

第4章 地域ベンチャーファンドの特殊性と実態

銀行融資や日銀の特別融資が思うように伸びていないことから間接的に感じられるように、多くの中小企業の資金調達は依然として厳しいことがわかる。ましてや、ベンチャー企業は多くがゼロからのスタートであるため、銀行からの信頼を勝ち取ることはとりわけ難しい。場合によっては、銀行との預金以外の取引が全くない経営者のケースもありうる。

そうしたベンチャー企業にとって、ベンチャーファンドを利用したリスクマネーでの資金調達は大いなる可能性を秘めている。ベンチャーファンドは VC などの無限責任組合 (General Partner: GP) が出資者を募り、審査を通った場合に投資という形で資金が提供される手法である。銀行融資とは異なりあくまでも投資であることから、ファンド出資はリスクをとることができる。そのため、企業自体に長期間にわたる過去の実績がなくとも、事業内容や経営者の可能性、企業の将来性が認められれば、その評価に応じた出資が検討される。

こうした特徴から考えると、ベンチャー企業に対するファンド出資は「つなぎ金融」「長期的ビジョンに立った金融」としての役割を果たすことによって、その存在意義を発揮することができるものと考えられる。すなわち、創業後しばらくの間は（創業のための）公的融資や補助金などがあるが、そうした資金は 2～3 年で終了してしまう。ところが実際には 5～10 年ほどの（企業としての中期的・安定的な）業績がなければ、銀行からの新規融資を得ることは難しい。そのため、助成金と銀行融資の間を埋める存在として、ベンチャーファンドはその役割を発揮することができるであろう。

(1) 地域ベンチャーファンド組成の歴史的経緯

前述のように、日本に導入当時のベンチャーファンドはアメリカの事例をもとにした設計が行われており、そのモデルになっていたのは買収型のファンドのスキームであった。1998 年頃からのアメリカの IT バブルに牽引される形となり、日本の特に IT 関連のベンチャー企業の株価も上昇した。これに乗じて、ネット関連企業の IPO も増大していった。しかしながら 2000 年にこのバブルははじけ、あっけなくネット関連の株価も下落した。新興市場の創設やそれに伴う IPO 数の増加により 2003 年頃から株式市場は好転し、それに伴って景気も上昇し始めた。ところがライブドア・ショック等の新興ベンチャー企業への不信感から、2006 年頃から新興市場全体の株価が再び下落を始め、IPO バブルは崩壊した。

IPO ブームの時代には、VC だけではなく証券会社、銀行等の金融機関、商社、一般企業などによって様々なファンドが組成された。そして、そのことが企業の IPO ブームを更に加速させていった。時を同じくして三位一体の改革による国から地方への税財源の移譲が議論され、地方自治体でも漠然とファンド組成を行うところが出てきた。

ところが実際には、ファンドの目的が明確にされていなかったり、投資可能企業そのも

のが不足していたりしたために、それら地方のファンドに思うような発展は見られなかった。支援機関・人材の絶対数や投資経験の不足、企業に関する目利き能力の乏しさ、将来見通しの甘さなど、様々な不確定要素も存在していた。それにも関わらず、「他の自治体がファンド事業を行うのだから、自分たちも。」という安易な考えで組成に踏み切ってしまうケースが、後を絶たずに幾つも見られたのである。

そもそも、典型的な地域ファンドは組成金額が少額（概ね 5 億円程度）であるのだが、この程度のファンド規模では大手の VC は委託手数料を徴収したとしても割に合わないと考える（委託手数料は、通常、全体金額の 2~3%と想定される）。そのため、GP としてファンド運営を委託された VC の中には自らがファンドに出資することはなく、ただ委託手数料を稼ぐことを目的として対応していたものもあるようである。言い換えると、実際には小規模の VC しか、確固たる信念を持って地域ファンドの組成を引き受ける所がないというケースが多かったのである。

