計画が精度を欠いていたと言わざるを得ず、輸出事案のように精査実績の少ない事業の精査については、他の事案に比べ、多様な視点での検証を可能な限り行うことが必要であったことや、下位の職員が率直に問題提起を行える雰囲気は A-FIVE 内部に必ずしもなかったこと等が問題であったとしている。

なお、本件については、農林水産省から A-FIVE に対し、第三者的な立場にある弁護士事務所等を活用した調査の実施を指導した。その結果、投資判断の過程、内容に不合理な点があったとは言えないとの結論を得ている。

また、一部のサブファンドからは、A-FIVE の求める IRR が高すぎることにより、無理な事業計画を作成せざるを得ないとの指摘もなされており、これが事業計画とその後の実績に乖離を生じさせる要因となっている可能性もある。

以上を踏まえると、A-FIVE の投資審査については、その決定プロセス、審査内容はシステム化されており、また、現状投資が継続している案件についてみれば、一定の業績が確保されていることから、基本的にその機能を果たしているものと考えられる。

一方で、投資経験が少ない事業分野では、その投資審査が、結果としてみれば不十分であった事例も存在している。

また、前述の農林水産省の分析では、A-FIVE の投資先事業者について、いくつかのカテゴリーに分類しその成長性の比較・検証が行われているが、例えば、販路連携がある事業者とない事業者では、販路連携がある事業者の方が高い成長性を示している。

一方で、それぞれの割合は、販路連携がある事業者が 30 件に対し、販路連携がない事業者は 42 件とこれを上回っており、これらを踏まえると、農林水産省、A-FIVE とともに、投資対象事業者の収益性に係る分析が十分になされない中で、農林漁業者の主導性等、政策性に重きを置きすぎた運用を行っていた可能性は否定できない。

しかしながら、A-FIVE が中心的に取り組んできた 6 次産業化支援は、農林漁業者が 6 次産業化という新たな分野に取り組む事業を支援するものである。これらトラックレコードがない新規事業に対する投資審査は、トラ

ックレコードがある事業に対する投資に比較すれば、将来的な事業予測が難しいのは明らかであり、更に、天候等の自然環境の影響を受けやすい農林漁業等を起点としている点からも、その審査には相当に高度な経験等が必要とされると考えられる。

こうした中で、A-FIVE は実際の投資を積み重ねることで、投資審査に係るシステムの改善や、職員のスキル向上を図りつつこれに対応してきたものと考えられ、以上を踏まえれば、個々の投資について、著しく不合理な審査や投資判断が行われていたとは考えられない。

⑪ その他

出資による資金調達とは、融資のような他人資本（負債）ではなく、自己資本となるため、その活用は当該企業の財務基盤の強化につながり、その後の経営の安定に加え、融資等の資金調達を円滑にする等の効果がある。

また、A-FIVE 等の投資会社は、投資先業者の業績に応じて、配当や株式売却に伴う利益を得ることとなるため、投資先事業者の経営支援等の投資後のフォローを行う等、投資先事業者と二人三脚で、その後の当該企業の価値向上を図っていくことが必要となる。

さらに、出資を国による支援策という側面からみた場合、補助金や制度融資は、その資金使途が限られる場合が通常であるが、出資による支援は、A-FIVE 又はサブファンドと合意した事業計画の中で、人件費等の運転資金も含め、様々な使途に活用が可能であり、また、事業環境の変化に応じた使途の変更等も、補助金等に比較して容易である等、多くのメリットがある。

A-FIVE が主たる支援対象としている6次産業化事業は、農林漁業者が自ら生産した農林水産物及び副産物を活用して、新商品の開発等を行う事業であり、出資による支援の活用を進めていくためには、農林漁業者が上記のような出資のメリットを正確に理解し、他の支援措置と比較衡量等も行いながら、これを活用していく土壌を培っていくことが必要であったと考えられる。

しかしながら、農林漁業分野は、

(ア) 伝統的に補助金や制度融資による支援を中心としており、現状においても、多くの支援メニューが存在していること、

(イ) その事業が、天候等の自然条件に左右されることや、事業規模が小規模であること、農地所有適格法人における投資規制等から、他の産業と比較して、第三者からの投資を活用した資金調達が積極的に行われてきていなかったこと

等から、投資に係る理解は十分には進んでいなかったものと考えられる。

この点については、検討会が実施したサブファンドに対するヒアリング調査においても、農業においては制度融資等が充実しており、コストをほとんどかけずに資金調達ができるため、ファンドの執行を行う上ではハードルが高いとの指摘がなされており、また、農林水産省がサブファンドに対して実施したヒアリング調査では、20のサブファンドのうち、4ファンドが農業者に主体性、ノウハウがないと回答しており、農林漁業者を主体とした案件組成がサブファンド側にとって困難であった実態がうかがえる（このような中で、多くのサブファンドはパートナーである2次・3次事業者を実質的な経営の主体においた検討を進めていたものと考えられる。）。

