

令和元年度株式会社農林漁業成長産業化支援機構の業務の実績評価について

農 林 水 産 省

1 実績評価の根拠及び対象

(1) 評価の根拠

株式会社農林漁業成長産業化支援機構（以下「機構」という。）は、株式会社農林漁業成長産業化支援機構法（平成24年法律第83号。以下「法」という。）に基づき平成25年1月に設立された株式会社であり、令和元年度は第8期目となる。

機構の業務については、法第36条第1項の規定に基づき、機構の事業年度ごとの評価を行うこととされており、今回は、平成31年4月1日から令和2年3月31日までの期間（以下「評価期間」という。）に係る機構の業務実績を評価する。

(2) 評価の項目

業務の実績評価に当たっては、(i) 対象事業活動支援団体に対する支援決定、(ii) 支援対象事業活動支援団体による対象事業者への出資に対する同意の決定及び(iii) 対象事業者への支援決定並びに農業競争力強化支援法（平成29年法律第35号。以下「支援法」という。）に基づく(iv) 事業再編等支援団体に対する支援決定、(v) 支援対象事業再編等支援団体による認定事業再編等事業者への出資に対する同意の決定及び(vi) 認定事業再編等事業者への支援決定並びに食品等の流通の合理化及び取引の適正化に関する法律（平成30年法律第62号。以下「食品等流通法」という。）に基づく(vii) 食品等流通合理化事業支援団体に対する支援決定、(viii) 支援対象食品等流通合理化事業支援団体による認定事業者への出資に対する同意の決定及び(ix) 認定事業者への支援決定（以下、(i) ～ (ix)

を支援決定等と総称する。)のそれぞれについて、

① 支援決定等の実績

② 法第22条第1項の規定に基づき農林水産大臣が定める株式会社農林漁業成長産業化支援機構支援基準（平成24年12月11日農林水産省告示第2556号。以下「支援基準」という。）、支援法第28条第1項の規定に基づき農林水産大臣が定める株式会社農林漁業成長産業化支援機構事業再編等支援基準（平成29年8月1日農林水産省告示第1306号。以下「事業再編等支援基準」という。）又は食品等流通法第10条第1項の規定に基づき農林水産大臣が定める株式会社農林漁業成長産業化支援機構食品等流通合理化事業等支援基準（平成30年10月23日農林水産省告示第2336号。以下「食品等流通合理化事業等支援基準」という。）に係る支援決定等の適合性

を評価するとともに、

③ 農林水産大臣が認可した収入・支出予算の執行の適正性についても評価を行う。

また、官民ファンドが政策目的に沿って運営されるようにするためには官民ファンドの活動の評価・検証等を実施する必要があるとの観点から、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（平成25年9月27日官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議決定。以下「ガイドライン」という。）が策定されたことを踏まえ、

④ 機構の運営のガイドラインへの適合性についても併せて評価することとする。

2 個別の項目に対する実績評価

（１）支援決定等の実績

評価期間においては、機構による（i）、（iv）及び（vii）の支援決定等は行われなかったことから、令和元年度までに機構が行った対象事業活動支援団体、事業再編等支援団体及び食品等流通合理化事業支援団体への支援決定は、前評価期間末と同数の52件（複数の対象事業活動支援団体の設立を目的とした支援決定があるため、支援対象事業活動支援団

体の累計設立数は53（支援終了した団体を含む。))となっている。一方、機構は1つの支援対象事業活動支援団体に係る投資事業有限責任組合契約が令和元年度中に終了したため（このほか平成30年度までに累計で10件の投資事業有限責任組合が契約を終了）、評価期間末をもって団体数は42、当該42団体の支援決定額は総額で634.8億円（うち機構分317.4億円）となっている。

また、評価期間において、機構は支援対象事業活動支援団体による7件の対象事業者への出資に対して（ii）の同意決定を行うとともに、機構の直接出資に係る（iii）の支援決定を6件、（vi）の支援決定を3件、（ix）の支援決定を1件行った。この結果、出資決定件数は評価期間末までの累計で156件（うち機構直接出資24件）、出資決定額は181.9億円（うち機構分138.3億円）となった。

前評価期間と比較して、評価期間における支援決定数及び出資決定額はともに増加している。特に出資決定額については50.5億円（うち機構分48.5億円）となっており、設立以降、最大の額となった一方、評価期間における実投資額は22億円と、機構が平成31年4月に策定した投資計画で設定した110億円の年間目標は未達となった。

なお、評価期間においては、機構による支援対象事業再編等支援団体及び支援対象食品等流通合理化事業支援団体に対する（v）及び（viii）の支援決定等は行われなかった。

さらに、評価期間内における資本性劣後ローンの実績もなかった。

（2）支援決定等に係る支援基準、事業再編等支援基準及び食品等流通合理化事業等支援基準（以下、これらの支援基準を「支援基準等」と総称する）への適合性

① 対象事業活動支援団体、事業再編等支援団体又は食品等流通合理化事業支援団体に対する支援決定

評価期間においては、対象事業活動支援団体、事業再編等支援団体及び食品等流通合理化事業支援団体に対する支援の決定は行われなかった。

② 支援対象事業活動支援団体、支援対象事業再編等支援団体又は支援対象食品等流通合理化事業支援団体による対象事業者並びに認定事業再編等事業者又は認定事業者への出資に対する同意

評価期間においては、支援対象事業活動支援団体で7件の案件組成が行われており、その対象事業者については、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（平成22年法第67号。）に基づく総合化事業計画の認定を受ける必要があることに加え、間接出資については、支援基準の適合性を確保するために機構による同意の手続を経ることとしている。評価期間において機構が同意を行った案件は7件であり、いずれも支援基準に照らして適切に機構による同意が行われている。

また、評価期間において、支援対象事業活動支援団体の出資案件のうち11件について出資の回収があった。これらについては、農林漁業者の意向を踏まえつつ手続が進められる等、支援基準に照らして問題はなかった。

なお、評価期間において、支援対象事業再編等支援団体及び支援対象食品等流通合理化事業支援団体による事業再編等事業者及び認定事業者への出資は行われなかった。

③ 対象事業者、認定事業再編等事業者又は認定事業者（以下、これらの事業者を「事業者等」と総称する）への直接出資

評価期間においては、別添のとおり機構による対象事業者への直接出資が6件、認定事業再編等事業者への直接出資が3件、認定事業者への直接出資が1件行われた。認定事業再編等事業者については、支援法（平成29年法律第35号）に基づく事業再編計画又は事業参入計画の認定を受ける必要がある。（対象事業者については、②にあるとおり。）また、認定事業者については、食品等流通法に基づく食品等流通合理化計画の認定を受ける必要がある。評価期間において行われた対象事業者、認定事業再編等事業者及び認定事業者への支援決定はい

ずれも支援基準等に照らして適切に支援の決定を行ったものと認められる。

(3) 農林水産大臣が認可した収入・支出予算の執行の適正性

機構は、毎事業年度の開始前に、その事業年度の予算を農林水産大臣に提出して、その認可を受けなければならない（法第28条第1項）、また、毎事業年度終了後3月以内に、その事業年度の貸借対照表、損益計算書及び事業報告書を農林水産大臣に提出しなければならないとされている（法第30条）。よって、評価期間に係る収入・支出の適正性の評価は、農林水産大臣が認可した令和元年度予算（平成31年度予算）と評価期間における実際の収入・支出の主な項目とを対照することによって行うものとする。

① 収入

(出資金)

政府出資金の実績はないが、これは、評価期間における事業者等への出資の実行が、平成24年度、平成26年度及び平成28年度に機構に対して行われた出資（平成26年度及び平成28年度は民間出資のみ）による既存資金（319億円）をもって対応することが可能であったことによるものである。

(借入金)

借入金の実績はないが、これについても既存資金をもって対応することが可能であったことによるものである。

(事業収入)

収入予算額にはない事業収入が計上されているが、これは評価期間において、出資の回収が11件あったため株式の売却による収入があったことや、一部の対象事業者より配当を受けたことによるものである。

また、平成29年度末までに行った資本性劣後ローンの貸付に伴う金利収入があった。

(事業外収入)

余裕資金に係る普通預金利息収入のほか、流動性・安全性の高い公債等で運用したことによる利息収入等である。

主要な収入データ

科 目	収入予算額	収入決定済額
	円	円
(款) 借入金	0	0
(項) 借入金	0	0
(目) 政府借入金	0	0
(款) 事業収入	18,870,000	473,065,613
(項) 貸付金利息収入	18,870,000	16,311,779
(項) 投資事業組合収入	0	456,753,834
(款) 事業外収入	17,769,377	18,723,907
(項) 預金・有価証券利息収入	17,769,377	18,029,991
(項) その他	0	693,916
合 計	36,639,377	491,789,520

② 支出

(出資金)

評価期間における対象事業者への出資決定件数は17件、支出額としては23.3億円に留まった。

(貸付金)

評価期間における対象事業者への貸付実績は行われなかった。

(その他)

事業諸費、一般管理費の各項においては、予算の範囲内で執行された。

主要な支出データ

科 目	支出予算額	支出決定済額
	円	円
(項) 出資金	11,000,000,000	2,326,077,805
(目) 出資金	11,000,000,000	2,326,077,805
(項) 貸付金	1,500,000,000	0
(項) 事業諸費	158,857,992	85,078,333
(目) 事業諸費	27,427,660	8,219,221
(目) 調査費用	98,104,332	58,266,136
(目) 旅費	33,326,000	18,592,976
(項) 一般管理費	1,046,543,643	766,691,290
(目) 役職員給与	644,886,341	442,110,435
(目) 退職給付引当金繰入	20,079,400	12,802,527
(目) 諸謝金	16,276,400	14,039,842
(目) 事務費	364,429,502	297,727,798
(目) 交際費	872,000	10,688
合 計	13,705,401,635	3,177,847,428