更に安易な考えで組成に踏み切ってしまったファンドの場合には、「地域活性化」という謳い文句がありながらも出資企業の多くが東京などの首都圏に偏在してしまっていたり、地域の金融機関からの情報を精査することなしに出資してしまったりするようなケースも見られた。こうしたファンドであっても、GP も一度は地域の企業を意識した出資を検討していたはずである。しかしながら投資家から強力に「高い IRR」を要求されるあまり、出口としての IPO が望めない、または時間がかかるような未成熟企業が対象である場合には出資が見送られてしまう。結果として、GP は首都圏の企業を投資対象とせざるをえなかったと想像されるのである。こうしたケースでは、地域における有望な産業の育成や地域経済全体の活性化という地域ファンドの本質は大幅に逸脱してしまっていることから、ハンズオン支援という側面からも十分なサポートが行われない。

しかも、現時点でのファンドを評価するための一般的な指標は内部収益率（IRR）もしくは IPO 数であり、たとえ地域経済に貢献していない他県の企業への出資であろうともこれらの数値を引き上げさえすれば、そのファンドは優秀という評価がなされてしまうのである。

またファンドが良好な成果を達成したとしても、実際には出資した企業のうちの 2~3 社だけの IPO がファンド全体としての IRR を引き上げているということも考えられる。この場合もやはり、地域活性化という観点からは理想的な姿とは言えないかもしれない。しかも、かつての IPO ブームの時のような好調な場合にはまだ良いが、近年のような「IPO 氷河期」においてはそうした少数の優良企業からの高い IRR や IPO 数増加も期待ができない。

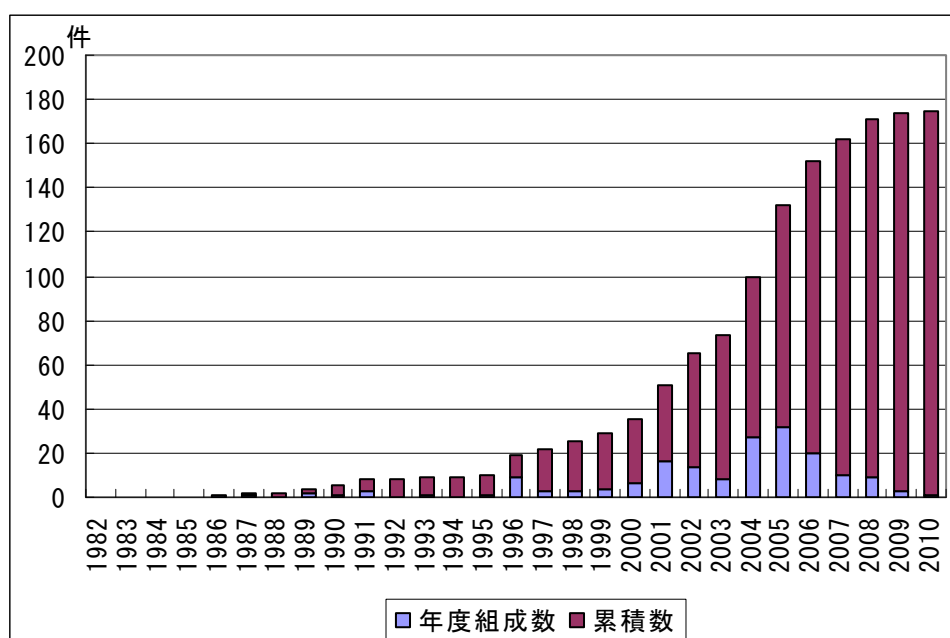
大手 VC が人材・資金を駆使して「都市企業を対象として」「IPO を目指したファンド運営」を行ったとしても、その結果を出せずにいるくらいなのであるから、ファンドの規模や企業数、情報の点で劣る地域ファンドが成功する可能性は極めて小さいと言わざるをえない。

① 地域ファンドに関するデータ

図表 4-1 には、地域ファンドの年度別組成数と累積組成数が示されている。地域型に分類されるファンドは 1986 年の四国地域のものから始まっているが、2010 年度時点までに累積で 175 本が組成されている。1996 年まではあまり目立った増加傾向は見られていなかったが、それ以降には急速に拡大している。