また、上記の調査の中で、投資先事業者がファンドを活用した理由について、信用力向上のためと回答したのが6事業者、地銀、農政局及び知人に紹介されたためと回答したのが6事業者、A-FIVEの知見に期待したと回答したのが6事業者と上位を占めており、資本調達や資本充実のためと回答したのはわずか3事業者となっている。

上記を踏まえると、出資による資金調達についての農林漁業者の活用意欲は未だ十分ではない面があり、農林漁業者を中心に据えた投資は、その広がりという点で限界があったのは事実であるが、今後、農林漁業分野の規模拡大や生産の高度化を進めていく上では、その資金調達について、補助金や融資のみで対応することは限界があり、ファンド等を通じ、農林漁業以外の他産業から資金を調達していくことが、他の産業分野と同様に必要であると考えられる。

また、A-FIVEがファンドとして収益を確保していく上では、上記に加えて、

(ア) 6次産業化分野については、成長率が低いことや、成長までの期間が長いことを踏まえ、ある程度規模が大きいものを対象に、販路が確保できていること等も審査すること

(イ) 輸出、アグリテック、フードテック等の需要の伸びが見込まれる分野の成長率が高いことから、これら農林漁業の周辺分野も含めた広範囲なレンジを投資対象とすること

(ウ) 農林漁業から食品製造・流通・レストラン事業に至るフードチェーン全体を投資対象とすることによって、投資のリスク分散を可能にすること

が必要であったのではないかと考えられる。

この点について、A-FIVE においては、直近の 1～2 年は事業再編等の新たな支援スキームを活用し、食品産業における事業再編、アグリテック、フードテック等の新分野への出資も進んできていたところであり、今後、このような投資ニーズに応える上で、官民ファンドとは異なる投資の推進方策についても検討を行う必要があると考えられる。

なお、このような推進方策を検討するに当たっては、対象領域における投資規模等の現場のリアルなニーズや課題、その実態を踏まえた適切な資金供給手法や経営支援策について、有識者を含めて議論し検証する場を設け、投資規模やゴールセッティングの分析を精緻に行う必要があると考えられる。

また、A-FIVE においては、農林漁業分野における上記のような特性を踏まえ、補助金及び制度融資といった他の支援策との連携を進めてきており、具体的には、平成 28 年度から、日本政策金融公庫との連携を本格化させている。その結果、日本政策金融公庫の融資と A-FIVE の投資を組み合わせた協調案件も複数実現しており、これについては、一定の効果があったものと考えられる。

(2) 全体総括

以上を踏まえ、本検討会における検証結果を総括すると以下のとおりである。

第 1 点として、対象とする 6 次産業化事業の成長性について十分な検証がなされないままに制度がスタートしたことにより、想定する投資規模や投資回収に係るリターンが過大に見積もられ、これを基礎として A-FIVE の会社組織、その他のシステムが形作られたことにより、結果として、身の丈に見合わない高コスト構造を創出させたと考えられる。

このことが、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、最終的な累積損失として 120 億円を計上せざるを得ない結果を招いた大きな要因となっている。

第 2 点として、A-FIVE の主たる投資対象である 6 次産業化分野は、その事業規模が小さいこと、2 次・3 次事業者との合弁事業体を設立して 6 次産業化に取り組む場合において、農林漁業者が主たる議決権を有する必要があったこと等から、投資の広がりという点では必ずしも大きな成果が望めなかったことに加え、全ての支援分野について、投資の前提として、他の官民ファンドでは例がない各個別法の行政認定を必要としたことや産業投資を活用したこと等により、高いリターンを投資先事業者に求めざるを得ない状況を創出したことが、求められる投資ニーズとの間に大きな乖離を生じさせ、対応できる投資領域を大幅に狭める結果を招いた。さらに、上記の行政認定等は、政策性の担保という点では有効であったものの、一方で、手続期間の長期化等をもたらし、利用者側に A-FIVE の活用を敬遠させた要因の一つとなっていたと考えられる。

第 3 点として、サブファンドを活用した投資支援を進めること自体は合理的な選択であったが、サブファンドごとの能力や意欲に差異があり、また、投資に係る A-FIVE の事前同意等のサブファンドの主体的な取組を阻害する仕組みの存在により、サブファンドが十分に機能しなかったものと考えられる。

第 4 点として、投資案件の EXIT という点において、A-FIVE の主たる投資対象である 6 次産業化分野は、根本的に IPO やバイアウトによるアップサイドの EXIT が期待しにくい分野であったことに加え、自社株買いが優先される等の一定の制約があったことや官民ファンドという位置づけ等から、将来、投資先事業者の成長、これに伴う回収益の拡大が見込める場合にあっては、投資先事業者の意向を重視し、自由な EXIT を認めざるを得なかったこと等が、EXIT に係る収益を圧迫し、結果として、リスクとリターンのバランスが悪い収益構造を創出した。すなわち、A-FIVE については、ファンドの基本である EXIT 戦略がしっかり描けていなかったのではないかと考えられる。