個別の項目について予算額と収入決定済額又は支出決定済額との差異はあったものの、農林水産大臣から認可を受けた収入・支出予算額の範囲内で執行されていた。

一方、評価期間において、出資金、貸付金の支出決定済額は支出予算額を大きく下回ることとなった。

(4) 機構の運営のガイドラインへの適合性

評価期間における機構のガイドラインへの対応状況については、以下のとおりである。

① 運営全般（政策目的、民業補完等）

農林漁業成長産業化ファンドは、我が国農林漁業の成長産業化を実現するために設立されたファンドであるため、法令上の政策目的に沿って運営されているところである。

支援基準等においては、機構から支援対象事業活動支援団体、支援対象事業再編等支援団体及び支援対象食品等流通合理化事業等支援団体（以下「支援対象事業活動支援団体等」という。）への出資に関し、機構以外の者からの出資合計額を機構の出資額以上とするとともに、支援対象事業活動支援団体等が行う事業者等への出資を議決権ベースで原則総議決権の2分の1以下とすることが定められている。

評価期間においても、機構による出資がこの基準に従って行われた結果、間接出資に係る対象事業者への出資総額は機構による出資金の4倍以上であり、機構出資が民間資金の呼び水となったものと評価できる。

また、直接出資についても、支援基準等に従い、機構による出資は出資総額の2分の1以下としているところである。

② 投資の態勢（監視・牽制）

機構は、支援対象事業活動支援団体に対し、法第21条第1項第8号の規定に基づき必要な指導等を行うものとされていることを踏まえ、各支援対象事業活動支援団体において開催される経営支援委員会等において、GP（無限責任組合員）に対する意見聴取、定期的な財務諸表の提示請求等を行い、案件発掘段階・モニタリング段階それぞれにおいて牽制機能を働かせるとともに、支援対象事業活動支援団体の案件形成能力の向上に向けた具体的な指導を行った。

また、機構や支援対象事業活動支援団体等による事業者等に対する出資決定に関する監視・牽制機能については、監査役や農林漁業の専門的な知見等のある社外取締役が、投融資検討会における審査が適切に行われているかを監視し、必要に応じて意見を述べることとしている。

さらに、機構内に監査役を補助し内部監査等を行う監査室、投融資部門から独立してモニタリング業務等を行うモニタリング調査室を設置しており、内部牽制機能を発揮している。

なお、出資案件数の増加等を踏まえ、機構は、平成29年9月、新たにモニタリング検討会を設置し、投融資検討会との機能分化を図ることで、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している。機構においては、モニタリングについて、機構のみならず、支援対象事業活動支援団体等を含めた農林漁業成長産業化ファンド全体の収益性の確保等を図る観点から、業況判定・経営支援をより適切に行えるよう必要なモニタリングを適切に実施するとともに、関係者の負担軽減についても併せて行うことで、機構のモニタリング機能の更なる充実を図っていくことが重要である。

③ 投資方針及び投資決定の過程

ア 支援対象事業活動支援団体等に対する支援

評価期間において、新たな支援対象事業活動支援団体等への支援の決定は行われなかったが、機構は、これまでの支援対象事業活動支援団体に対する支援決定に当たって、支援基準との適合性を確認するとともに、農林漁業成長産業化委員会が定める基準に基づき、案件組成力、事業性審査力、経営支援実行力及び信用力を審査した。その上で農林漁業者その他の関係者の意見を聴き、さらに農林水産大臣の認可を経た上で決定を行うなど、適正な手続により業務を行った。

イ 事業者等に対する支援

機構は、事業者等に対する出資決定並びに支援対象事業活動支援

団体が対象事業者に対して出資決定を行う際の同意に当たって、支援基準や投融資業務規程等に基づき、適合性、事業性、公正性及び政策性を審査した。その上で、経営管理・地域政策や農林漁業の専門的な知見のある社外取締役を委員とする農林漁業成長産業化委員会に報告し、その意見を踏まえて同意を行うなど、適正な手続により業務を行った。

なお、支援対象事業活動支援団体が対象事業者に対して出資決定を行うに当たっては、支援対象事業活動支援団体の主体的な取組を確保する観点から、原則として、機構は、その同意決定を行うに際し、政策性について審査を行うこととし、その他の事項については、支援対象事業活動支援団体が主体的にこれを行う運用としている。

④ 投資実績の評価及び開示

ア モニタリング方針

機構は、支援対象事業活動支援団体の組合員として、経営支援委員会等の場を通じて、月次、四半期ごと及び年度ごとに対象事業活動の進捗状況を把握した。事業者等のモニタリングについては、決算書等の財務指標による定量的な業況判定基準により、業況把握・分析を行い、その結果をモニタリング検討会、農林漁業成長産業化委員会に報告した。また、事業者等への経営支援について、当該モニタリング結果も踏まえ実施した。なお、支援対象事業活動支援団体のモニタリングについても、定期的（年2回）に行っており、事業者等と同様に、投融資検討会、農林漁業成長産業化委員会に報告した。

なお、評価期間において、新たにモニタリング対象となる支援対象活動支援団体等は設立されなかった。

イ モニタリングや評価の基本となるべき開示情報の数値化

機構は、支援対象事業活動支援団体及び事業者等のモニタリングを行う際に必要となる事後検証可能な指標（KPI）について、政策目的、支援基準等を踏まえて数値化・公表しており、官民ファンド

の活用推進に関する関係閣僚会議幹事会で、進捗状況について公表した（令和元年10月）。

⑤ ポートフォリオマネジメント、民間出資者の役割

機構は、元本を確保できる投資採算の基準を設定し、各支援対象事業活動支援団体に対してこの確保を要請している。

ポートフォリオマネジメントについては、投融資検討会での議論を経て農林漁業成長産業化委員会に報告を行った（平成31年3月、令和元年10月）。機構は、これまでに支援を決定した事業者等に対して、事業計画どおり進んでいない案件もあることから、これら出資先事業者等に対する様々な経営支援が重要となる中で、組織体制を変更し、対応することとしている。

また、民間出資者においては、出向職員を派遣する等、機構の円滑な運営に貢献している一方で、農林漁業成長産業化委員会における支援対象事業活動支援団体等に対する支援決定に当たっては、支援対象事業活動支援団体等と特別の利害関係を有する委員の議決を禁止する等、利益相反防止措置が適切に図られている。

⑥ 監督官庁及び出資者たる国と各ファンドとの関係

ア 国民への説明責任

評価期間において、新たな支援対象事業活動支援団体等への支援の決定は行われなかったが、これまでに機構が支援決定を行った支援対象事業活動支援団体については、支援決定前及び支援決定後において、機構のホームページで民間出資者、出資金額等を公表した。

また、支援対象事業活動支援団体による支援の対象となった事業者等については、機構の同意又は支援決定後において、機構のホームページで支援対象事業活動支援団体、出資金額等を公表した。

イ 監督官庁及び出資者たる国との関係

機構は、投資内容について、監督官庁及び出資者たる国に適時適

切に報告を行った。

評価期間においてはおおむねガイドラインに沿った運営がなされていた。今後とも、ガイドラインに沿った適切な事業運営を実現するためには、農林漁業成長産業化ファンド全体として、これまで以上に効率的かつ効果的な業務を行うことが不可欠である。

また、出資案件が増加する中で、出資案件に対するモニタリングの適切な実施を確保することも必要である。

3 その他の取組

評価期間においては、機構の収支改善等を図るため、出資拡大や管理経費の削減の取組が進められたほか、経営体制の見直し等の検討が行われた。今後とも、出資先の企業価値の向上に向けて引き続き適切な対応を行っていくことが必要である。

(1) 支援対象事業活動支援団体との連携の強化

機構内の出資案件の審査担当部署と出資決定後のモニタリング等実施部署が異なり、意思疎通が図りづらいとの支援対象事業活動支援団体の意見も踏まえ、令和元年6月に機構の組織を見直し、両部署を統合した。

また、案件組成審査を支援対象事業活動支援団体へ一部委任することについて、これまでも個別に支援対象事業活動支援団体に対してその趣旨の説明等を行ってきたが、令和3年度以降は新たな出資の決定は行わないという制約の中で、今後も機構と支援対象事業活動支援団体との間の認識の一致をより図っていくため、個別の案件組成の都度、一部委任に関して、支援対象事業活動支援団体に説明等を行うとともに、意見聴取等のフォローアップを実施することとしている。

(2) 関係者に対するモニタリングの負担軽減

モニタリングの在り方について、その実効性を確保しつつ、関係者が最小限の負担で可能となるよう検討していたところ、別の資料で代替しても支障が起こる蓋然性は低いと判断される銀行通帳の写しの徴求頻度を毎月から年1回決算月に変更した。

機構においては、今後もモニタリングの在り方について、随時見直しを行っていくこととしている。

4 総括評価

(1) 令和元年度業務実績の総括評価

上述のとおり、評価期間において機構の運営は支援基準、ガイドライン等に従い、適正に行われたものと認められる。

出資件数については、評価期間において7件の支援対象事業活動支援団体から対象事業者への出資決定、また機構による直接出資として10件の支援決定が行われ、評価期間における出資決定額は合計で50.5億円（うち機構分48.5億円）となった。

この結果、出資決定額の評価期間までの累計は181.9億円（うち機構分138.3億円）となっている。

一方、機構の評価期間の経常損失は12.1億円、当期純損失は12.2億円となり、その結果、累積損失は104.5億円となっている。

(2) 今後のA-FIVEの在り方について

機構は新経済・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）に基づき、平成31年4月17日に投資計画の策定・公表を行った。本計画において、令和元年度で110億円の投資実行を計画しているが、令和元年12月20日時点で実出資額は約16億円となった。（令和元年度の実出資額は約22億円。）