内訳を見ると、1996 年に単年で中部・中国・四国地方などで 9 本の地域ファンドが作られたものの、それ以外で急拡大した地域ファンドの多くは 2001～2008 年間の IT・バイオバブルの流れに乗ったものである。この期間には、毎年のように 8～32 本の地域ファンドが新たに組成されている。しかしながら、2009 年以降は組成そのものが激減しており、リーマンショックの結果、各地域で次のファンド組成に苦戦している様子を見ることができる。

図表 4-1 地域ファンドの組成数並びに累積数



(出所) VEC より筆者作成。

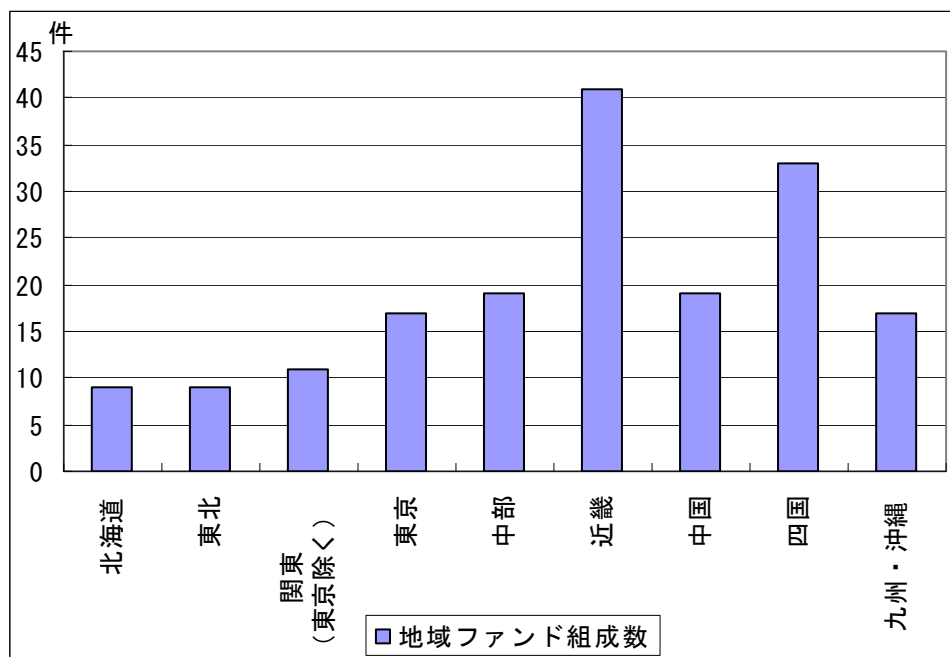
(注) 中小機構が関連及びその他の自治体・地銀等が運用するものなど、全てを含む。

図表 4-2 には、2010 年 10 月までの地域ファンドの地域別組成数が示されている¹⁵。地域別に見ると、近畿地方のファンド組成数をもっとも多く、これまでに 41 本もの地域ファンドを組成している。この図表からは読みとることができないが、当初、近畿地方の地域ファンドは 1996 年から組成され始め年間 1～2 本であった。しかし 2001～2006 年の期間には、多い場合には 1 年間で 8 本もの地域ファンドが作られている。主に、大阪・京都・兵庫においてバイオ関連企業に向けて創業や育成支援のためのファンドが多く組成された。次に多いのは四国の 33 本である。四国地域は 1986 年から定期的にファンドを作っており、全国でもっとも早く地域ファンドの組成に取り組んでいると言える。2002～2008 年に若

¹⁵ これまでの累積データである。そのため既にファンドが償還を迎えているものも含んでいる。

千多めの組成傾向が見られるが、定期的・計画的にファンド組成が行われているという印象を受ける。それに対し、もっとも組成数が少ないのは北海道・東北地方で、それぞれの地域でこれまでに 9 本ずつが組成されている。

図表 4-2 地域ファンドの地域別組成数



(出所) VEC より筆者作成。

② 中小機構が関連する地域ファンドのスキームとデータ

では、次に中小機構によるファンド支援の中では、地域ファンドがどれだけの比重を占めているのかについて検討する。中小機構がファンド出資を通じて行う支援のスキームとしては、大きく分けてベンチャーファンド、がんばれファンド、事業継続ファンド、中小企業再生ファンド、地域応援ファンドの 5 種類があった¹⁶。このうち、今回の調査で主に対象としており、またもっとも本数が多いのはベンチャーファンドである。