第5点として、農林漁業分野における資金調達的手段として、投資という手段が未だ十分に根付いていない中であって、農林漁業・食品産業と投資という双方の知見を有し、これを実務において実践できる人材の確保が十分でなかった。これらは、サブファンドのパフォーマンスが十分に機能しない結果をもたらすとともに、A-FIVEにおける投資審査、モニタリング、経営支援等の取組を十分に機能させることを難しくした側面があったものと考えられる。

第6点として、農林漁業者に出資による支援の活用を促すための農林水産省等による普及・啓発の取組が十分でなかったこと等により、農林漁業者側のファンドの活用意欲の醸成が十分に進まず、A-FIVE等の投資拡大を難しくしたと考えられる。

第7点として、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、今後、これらの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と考えられる。

また、そのような分野への投資の推進方策を検討するため、A-FIVEの反省を活かし、有識者を含めて議論し、検証することも必要ではないかと考えられる。

【参考 1】 A-FIVE の検証に係る検討会委員

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)
小正 瑞季	リアルテックホールディング(株)	業務執行役グロースマネージャー
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
長森 克史	明治ホールディングス(株)	経営企画部長
丸田 洋	(株)穂海	代表取締役

【参考 2】 これまでの検討経緯

令和 2 年 1 月 31 日 A-FIVE の検証に係る検討会設置

2 月 18 日 第 1 回検討会開催

- ・ A-FIVE に関する説明

4 月 22 日 第 2 回検討会開催（書面開催）

- ・ 前回の検討会での意見・質問への対応
- ・ 農林水産省による出資先事業者及びサブファンドのヒアリング結果報告

6 月 30 日 第 3 回検討会開催

- ・ サブファンド（GP）からのヒアリング
- ・ 論点整理等について

7 月 15 日 第 4 回検討会開催

- ・ 報告書案について

7 月 31 日 報告書の取りまとめ・公表

農林水産省による出資先事業者及びサブファンドに対するヒアリング結果



1 調査目的

A-FIVEは、今年度の投資実績が、目標である110億円を大きく下回る状況となっており、このまま業務を続けても、今後、計画どおりに累積損失を解消し、必要な収益を確保することは難しいため、令和元年12月、A-FIVEに対し、令和3年度は新たな出資の決定を行わない方向で、現在の投資計画の見直しを行うよう指示したが、監督官庁である農林水産省として、A-FIVEがこのような結果になった原因やA-FIVEが果たしてきた役割等について、検証を行うため、SF20件や出資先29件に対してヒアリングを実施