農林水産省は機構の抜本的な見直しを含めた各種の検討を行ってきた結果、年度末の投資目標である110億円の達成は極めて難しい状況であり、今後、当該計画通りに累積損失を解消し、収益を確保することは困

難と判断した。

このため、令和２年度の産投出資に係る予算要求を取り下げるとともに、機構に対し令和３年度以降は新しく出資決定を行わない方向で、平成31年４月17日公表の投資計画の見直しを行うよう指示した。（機構は令和２年５月29日に損失を最小化するための改善計画を公表している。）

農林水産省としては機構が改善計画に即した業務運営を適切に実施していくことを求めたい。

なお、農林水産省は機構がこのような事態に至った原因を検証するため、食料産業局長が招集する有識者による「A－F I V Eの検証に係る検討会」を設置し、機構が農林漁業者のニーズに応えるものであったか、また、組織の在り方が適切であったのか等について、検証を行っている。（当検討会結果は令和２年７月31日に公表している。）

(参考) 基本情報 (令和2年3月末現在)

1. 主要な営業所

本社：東京都千代田区麹町二丁目1番地

2. 出資金

総額319.02億円

〔国：300億円
民間企業：19.02億円〕

3. 会社の株式に関する事項

(1) 発行可能株式総数：4,000,000株

(2) 発行済株式の総数：638,040株

(3) 株主数：12

株 主 名	(株)農林漁業成長産業化支援機構への出資状況		
	持 株 数	出資比率	出 資 額
財務大臣	600,000株	94.04%	300億円
カゴメ株式会社	6,000株	0.94%	3億円
農林中央金庫	6,000株	0.94%	3億円
ハウス食品グループ本社株式会社	6,000株	0.94%	3億円
味の素株式会社	4,000株	0.63%	2億円
キッコーマン株式会社	4,000株	0.63%	2億円
キューピー株式会社	4,000株	0.63%	2億円
株式会社商工組合中央金庫	2,000株	0.31%	1億円
日清製粉株式会社	2,000株	0.31%	1億円
野村ホールディングス株式会社	2,000株	0.31%	1億円
明治安田生命保険相互会社	2,000株	0.31%	1億円
トヨタ自動車株式会社	40株	0.01%	0.02億円

4. 従業員の状況 (出向者を含み、契約社員を除く。)

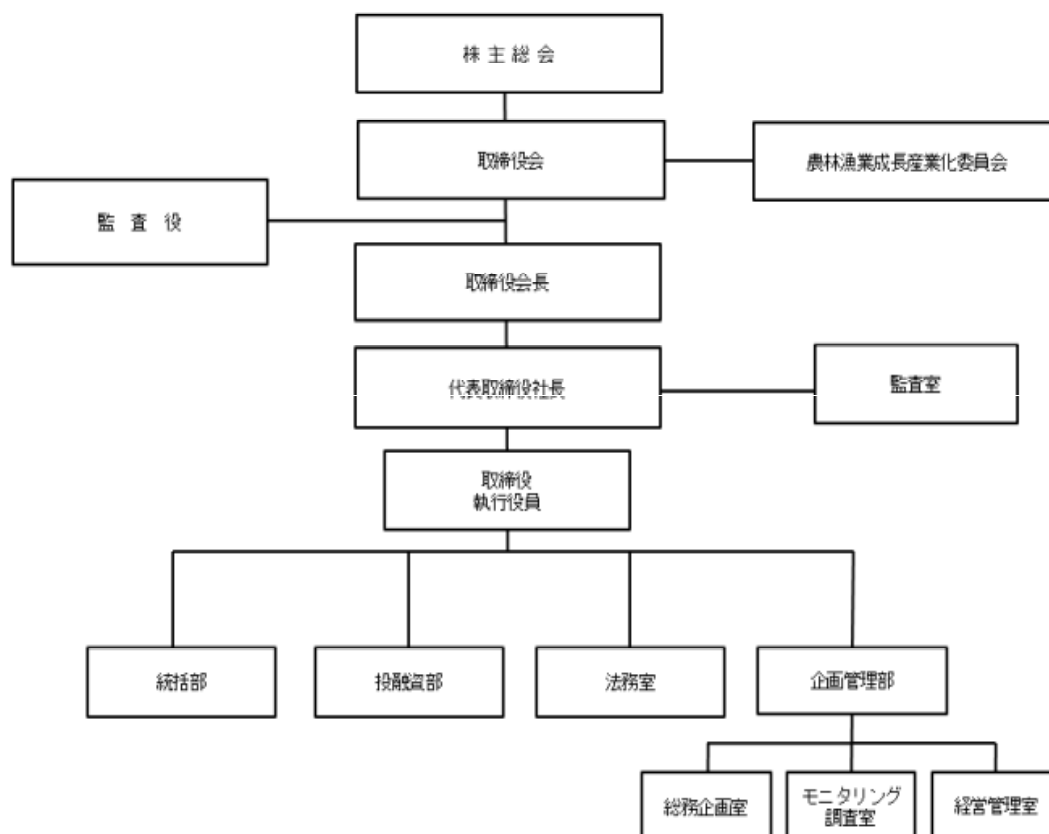
従業員数	前期末比増減	平均年齢	平均勤続年数
28名	▲8名	46.7歳	3.0年

5. 役員

会社における地位	氏 名	重要な兼職の状況
◎取締役会長(非常勤)	堀 紘一	株式会社ドリームインキュベータ 代表取締役会長
○代表取締役社長	光増 安弘	
取締役専務	古我 繁明	(令和元年6月25日退任)
取締役専務	高橋 孝雄	
※取 締 役(社外)	鳥巢 研二	一般社団法人エクセレントローカル 代表理事
※取 締 役(社外)	増田 寛也	株式会社野村総合研究所 顧問 東京大学公共政策大学院 客員教授 (令和元年12月31日退任)
※取 締 役(社外)	三木 克也	キッコーマン株式会社事業戦略部長 キッコーマンバイオケミファ株式会社 取締役
※取 締 役(社外)	三輪 泰史	株式会社日本総合研究所創発戦略 センター エクスパート(農学) 内閣府「戦略的イノベーション創造プログラム(SIP)次世代農林水産業創造技術」 サブプログラムディレクター 農林水産省 「食料・農業・農村政策審議会」 委員
監 査 役(社外)	篠原 修	GSデザイン会議 代表 東京大学 名誉教授 政策研究大学院大学 名誉教授 エンジニア・アーキテクト協会会長

注) ◎は農林漁業成長産業化委員長、○は同委員長代理、※は同委員を示す。

6. 組織図



7. 財務諸表

(1) 貸借対照表

(令和2年3月31日現在)

(単位：千円)

科 目	金 額	科 目	金 額
(資産の部)		(負債の部)	
流 動 資 産	19,615,787	流 動 負 債	130,674
現金及び預金	11,405,652	リ ー ス 債 務	2,788
営業投資有価証券	7,442,978	未 払 金	15,575
営業貸付金	1,397,100	未 払 費 用	2,806
前 払 費 用	9,992	未 払 法 人 税 等	93,327
未 収 入 金	7,867	賞 与 引 当 金	9,010
そ の 他	12,399	役員賞与引当金	1,497
貸 倒 引 当 金	△660,204	そ の 他	5,668
固 定 資 産	2,158,876	固 定 負 債	87,197
有 形 固 定 資 産	0	リ ー ス 債 務	7,240
建 物	4,373	退職給付引当金	22,935
工具、器具及び備品	2,613	役員退職慰労引当金	8,607
リ ー ス 資 産	3,113	繰 延 税 金 負 債	48,415
減価償却累計額	△10,099		
無 形 固 定 資 産	0	負債合計	217,872
商 標 権	0	(純資産の部)	
ソ フ ト ウ ェ ア	0	株 主 資 本	21,447,089
投資その他の資産	2,158,876	資 本 金	17,551,000
投資有価証券	2,113,700	資 本 剰 余 金	14,351,000
敷金及び保証金	45,176	資 本 準 備 金	14,351,000
		利 益 剰 余 金	△10,454,910
		その他利益剰余金	△10,454,910
		繰越利益剰余金	△10,454,910
		評価・換算差額等	109,701
		その他有価証券評価差額金	109,701
		純 資 産 合 計	21,556,791
資 産 合 計	21,774,664	負債・純資産合計	21,774,664

(記載金額は、表示単位未満の端数を切り捨てて表示している。)

(2) 損益計算書

(自 平成31年4月1日
 至 令和2年3月31日)

(単位：千円)

科 目	金 額	
売 上 高		473,065
売 上 原 価		814,915
売 上 総 損 失		341,849
販 売 費 及 び 一 般 管 理 費		886,583
営 業 損 失		1,228,432
営 業 外 収 益		
受 取 利 息	127	
有 価 証 券 利 息	17,902	
雑 収 入	693	18,723
営 業 外 費 用		
株 式 交 付 費	37	37
経 常 損 失		1,209,746
特 別 損 失		
減 損 損 失	5,267	
固 定 資 産 除 却 損	0	5,267
税 引 前 当 期 純 損 失		1,215,014
法 人 税、住 民 税 及 び 事 業 税		1,210
当 期 純 損 失		1,216,224

(記載金額は、表示単位未満の端数を切り捨てて表示している。)

(3) 株主資本等変動計算書

(自 平成31年4月1日
至 令和2年3月31日)

(単位：千円)