図表 4-3 には、ベンチャーファンドによるベンチャー企業向け出資において、企業、GP、有限責任会社 (Limited Partner: LP)、中小機構がどのような関係を持っているのかについてまとめられている。中小機構は、設立 7 年未満のアーリーステージにあるベンチャー企業への投資・ハンズオン支援を目的としたファンドに対し出資を行い、創業初期の中小企業者等に資金面及び経営面から支援を行っている¹⁷。

こうしたファンドでは中小機構は (有限責任組合員として) VC 等の民間投資会社と共

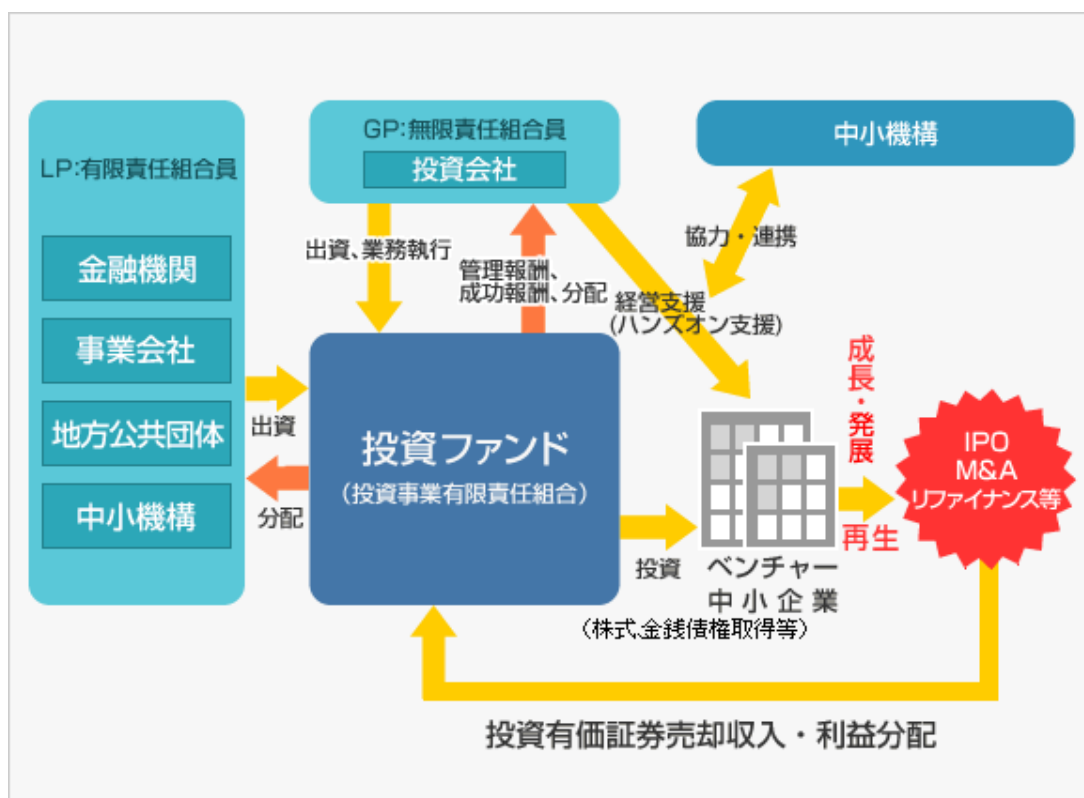
¹⁶ 2010 年 7 月 15 日より中小機構のファンド事業は、起業支援ファンド・中小企業成長支援ファンド・中小企業再生ファンドの 3 つに再編されている。

¹⁷ 新制度 (起業支援ファンド) では、支援対象を設立 5 年未満の創業又は成長初期の段階にある中小企業に変更している。

同での組成を行っており、最大でファンド総額の50%までの出資を行っている。また出資と平行して、中小機構の各種スキームを活用して、企業の経営面への支援を行っている。