2 調査期間

令和元年12月25日（水）～令和2年3月12日（木）

3 調査事項

サブファンドの運営状況、出資先がファンドを活用して良かった点、悪かった点等についてヒアリングを実施

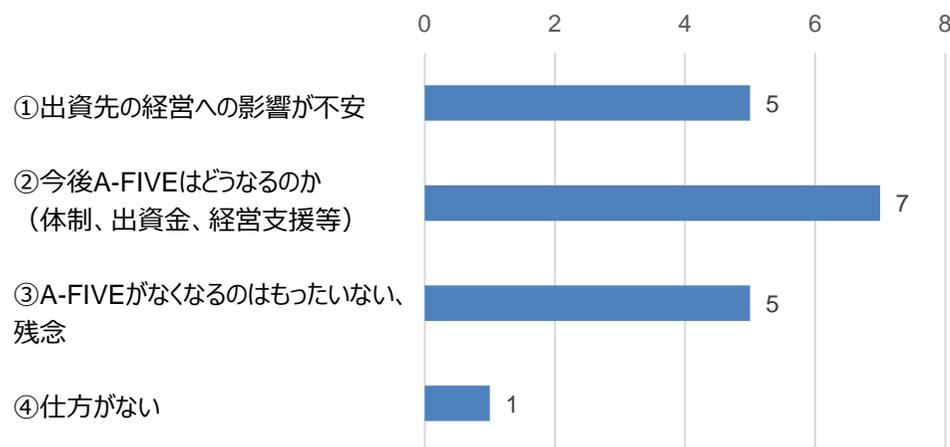
4 調査方法

全国を北海道、東北、関東、北陸、東海、近畿、中国、四国、九州ブロックに分けて、各ブロック最低1カ所以上、SF及び出資先を訪問して対面でヒアリングを実施

SFからの聞き取り状況①



1. A-FIVEの見直しを受けて不安や要望はあるか



【①に関する主な意見】

- ・出資先への影響が一番気がかり。
- ・出資先に不安を与えないでほしい。

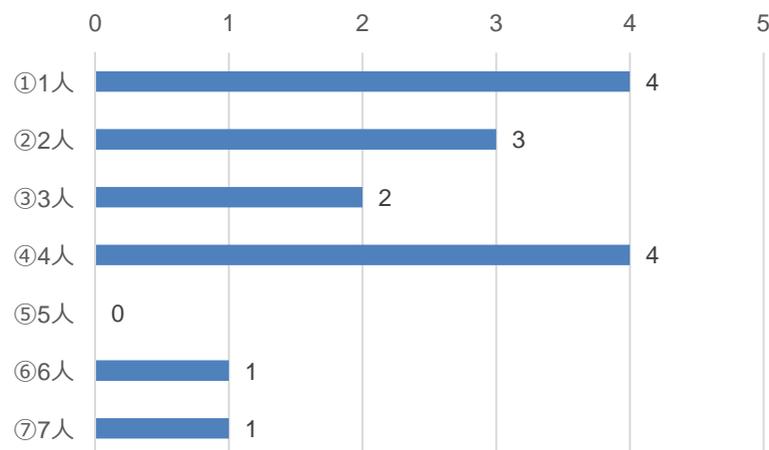
【②に関する主な意見】

- ・A-FIVEの体制が先細るだろうから、出資先が今後も経営支援を受けられるか不安。
- ・例えば、A-FIVEが事業者に出資している出資金はどうなるのかといった部分は気になる。
- ・A-FIVEはいつまで存続するのか、A-FIVEの本体機能はどうなるのか。

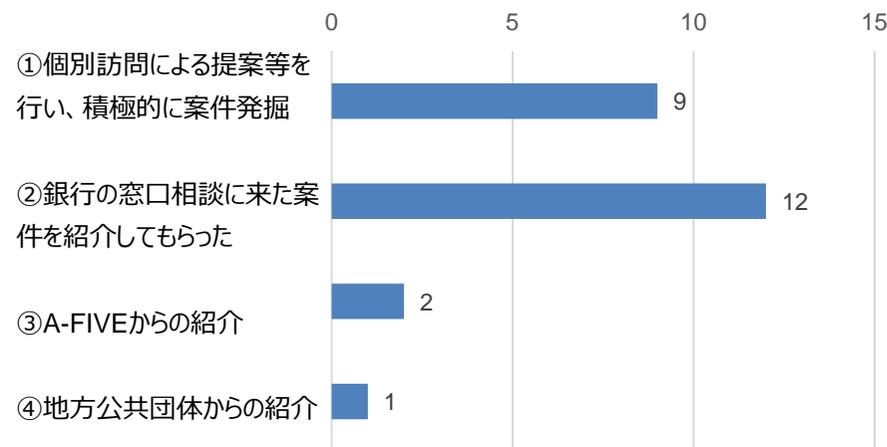
【③に関する主な意見】

- ・補助金ではなく、全体にチャンスを与える出資という手法は重要。
- ・農林漁業分野への投資は始まったところであり、継続していくことが重要と考えるので、農林水産省として継続できるスキームを考えてほしい。