	株 主 資 本				評価・換算差額等	純資産合計
	資 本 金	資 本 剰 余 金	利 益 剰 余 金	株主資本 合 計	その他有価証券評 価差額金	
		資 本 準 備 金	その他利益 剰 余 金			
			繰越利益 剰 余 金			
当期首残高	17,551,000	14,351,000	△9,238,685	22,663,314		22,663,314
当期変動額						
当期純損失			△1,216,224	△1,216,224		△1,216,224
株主資本以外 の項目の当期変 動額（純額）					109,701	109,701
当期変動額合計	-	-	△1,216,224	△1,216,224	109,701	△1,106,522
当期末残高	17,551,000	14,351,000	△10,454,910	21,447,089	109,701	21,556,791

（記載金額は、表示単位未満の端数を切り捨てて表示している。）

令和元年度における出資決定案件(6次産業化)

事業者名	サブファンド (SF)の 主な出資者 等	SF等による 出資決定額 (単位:百万円)	事業内容	出資同意 決定日
(株)日本農業 (東京都品川区)	A-FIVE	A-FIVE 201.6 出資総額 447.3	● りんごの生産・選果・輸出 事業	R1.5.20
(株)キラリフーズ (広島県安芸高田市)	広島銀行	SF 20(10)※ 出資総額 40	● もち麦などの生産を行い販 売する事業	R1.6.10
(株)ファーマーズトラスト (埼玉県深谷市)	東和銀行	SF 30(15)※ 出資総額 60	● ネギの生産・一次加工・包 装・販売	R1.7.11
(株)ALL FARM (東京都渋谷区)	千葉銀行	SF 100(50)※ 出資総額 105	● 自ら生産した野菜を活用し た飲食店の展開	R1.9.10
(株)シルクルネッサンス (沖縄県名護市)	琉球銀行	SF 30(15)※ 出資総額 46	● 蚕の抽出液を利用したタンパ ク質の製造・販売	R1.9.10
アクアイグニス多気(株) (東京都中央区)	A-FIVE	A-FIVE 5 出資総額 51	● 複合施設での観光農園、産直 市場等の運営	R1.9.27
(同)三重故郷創生プロジェクト (東京都千代田区):支援事業者	A-FIVE	A-FIVE 2,000 出資総額 3,240	● 複合施設を設立し、地域食材 を活用した飲食店等に出店の 場を提供	R1.9.27
(株)志賀郷杜栄 (京都府綾部市)	京都銀行	SF 25(12.5)※ 出資総額 70	● 森林整備事業および製材加 工・販売事業	R1.12.2
(株)大平きのご研究所 (新潟県南魚沼市)	A-FIVE	A-FIVE 490.2 出資総額 502.2	● 黒舞茸の生産、加工、販売事 業	R2.1.10
Farm plus(株) (千葉県旭市)	千葉銀行	SF 50(25)※ 出資総額 100	● 豚肉を活用した食肉加工品の 製造・販売	R2.2.10
北海道自由ワイン(株) (北海道夕張郡長沼町)	A-FIVE	A-FIVE 150 出資総額 320	● 山ぶどう系ワインや、蒸留酒 (ベルモット・ブランデー等)の製 造・販売	R2.3.2
デザミス(株) (東京都江東区):支援事業者	A-FIVE	A-FIVE 500 出資総額 1,577	● IOTシステムを活用した牛個体 の健康管理の高度化による農 業生産物の付加価値向上	R2.3.16
(株)セツロテック (徳島県徳島市)	阿波銀行	SF 150.7(75.4)※ 出資総額 671.2	● 徳島大学発の受精卵ゲノム 編集技術を活用して、ゲノム 編集マウス等を製造・販売	R2.3.30

※:()内はA-FIVE出資相当分

令和元年度における出資決定案件(事業再編・参入)

事業者名	主な出資者	出資決定額 (単位:百万円)	事業内容	出資同意 決定日
(株)坂ノ途中 (京都府京都市)	A-FIVE	A-FIVE250 出資総額851.4	● 新規就農者が栽培する 有機野菜を主とした流通・ 販売等 (事業再編)	R1.5.7
オイシックス・ラ・大地(株) (東京都品川区)	A-FIVE	A-FIVE500 出資総額23,718	● 安全性に配慮した食品・ 食材の宅配事業 (事業再編)	R1.6.27
(株)WithGreen (東京都中央区)	A-FIVE	A-FIVE99.6 出資総額262.4	● 国産農産物を使用したサ ラダ専門店の展開 (事業再編)	R1.11.25

令和元年度における出資決定案件（食品等流通合理化）

事業者名	主な出資者	出資決定額 (単位:百万円)	事業内容	出資同意 決定日
(株)いずみホールディングス (北海道札幌市)	A-FIVE	A-FIVE 449.9 出資総額 500.0	● 一次産品(水産・畜産・農産物)の流通事業ならびに流通取引における決済事業、取引関係者の業務効率化を推進するプラットフォーム事業	R2.3.26

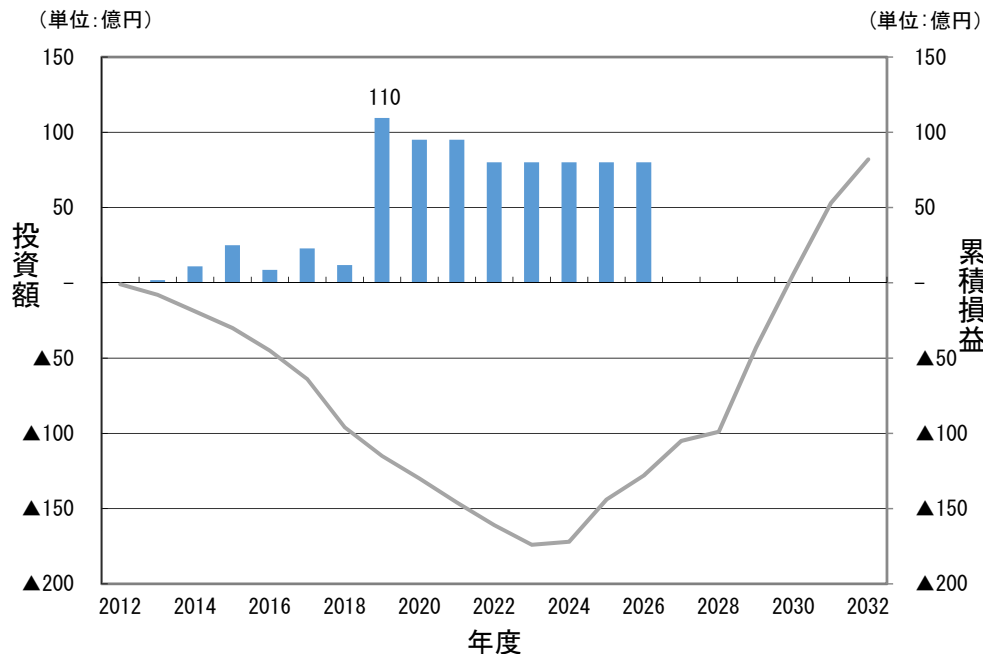
農林漁業成長産業化ファンドの出資決定件数は17件である。

改革工程表2018を踏まえた投資計画

(株) 農林漁業成長産業化支援機構

- 本計画は、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)において、「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会及び財政制度等審議会財政投融资分科会における指摘を踏まえ、各官民ファンド及び監督官庁が累積損失解消のための数値目標・計画を策定し、2019年4月までに公表」することとされたことを踏まえ、策定・公表するものです。
- なお、同工程表においては、本計画をフォローアップし、本計画と実績との乖離が認められる場合には、2019年度央並びに2020年及び2021年の5月までに改善目標・計画を策定・公表することとされています。

<改革工程表2018を踏まえた投資計画>



(単位: 億円)

	総投資額	投資の終期	投資回収の始期	経費総額	累積損益
投資計画	780	2026年度	2015年度	274	82

(参考)

事業期間: 株式会社農林漁業成長産業化支援機構法に基づく設置期限(20年間(2012年度~2032年度))。

IRR: 5.3%(本計画の実行における値)

<主務省・機関におけるフォローアップの考え方>

【2019年度央】

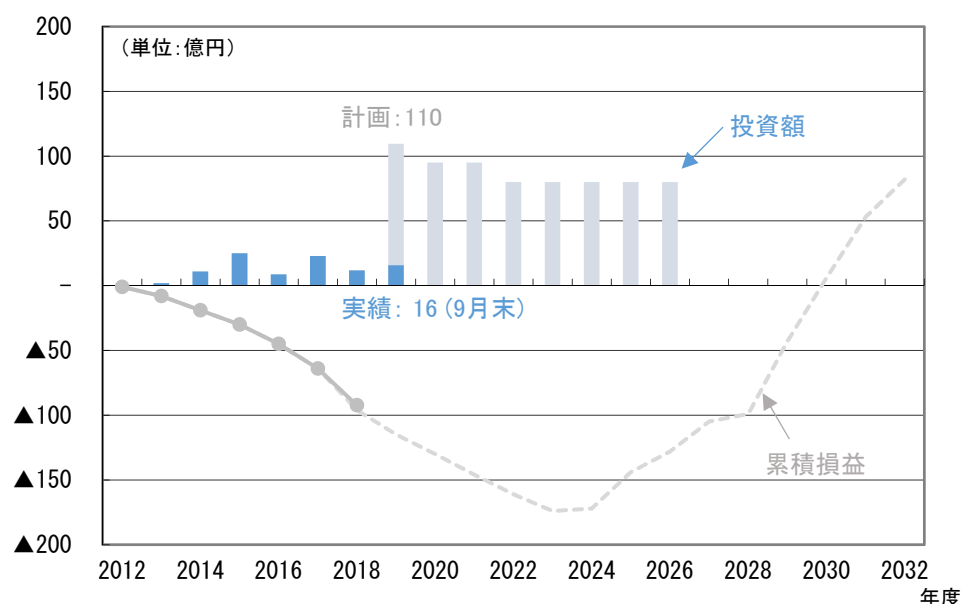
- 2019年9月末時点において、年度投資計画額の30%(33億円)にあたる投資実行の達成。