2. GP・LPの人員体制



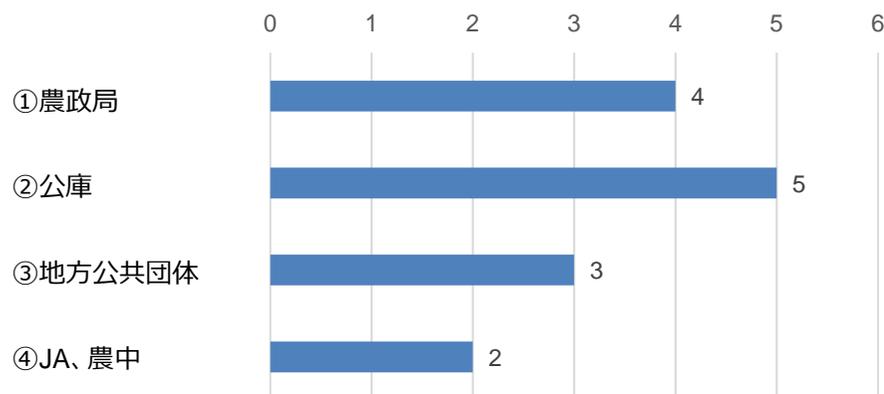
3. 案件発掘の方法



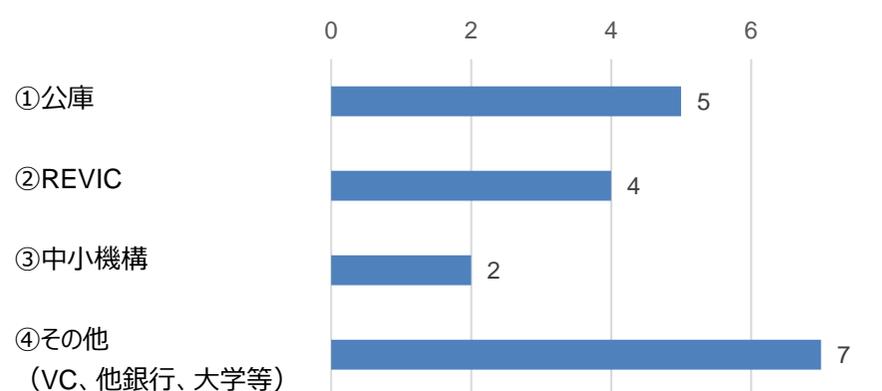
SFからの聞き取り状況②



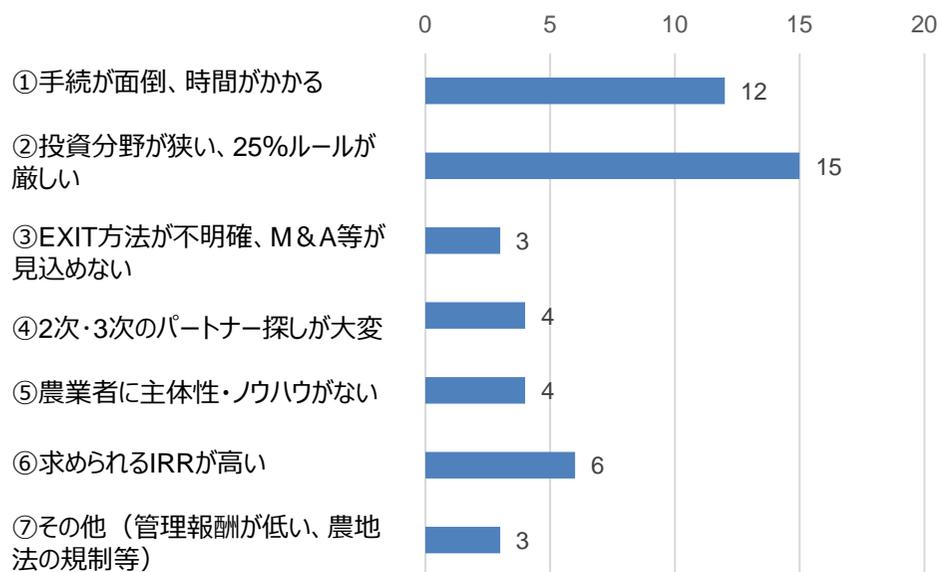
4. 農政局や公庫等の連携状況（連携先）



5. REVIC、公庫、その他機関とのファンド組成状況



6. 案件組成を阻む要因



【①に関する主な意見】

- 要件や手続きが多すぎると、作成した計画をギリギリと見られる。特に、総合化事業計画の策定が非常にしんどかった。
- 他のファンドと比べると、出資までの期間や手続が明らかに多い。
- 事業計画の作成、デューデリまでは半年から1年弱の期間を要する。

【②に関する主な意見】

- 出資比率が規定されているのはネック。1次事業者の自己資金25%は負担であり、2次3次の事業者にも旨みがないと思われる。
- 農業者の25%ルールが大きな障害で、農業者の出資金をどうするのが難しかった。
- 6次化では間口が狭く、使い勝手に問題。

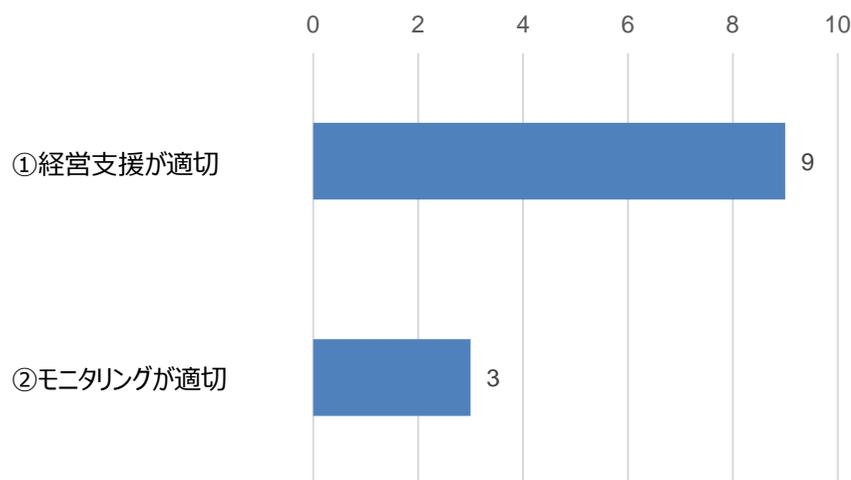
【⑥に関する主な意見】

- IRR5~6%もかけて出資を受けたいと考える事業者は少なく、ファンドを紹介しづらい。

SFからの聞き取り状況③



7-1. A-FIVEとの関係（良かった点）



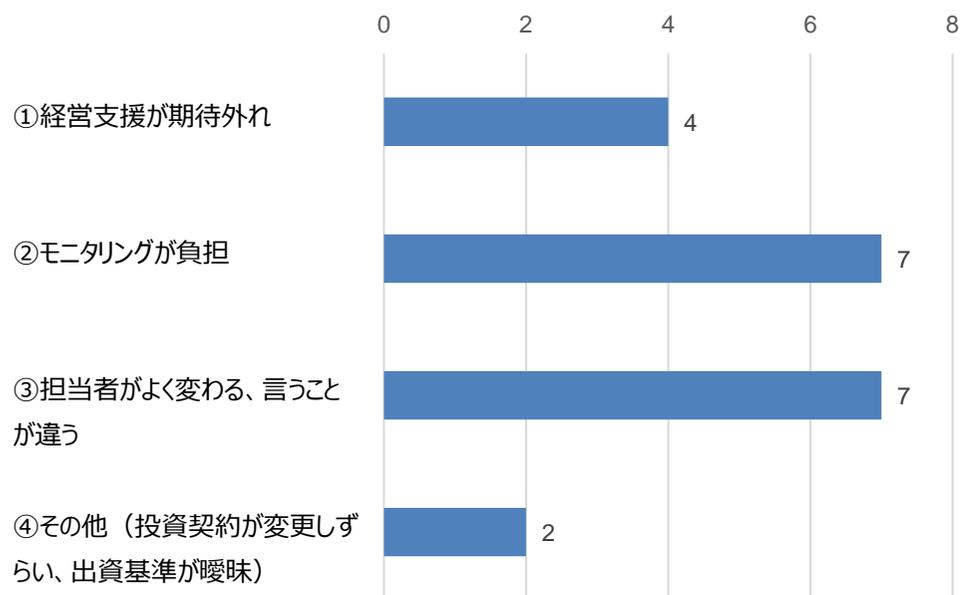
【①に関する主な意見】

- ・A-FIVEは具体的な経営支援を行う一方、地銀は財務諸表等の金融支援を行っており、うまく棲み分け出来ている。
- ・A-FIVEの社員1名を1年間送ってくれたことが最も良かった。1次事業者はJAに任せていて販売に不慣れなので、特に出口支援に感謝。
- ・バイヤーの紹介や、商品のブランディングの専門家派遣等があり有り難かった。

【②に関する主な意見】

- ・求められる投資契約や報告の内容が難しかったとは思いますが、必要なことであり、ノウハウを教えてもらえて感謝。
- ・厳しい審査を行わないと、経営支援も十分行えないので、A-FIVEの指摘はいつもの的確であると感じていた。

7-2. A-FIVEとの関係（問題点）



【①に関する主な意見】

- ・販路紹介等の経営支援を期待していただけに、そこがもう少しあれば良かった。
- ・A-FIVEから人材を派遣をいただいたが、何の成果もなかった。

【②に関する主な意見】

- ・モニタリングのハードルが高い。農業者主体の会社にそこまで求めるのかと思った。
- ・他のファンドに比べてモニタリングの頻度が多い。他のファンドは3ヶ月～半年に1回程度。
- ・多くの参考資料も求められた割に、特にコメントは返って来なかった。