【2019年度末】

- 2019年度投資計画額の投資実行の達成。

- 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)において、「各官民ファンド及び監督官庁が累積損失解消のための数値目標・計画を策定し、2019年4月までに公表」することとされたことを踏まえ、本年4月に投資計画を策定・公表しました。
- また、同工程表においては、投資計画と実績の乖離が認められる場合には、改善計画を2019年度末までに策定・公表することとされているところ、本資料では、9月末時点の実績に基づき、上記の投資計画の進捗状況をフォローアップしました。

<改革工程表2018を踏まえた投資計画と進捗状況>



(単位:億円)

	2019.3末	2019.9末		2020.3末
	実績	計画	実績	計画
投資額	12	33 (年度計画額の30%程度)	16	110
累積損益	▲92	-	-	▲115

(参考)

事業期間:株式会社農林漁業成長産業化支援機構法に基づく設置期限(20年間(2012年度~2032年度))。投資の終期は2026年度。

IRR:5.3%(2019年4月に策定・公表した投資計画の実行における値)

<2019年9月末時点の進捗状況>

- 2019年度上半期の投資額は、目標33億円に対して16億円。



<本年度末に向けた取り組み>

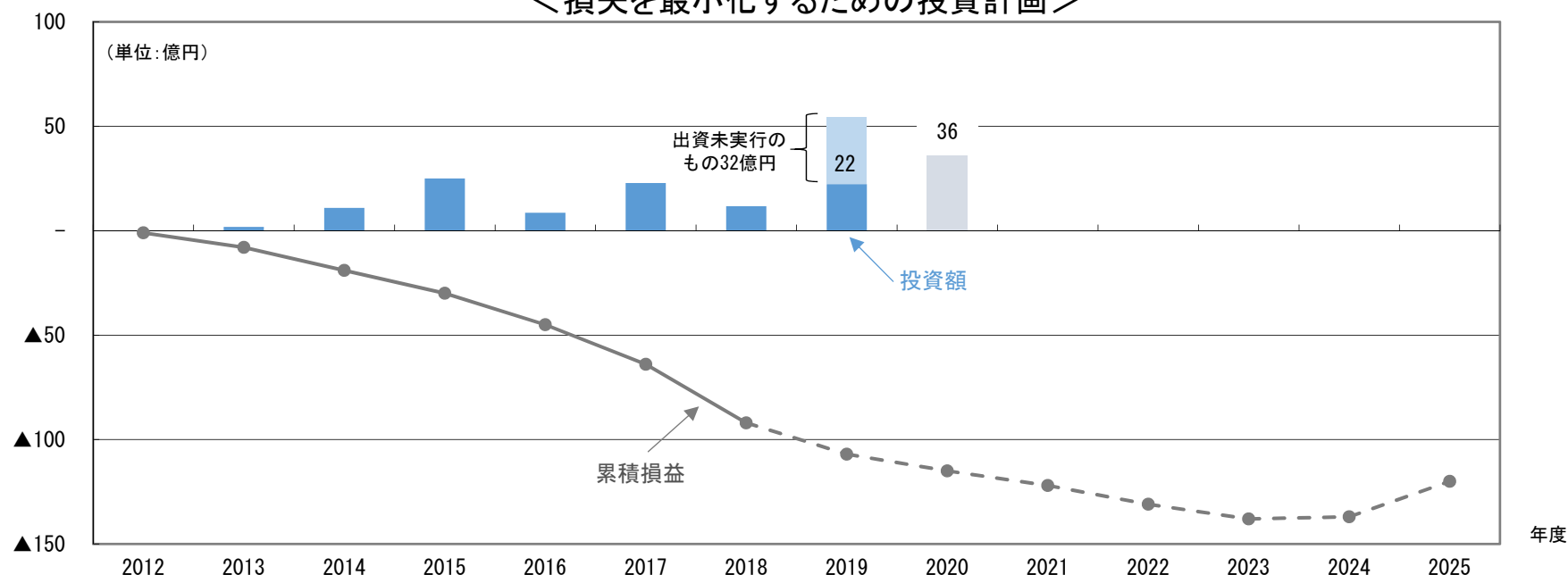
- A-FIVEは、経費の削減に努めつつ、投資拡大に努力する。
- 農林水産省は、今後のA-FIVEの在り方について、抜本的な見直しを含め検討を行い、令和2年度予算の編成プロセスの中で結論を出す。

投資計画の進捗状況(2019年度末)(損失を最小化するための改善計画)

(株)農林漁業成長産業化支援機構

- 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)において、「各官民ファンド及び監督官庁が累積損失解消のための数値目標・計画を策定し、2019年4月までに公表」することとされたことを踏まえ、昨年4月に投資計画を策定・公表し、同年11月には、その計画の進捗状況を検証しました。
- その結果、2019年12月20日、監督官庁である農林水産省において、A-FIVEについては、2021年度(令和3年度)以降は新たな出資の決定を行わず、可能な限り速やかに解散するとの方針が示されました。その上で、農林水産省より損失を最小化するため投資計画の見直しを行うように指示を受けたことから、これに従って作成したものです。
- 本計画は①昨年末段階で出資の検討が相当進んでいて、一方的な打ち切りが不適当な案件であって、政策性及び収益性が高いものについて、農林漁業成長産業化委員会において、令和2年度中に出資決定を行い、②回収業務を令和7年度までを目途に行うものとして策定しておりますが、投資回収については更なる早期化に努めます。

<損失を最小化するための投資計画>



<2019年度末時点の投資状況と抜本的見直しについて>

- 2019年度の出資実行額は22億円(このほか支援決定済みのものが32億円ある。)

※昨年4月に策定・公表した年度投資計画額(110億円)に対して▲88億円

- 今後投資回収の最大化、不断の経費見直し(209億円→128億円(見直し後))を行い、令和7年度末の累積損失は、120億円となる見込み。

A-FIVE の検証に係る検討会検証報告の概要

令和 2 年 7 月 31 日
農林水産省食料産業局

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 E X I T 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。

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として設立された。

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103億年に留まっている等、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 IRR 7%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、短期間での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を可能とするため、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はなく、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、全体で見て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続けることは、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、お互いに補完し合い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

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ったものの、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、一定の限界があっ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っ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ったと考えられる。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っ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、一定の効果があっ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ったこと、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㈱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つたと考えられるが、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数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 が高すぎることで、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ことが考えられる。

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、それをはるかに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 次事業者との合併事業体を設立して 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