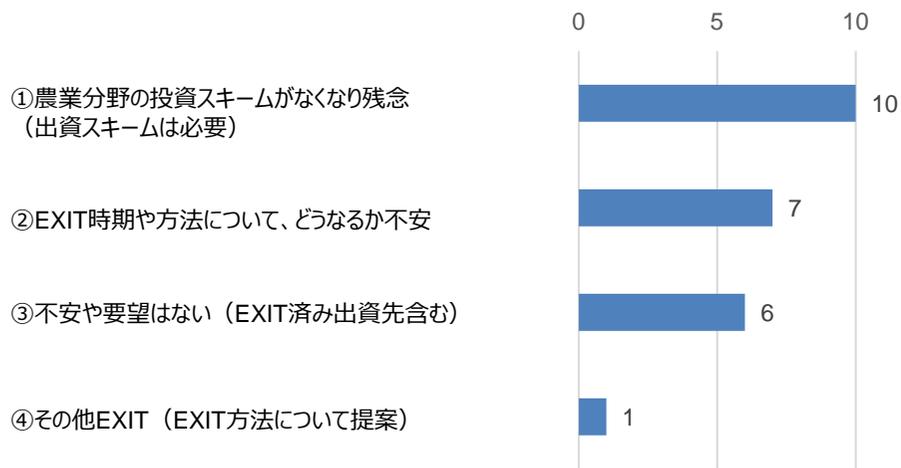
【③に関する主な意見】

- ・担当者がよく変わるので不安を感じた。
- ・担当者によって言うことが違い、一体感がなかった。
- ・担当者によって言い方や支援の濃淡が激しく、違和感。

出資先からの聞き取り状況①

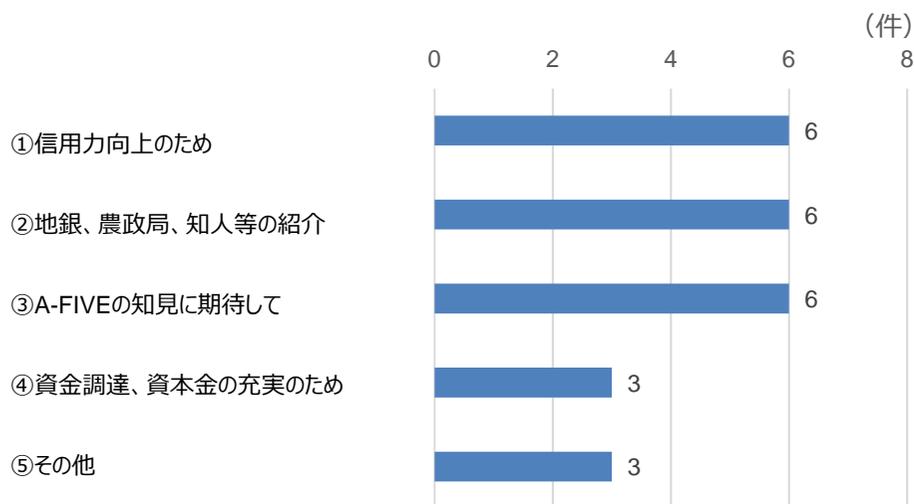


1. A-FIVEの見直し方針を受けて不安や要望はあるか



- 【①に関する主な意見】
- ・スタートアップにおいて、リード投資家が追加出資に応じるかどうかが分水嶺。当社の場合はA-FIVEがリード投資家にあたり、今後その目がなくなってしまうのは残念。
 - ・A-FIVEの出資スキーム自体はよいが、運用がダメだった。農林漁業分野に特化したファンドの存在は重要なので惜しい。
 - ・補助金漬けの農政から脱する意味でもすごく良い制度だと思っていただけに残念。
- 【②に関する主な意見】
- ・今、会社の株式買取を求められたら会社が終わるので不安だった。
 - ・見直しを受け、何年後に出資金を返さなければならないのか不安。

2. A-FIVEを活用した理由・経緯

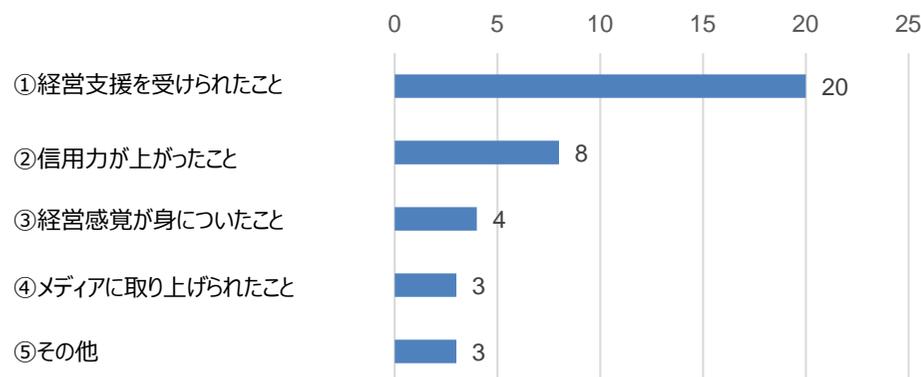


- 【①に関する主な意見】
- ・他の投資会社よりも長期的な視点で投資を考えているところがマッチし、国がバックアップしている機関から出資を受けることで農業関係者への説得材料になると思い、一種の「お墨付き」を得るために利用。
 - ・冷凍技術を持つ企業と共同で運営することになった中で信用力向上が期待されるファンドの活用を検討した。
- 【③に関する主な意見】
- ・地元の食材を使って飲食をやるうえで、飲食に関する知見を持っているというA-FIVEが最適なのではないかと思い利用。
 - ・A-FIVEの人脈も活用したいと考え、出資を受けるに至った。
- 【④に関する主な意見】
- ・融資のみで資金調達が困難だったため。
- 【⑤に関する意見】
- ・投資期間が他と比べて長いため。
 - ・依頼されたため。 ・当時の経緯不明。

出資先からの聞き取り状況②



3. ファンドを活用してよかった点



【①に関する主な意見】

- ・資金繰りがショートした際に、経費の見直し、販売・流通支援についても指導を受けることができた。
- ・A-FIVEにしっかりと精査してもらえたことで、経営計画が磨かれ、会社の経営管理面が改善した。
- ・食品企業の衛生管理と品質管理に支援してもらったのがありがたかった。

【②に関する主な意見】

- ・A-FIVEのロゴを使用して以後、新規採用者の募集に活用できたり、資金調達面では金融機関からの信用力も上がった。
- ・A-FIVEの信用を背景に、大手商業施設への出店が決まった。