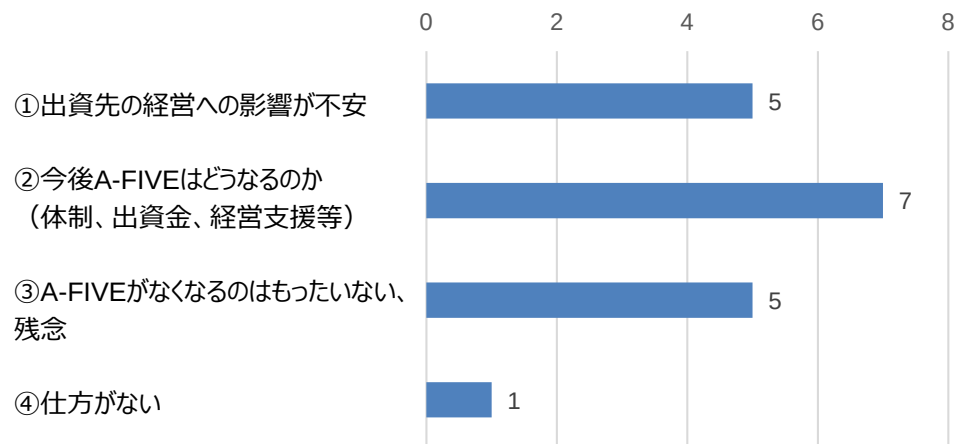
4 調査方法

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。

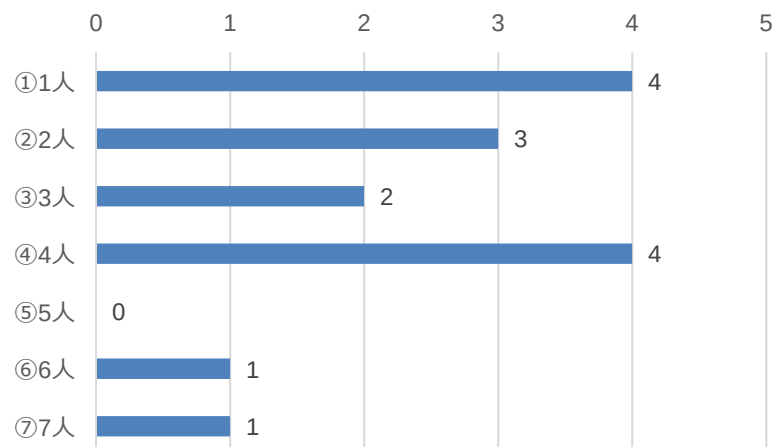
【②に関する主な意見】

- ・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。

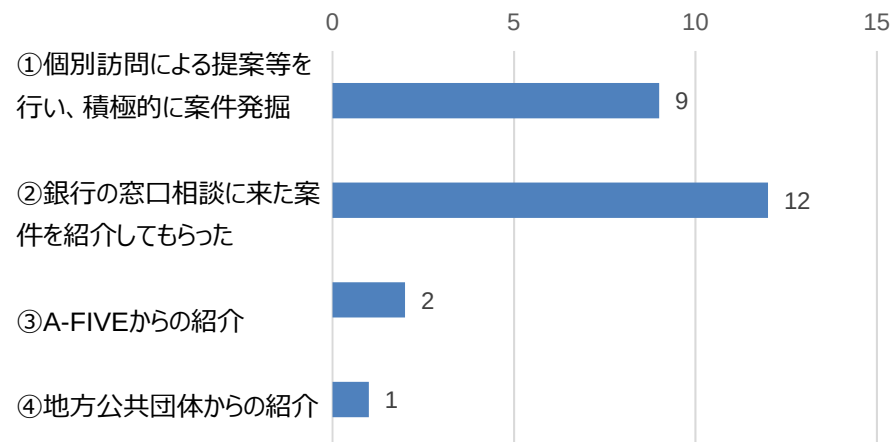
【③に関する主な意見】

- ・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



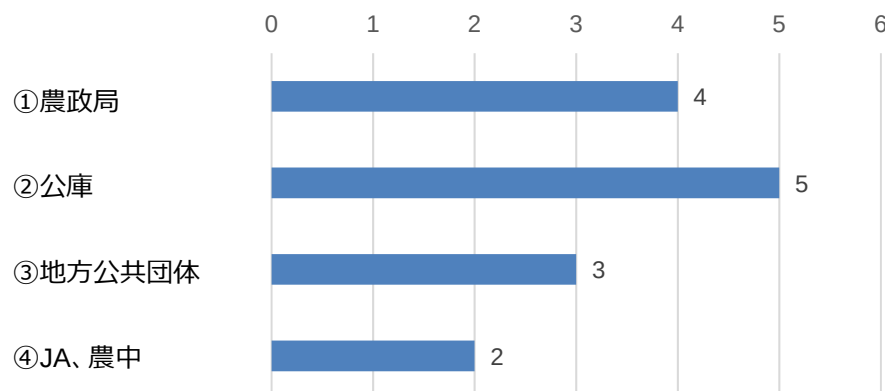
3. 案件発掘の方法



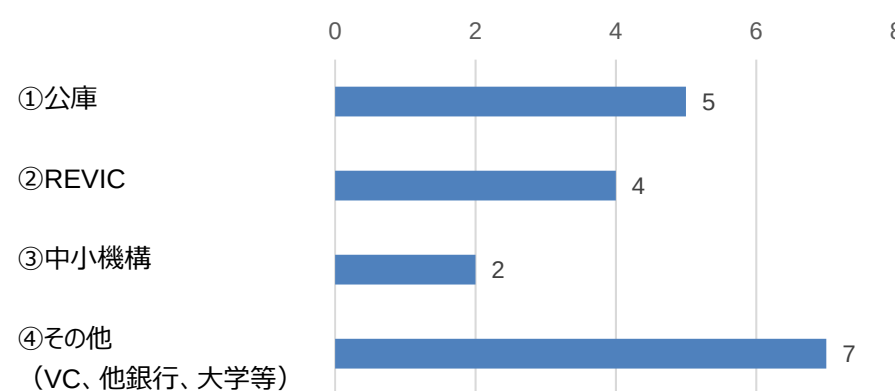
SFからの聞き取り状況②



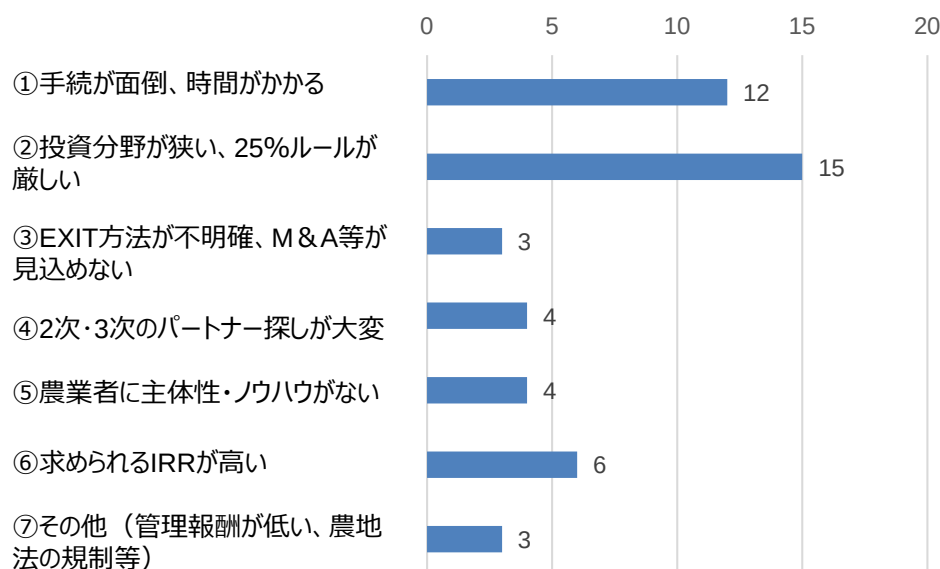
4. 農政局や公庫等の連携状況（連携先）



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のと、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か難しかった。
- ・6次化では間口が狭く、使い勝手に問題。

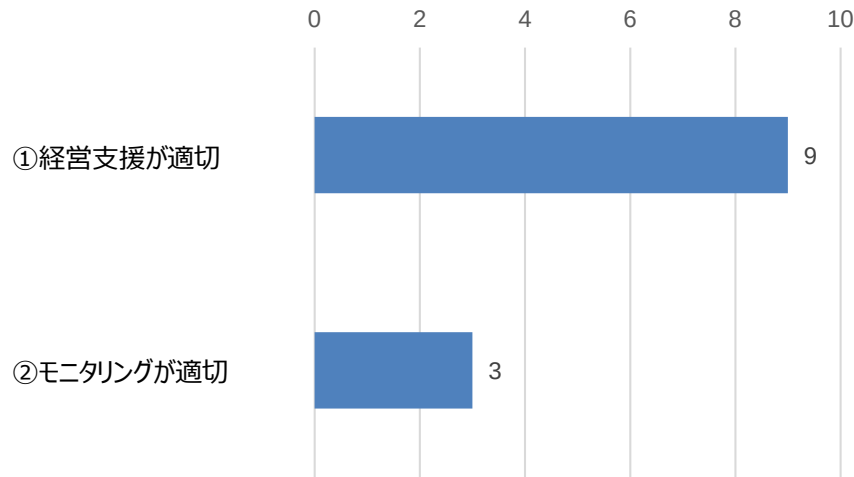
【⑥に関する主な意見】

- ・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）



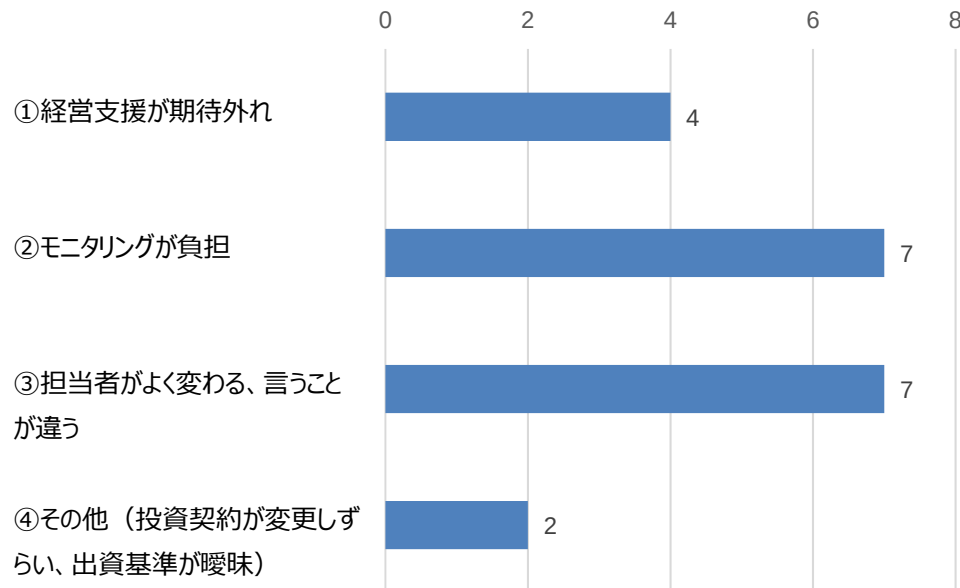
【①に関する主な意見】

- ・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思うが、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と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。

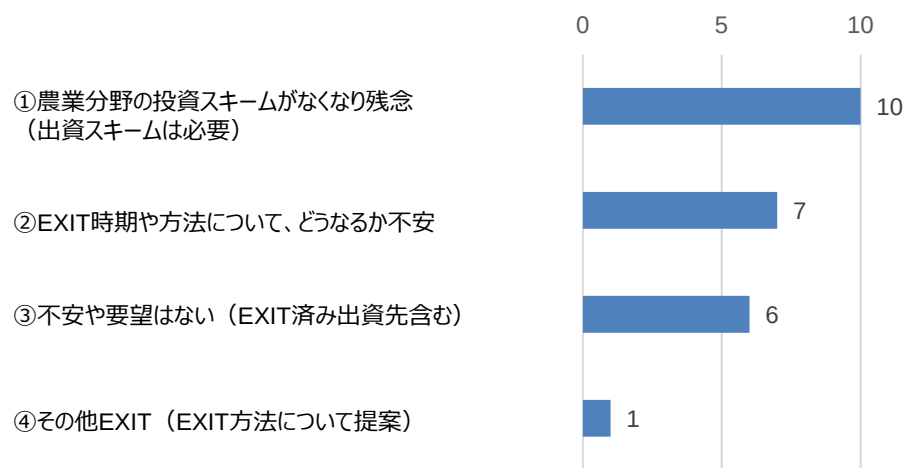
【③に関する主な意見】

- ・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



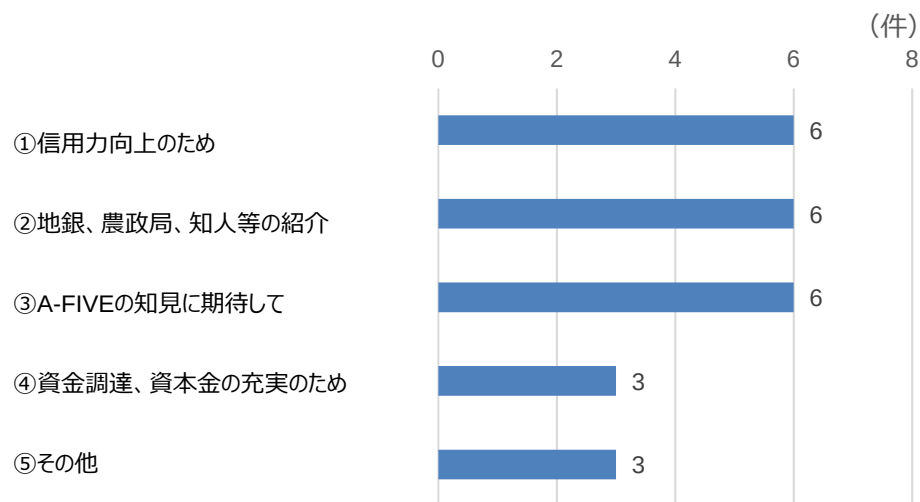
1. A-FIVEの見直し方針を受けて不安や要望はあるか



- 【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。

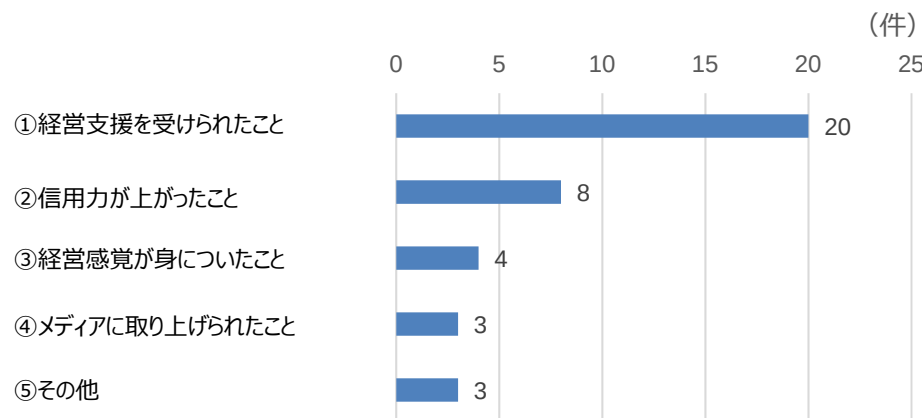
- 【④に関する主な意見】
- ・融資のみで資金調達が困難だったため。

- 【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を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。

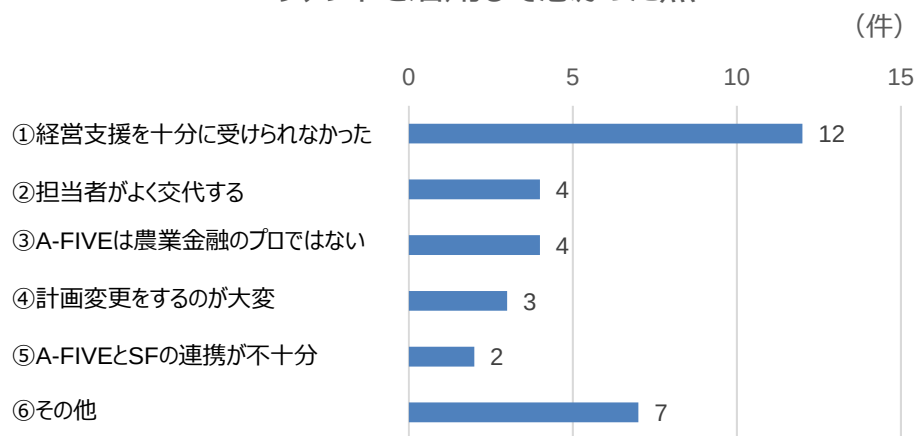
【③に関する主な意見】

- ・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。・出資金は使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】

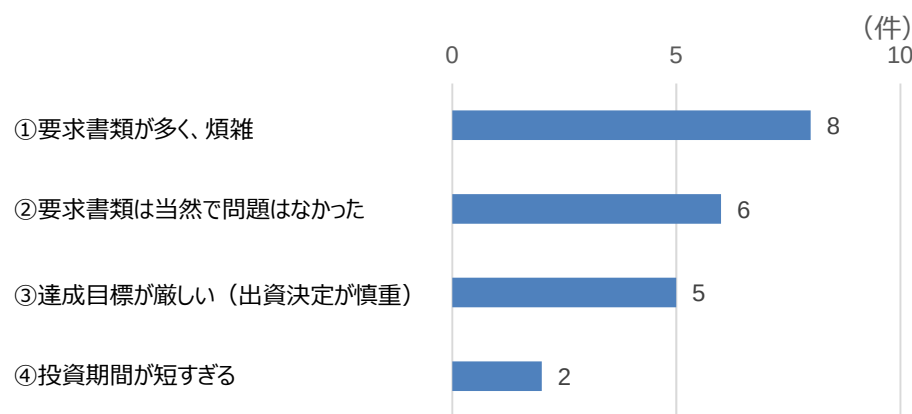
- ・新規の取引先との商売が駄目と言われるなど、計画を変更しようとする度にA-FIVEに伺いを立てて時間を浪費し、ビジネスチャンスを失うことがあった。

【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と。
- ・「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と。

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と。

官民ファンドの運営に係るガイドライン

平成 25 年 9 月 27 日
官民ファンドの活用推進に関する
関係閣僚会議決定
平成 26 年 6 月 27 日
一部改正
平成 26 年 12 月 22 日
一部改正
平成 27 年 7 月 31 日
一部改正
平成 27 年 12 月 18 日
一部改正
令和元年 11 月 29 日
一部改正

日本経済を停滞から再生へ、そして成長軌道へと定着させるため、成長戦略により、企業経営者の、そして国民一人ひとりの自信を回復し、「期待」を「行動」へと変えていき、澁んでいたヒト・モノ・カネを一気に動かしていく。大胆な新陳代謝や新たな起業を促し、研究開発を加速し、地域のリソースを活用し、農林水産業を成長産業にし、日本の産業と企業のグローバル化を促進し、社会資本整備等に民間の資金や知恵を導入する。これらの施策を推進するために、財政健全化、民業補完に配慮しつつ、官民ファンドが効果的に活用されることが期待されている。

官民ファンドが民間資金の呼び水として効果的に活用されるためには、①各々の政策目的に応じた投資案件の選定・採択が適切に行われていること、②投資実行後のモニタリングが適切に行われていること、③投資実績が透明性を持って情報開示されており、監督官庁及び出資者たる国及び民間出資者に適時適切に報告されていること、④成長戦略の観点から特に重視すべき、創業・ベンチャー案件への資金供給について特段の配慮がなされていること、⑤官民ファンドが民業圧迫になっておらず、効率的に運用されていること、等が重要である。

政府としては、関係行政機関が官民ファンドを設立して終わりにするのではなく、日本経済の成長のため、官民ファンドが政策目的に沿って運営されるよう、官民ファンドの活動を評価、検証し、所要の措置を講じていくことが必要である。

このような観点から、官民ファンドの運営上の課題について、世耕内閣官房副長官を座長として、関係府省と有識者からなる「官民ファンド総括アドバイザー委員会」を開催して検討を行い、同委員会として、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（以下「ガイドラ

イン」という。)をまとめた。今後、関係府省一体となって定期的に官民ファンドの運営状況等の検証を行うこととするため、今般、「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」(以下「閣僚会議」という。)を設け、ガイドラインを閣僚会議決定するとともに、閣僚会議の下に、関係府省と有識者からなる「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」(以下「幹事会」という。)を置き、これらをガイドラインに基づいて定期的な検証を行う場として位置づけることとする。

なお、閣僚会議及び幹事会での検証は、閣僚会議の構成員となる各府省の大臣が所管するもののうち主なもの(注1)を中心に行うこととするが、構成員以外の府省が所管のものも含め、他のファンドの検証へのガイドラインの活用についても継続的に検討していくこととする。

(注1) 検証を行う主たる官民ファンドは、(株)産業革新投資機構、(独)中小企業基盤整備機構、(株)地域経済活性化支援機構、(株)農林漁業成長産業化支援機構、(株)民間資金等活用事業推進機構、官民イノベーションプログラム、(株)海外需要開拓支援機構、耐震・環境不動産形成促進事業、(株)日本政策投資銀行における特定投資業務、(株)海外交通・都市開発事業支援機構、国立研究開発法人科学技術振興機構、(株)海外通信・放送・郵便事業支援機構、地域低炭素投資促進ファンド事業

1 運営全般(政策目的、民業補完等)

- ① 公的資金の活用であることに鑑み、法令上等の政策目的に沿って効率的に運営されているか。また、民業補完に徹するとともに、各ファンドの政策目的の差異、対象となる運用先の差異が適切に把握されているか。
- ② 政策的観点からのリスク性資金であるが、国の資金であることにも十分配慮された運用が行われているか。
- ③ 法令上等の政策目的に沿ってベンチャー企業支援や地域経済を支える地元企業(地域での起業を含む)支援等のために必要十分な資金供給等がなされているか。また、そのために必要な組織構成(投資態勢、窓口体制、人材育成機能等)となっているか。
- ④ 各ファンドと民間のリスクマネー供給(民間のプライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルファンドや銀行のメザニン等)との関係・役割分担等は適切に理解されているか。
- ⑤ ファンド全体の業績評価について、ファンド設立・運営の趣旨を踏まえ、中長期的な視点から総合的に実施されているか。
- ⑥ 支援が競争に与える影響を勘案したものとなっているか。
- ⑦ サンセット条項の下、限られた期間内で民間プレイヤーの呼び水となり、将来民間で活躍できる事業創造の核となる人材を育成する目的が共有されているか。
- ⑧ 閣僚会議及び幹事会に対して、各ファンドが政策目的にかなった運営を行っているかについての定期的な報告が、正確かつ透明性をもって行われているか。