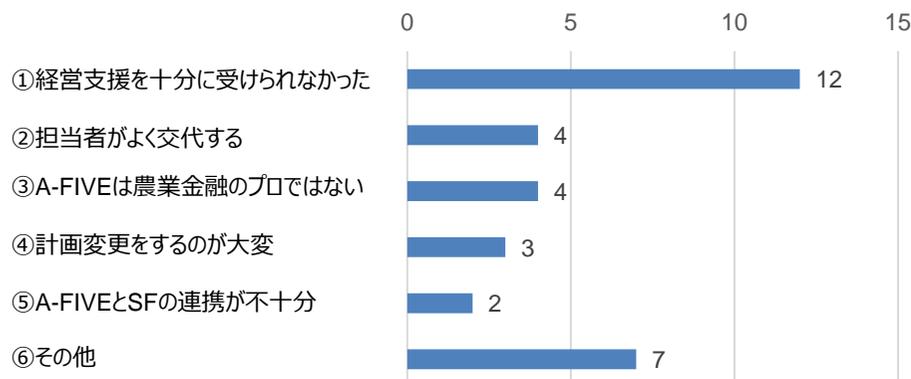
【③に関する主な意見】

- ・月次報告等の作業があったから今きちんと経営できているという面もある。2、3年目には慣れてきて負担ではなくなった。

【⑤に関する意見】

- ・資本力強化に繋がった。・出資金は用途限定がなく使いやすかった。
- ・民間出資者である養殖業者の意見が合わないことも多く、ファンドが半分出資して安定株主がいることは意思決定の際に有為。

4. ファンドを活用して悪かった点



【①に関する主な意見】

- ・A-FIVEから職員を派遣してもらったこともあるが、1度きりで継続性はなく、運営に影響を与えられるほどではなかった。
- ・販路に関する経営支援をもっと行って欲しかった。
- ・A-FIVEにはレストラン立ち上げ時のノウハウを教えて欲しかった。

【③に関する主な意見】

- ・パーツパーツでアドバイス出来ても総合的にアドバイスしてくれる人はいない。

【④に関する主な意見】

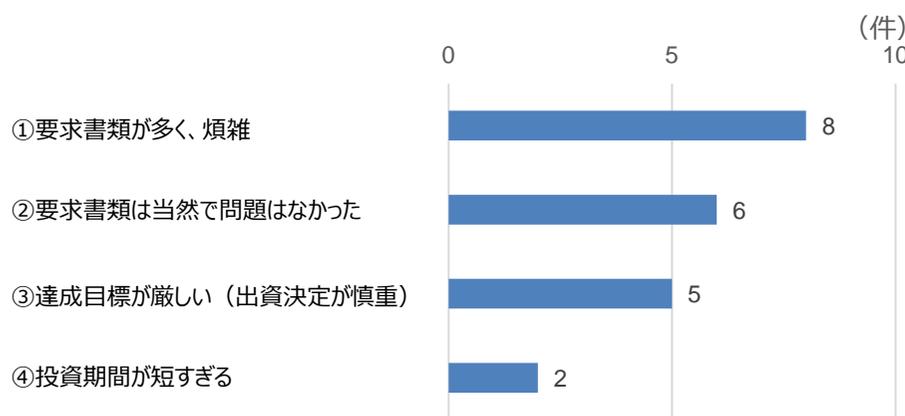
- ・新規の取引先との商売が駄目と言われるなど、計画を変更しようとする度にA-FIVEに伺いを立てて時間を浪費し、ビジネスチャンスを失うことがあった。

【⑤に関する主な意見】

- ・制度の仕組み上、親会社と出資先のメインバンクが異なった。
- ・期待したメディア効果が得られなかった。
- ・算定株価が高すぎるため早期EXITせざるを得なかった。

出資先からの聞き取り状況③

5. 出資手続に問題点はあったか



【①に関する主な意見】

- ・審査のための書類集めが大変。資料集めはもとより月次の会合の議事録作成など、無駄な時間、無駄なコストが多かった。
- ・計画を何度も銀行と作り変えるなど、補助金よりも手続が面倒な印象。

【②に関する主な意見】

- ・出資までのプロセスも他のファンドと同じで、問題はなかった。
- ・出資時の手続について、手がかかる面はあるが、出資を受ける以上当然。

【③に関する主な意見】

- ・定期報告等を通じてA-FIVEが計画通りに進んでいるか厳しく管理してくるため、当初の計画にとらわれ、変更などの対応ができない事業者もいたのではないか。
- ・「この計画で利益は出るのか」等執拗に確認してくる。飲食の知見があるA-FIVEだからこそ、慎重になりすぎているのでは。

【④に関する主な意見】

- ・原料生産段階から一貫して行うような6次化については、事業化まで時間がかかる。その点A-FIVEの投資期間は短すぎて非現実的

【参考】SFからの聞き取り状況④

○ 上記項目以外でSFから寄せられた意見

① 地銀の地域振興策として農業分野が加わった：4件

【主な意見】

- ・手薄だった農林漁業分野への融資に関わることができたため、農林漁業分野についての知見を広げる機会になり良い経験になった。
- ・A-FIVEのおかげで地銀の地域振興策として農業分野が加わったことは良かったのではないか。

② 畜産、水産については出資が取組やすい分野なのではないか：3件

【主な意見】

- ・農業の知見と言っても品目ごとにも様々で難しい。畜産や水産は取り組みやすい。
- ・ブランディングしやすい畜産や水産も上手いきやすいのではないか。