2 投資の態勢及び決定過程

2.1 投資の態勢

- ① 案件発掘及びデューディリジェンスを行う主体は十分な能力を保有しているか。
- ② 投資に係る決定を行う組織の役割が明確化され、適切に開催され、機能しているか。(注2)
- ③ 執行部を中立的な見地から監視、牽制する仕組みの役割が明確化され、導入され、機能しているか。(注2)
- ④ 投資に係る決定を行う組織を監視、必要に応じて牽制する仕組みの役割が明確化され、導入され、機能しているか。また、通常の投資に係る決定を行う組織から上位の決定を行う組織への重要な意思決定案件等の付議について、適切な仕組みのもとに行われるようになっており、機能しているか(大型案件、標準的な投資案件でない案件、想定内であっても初めて行う案件、利益相反が懸念される案件等の付議案件の明確化等)。(注2)
- ⑤ 投資プロフェッショナルの報酬は適切か(給与・賞与レベル、成功報酬、競業避止義務等の退職に関する制限の有無等)。
- ⑥ ファンドオブファンズとなる官民ファンドの場合、特にファンドオブファンズ業務を行うことに対応した監視、牽制の仕組みの役割が明確化され、導入され、機能しているか。

(注2) 具体的なそれぞれの組織の機能及び要件の内容については別添に記載。

2.2 投資方針

- ① 投資方針、チェック項目は、政策目的に沿って、適切なものか(業種、企業サイズ、事業ステージ、リスク選好度等から見て、当該ファンド全体としての運用対象は政策目的に沿ったものか(標準類型等))。
- ② 投資に当たって、その定性面と定量面から以下の点は検討されているか。
 - ・ 成長戦略への貢献の度合い、成長戦略との整合性の評価
 - ・ 民間資金の呼び水機能
 - ・ 民業圧迫(民間のリスクキャピタルとの非競合の担保等)の防止や競争に与える影響の最小限化(補完性、比例(最小限)性、中立・公平性、手続透明性の原則の遵守等)
 - ・ 投資先企業(注3)等の経営管理(ガバナンス)態勢や各種のリスク管理(法令遵守等)態勢
 - ・ 投資採算(投資倍率、回収期間、IRR等)、EXIT実現可能性の確認
 - ・ 利益相反事項の検証と確認(ファンドへの出資者との関連取引のチェック、案件の共同出資者との条件の公平性等)
 - ・ 各ファンドの政策目的を踏まえたESG(Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス))投資とSDGs(Sustainable Development Goals)への取組の推進

(注3) ここで言う投資先企業は、ファンドからの直接の投資先の他、プロジェクトファイ

ナンスで形式上JVやSPCなどを受皿として出資する場合については、当該受皿となるものを実質的に運営する主体等を指す。

2.3 投資決定の過程

- ① 投資に係る決定を行う組織で政策目的に基づいた投資の基本的な方針等に従って検討されているか。また、適切な手続きによる審査を経て投資に係る決定を行う組織で中立的な立場から決定されているか。投資に係る決定を行う組織で否認された案件は適切な検証を経て否認されたか。
- ② 案件の選別は、持込投資案件総数、投資検討実施件数（DD実施件数）、投資に係る決定を行う組織への付議案件数、投資提案件数、投資決定案件数等からみて、適切に行われているといえるか。

2.4 経営支援（ハンズオン）

- ① 経営支援（ハンズオン）を行うファンドにおいては適切に経営支援が行われているか。

2.5 投資実績の評価及び開示

- ① 次の点を踏まえて、適切にモニタリングを行っているか。
 - ・ 財務諸表等の指標に基づくモニタリングの基準を設定する
 - ・ 投資先企業の財務情報や経営方針等の企業情報を継続的に把握する
 - ・ EXITの方法、時期は、個別の案件ごとに取決め、円滑な退出を確保する
- ② 時価評価は適切に行われているか（内部評価と外部監査の有無）。
- ③ 政策目的との関係で効果的な運用となっているか。その運用状況を適時適切に評価、検証できるよう、個別案件及びファンド全体において、次の点を踏まえたKPI（Key Performance Indicators）を設定、公表しているか。
 - ・ 政策性と収益性を適切に評価、検証できる指標にする
 - ・ ファンド間で達成状況の比較検証が可能な指標にする
 - ・ ファンドの設置期限の到来前であっても、その運用状況を適切に評価、検証できる指標にする
 - ・ 各ファンドの政策目的を踏まえ、運用状況を評価、検証するために必要な指標に限定する
- ④ 投資実績に対するモニタリングや評価の基本となるべき開示情報が、可能な限り数値化されているか。

2.6 投資の運用方針の見直し

- ① 投資の運用実績の評価に基づき、運用方針の変更等が適切に行われているか。
（実績の評価、投資後のモニタリングにおいて、個別案件ごとのターゲット（PLやBS等の指標）、ターゲットから外れた場合の対応、個別案件のEXITを判断する基準、運用失敗の場合の判断基準とその場合の対応などが適切に行われているか）

3 ポートフォリオマネージメント

- ① 個別の案件でのリスクテイク（その際、政策的な必要性の説明責任を果たせるか）とファンド全体での元本確保のバランスを取るポートフォリオマネージメントは適切に行われているか。またポートフォリオマネージメントを確保する態勢（責任者、組織等）は整備されているか。
- ② 投資実績、運用実績を評価し、運用方針の変更などを行える態勢が整備され、機能しているか。そのために必要な投資後のモニタリングについては、投資チームとは別のチームが行う等、態勢が適切に整備されているか。

4 民間出資者の役割

- ① 民間出資者に求める役割が明確化されているか。
- ② 各ファンドの投資案件に対する民間出資者のインセンティブや動機は確認されているか。
- ③ 民間出資の条件（手数料や成功報酬、特別な利益供与などのサイドレターの有無、案件によるオプトアウト条項（競合他社への出資の忌避等）の有無、出向者やオブザーバーでの受入の有無等）は適切なものか。
- ④ 各ファンドは民間出資者に対して、民間ファンドと民間出資者との関係を参考にし、投資実績を適時適切に報告しているか。
 - ・投資決定時における投資内容（投資先企業名、事業内容、投資額等）、決定プロセスや決定の背景の適切な開示に加え、投資実行後においても、当該投資について適切な評価、情報開示を継続的に行い、説明責任を果たしているか。
 - ・投資実行後において、各投資先企業についての財務情報、回収見込み額、出資に係る退出（EXIT）方針、投資決定時等における将来見通しからの乖離等について、適時適切に報告しているか。

5 監督官庁及び出資者たる国と各ファンドとの関係

- ① 監督官庁及び出資者としての国と、投資方針の政策目的との合致、政策目的の達成状況、競争に与える影響の最小限化等について、必要に応じ国からの役職員の出向を可能とする措置を講じるなど、密接に意見交換を常時行うための態勢を構築しているか。
- ② 投資決定時における適切な開示に加え、投資実行後においても、当該投資について適切な評価、情報開示を継続的に行うほか、ファンド全体の経営状況に関する情報を定期的に開示するなど、国民に対しての説明責任を果たしているか。特に、政府出資等に重要な影響を与え得る損失が生じる場合にも、情報の秘匿性に留意しつつ、適時適切に情報開示を行っているか。
- ③ 監督官庁であり出資者である国が、政策目的の実現及び出資の毀損の回避の観点から、各ファンドによる投資内容及び投資実行後の状況等について適時適切に把握するため、各ファンドは次の事項について、監督官庁及び出資者それぞれに、適時適切に報告しているか。

- ・ 投資内容（投資先企業名、事業内容、投資額等）、投資決定のプロセスや背景等
- ・ 投資実行後における、適切な評価に基づく、各投資先企業についての財務情報、回収見込み額、出資に係る退出（E X I T）方針、投資決定時等における将来見通しからの乖離等

④ 守秘義務契約により上記の運用報告が妨げられる場合において、当該守秘義務契約の存在及びその理由について事前の説明も含め適切に報告しているか。

(別添)官民ファンドに求められる組織体制

機能:重要な投資に係る決定を行う機能の監視、牽制
要件:独立性、専門性
監査役、アドバイザリーボード等

機能:重要な投資に係る決定
要件:専門性、独立性、中立性(常勤者と社外取締役(企業経営の経験者などを含む)等)

機能:通常の投資に係る決定(注)を行う機能の監視・牽制
要件:独立性、専門性
監査役、社外取締役、アドバイザリーボード等

機能:通常の投資に係る決定(注)
要件:常勤、短周期(毎週等)の開催

…重要な意思決定(利益相反に関する判断を含む)、ポートフォリオ管理、特に重要な投資案件

…全ての投資案件

機能:投資案件の発掘、DDの実施
要件:常勤、人材育成の観点
担当部署等

内部組織

チェック機能

法令に基づいて行う監査の機能と、それを補助するものとして社外有識者等からなる助言を行う機能(アドバイザリーボード等)を整理・明確化した上で、それぞれの権限・責任に応じ、監視・牽制を行う。

(注) 重要な意思決定案件(利益相反に関する判断を含む)、ポートフォリオ管理、特に重要な投資案件等の上位決定機能への付議の決定を含む

投資候補案件