では、このようなベンチャーファンドによる資金調達のスキームは、地域ベンチャー企業への資金の流れに対してどれほどの役割を担っているといえるのであろうか。

図表 4-3 中小機構関連ベンチャーファンドの概念図



(出所) 中小企業基盤整備機構ホームページ。(http://www.smrj.go.jp/fund/gaiyo/index.html)

(注) 2010年7月15日より起業支援ファンドへ移行した。

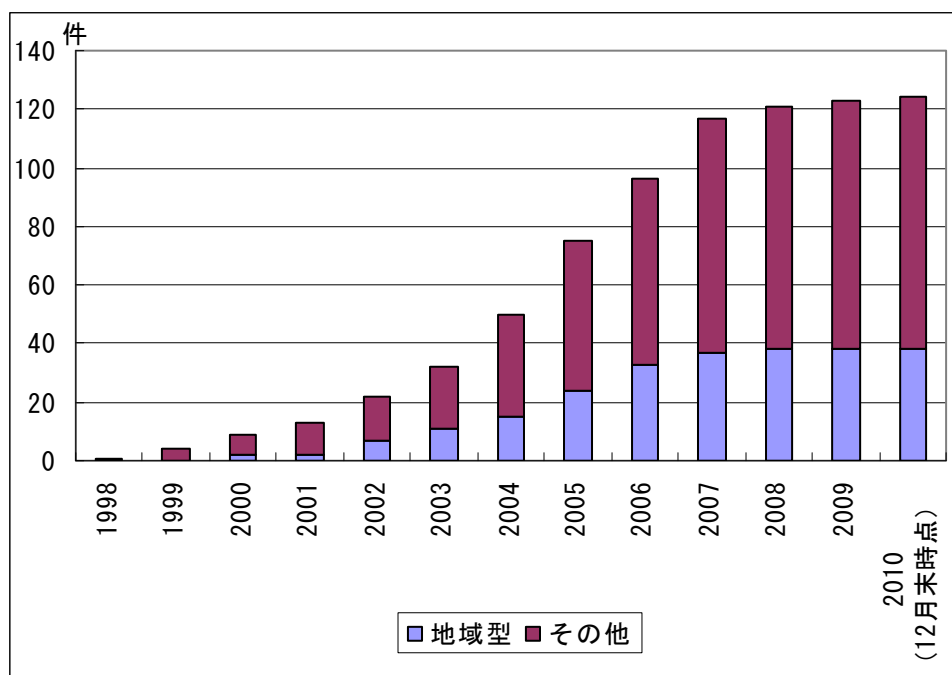
[ベンチャーファンド・がんばれファンド・地域中小企業応援ファンドでの合計]

図表 4-4 には、再編前のスキームにおいて中小機構が出資を行っていたファンドのうち、地域活性化目的での組成が行われうる3種類のファンド(「ベンチャーファンド」「がんばれ! 中小企業ファンド」「地域中小企業応援ファンド(チャレンジ企業応援型)」)に関するファンドの合計累積件数と、その中で実際に地域型に分類されるファンドの累積件数の推移が示されている¹⁸。これらのスキームを用いての中小機構の部分出資は1998年より段階的に実施されているが、地域活性化を目的としたファンドへの出資は2000年より実施が始められている。これら3種類のファンドを全体で見た場合の新規ファンド組成に関して

¹⁸ 中小機構は事業継続ファンド・再生ファンドに対しても出資を行っている。これらのファンドは、広義では地域活性化につながる可能性を想定しているものの、主たる目的は企業の維持に設定されていることから、ここでは除外されている。

は、リーマンショック以降にも少しずつ追加がなされている。しかしながら、地域型のファンド組成件数に関しては、2008年でストップしており累計で38件からは変化していない。ただし、2010年時点では依然として地域型のファンドが全体で30%を超えるシェアを占めていることがわかる。

図表 4-4 中小機構関連ファンド（ベンチャー・がんばれ・地域）のうち地域型の件数（累計）の推移

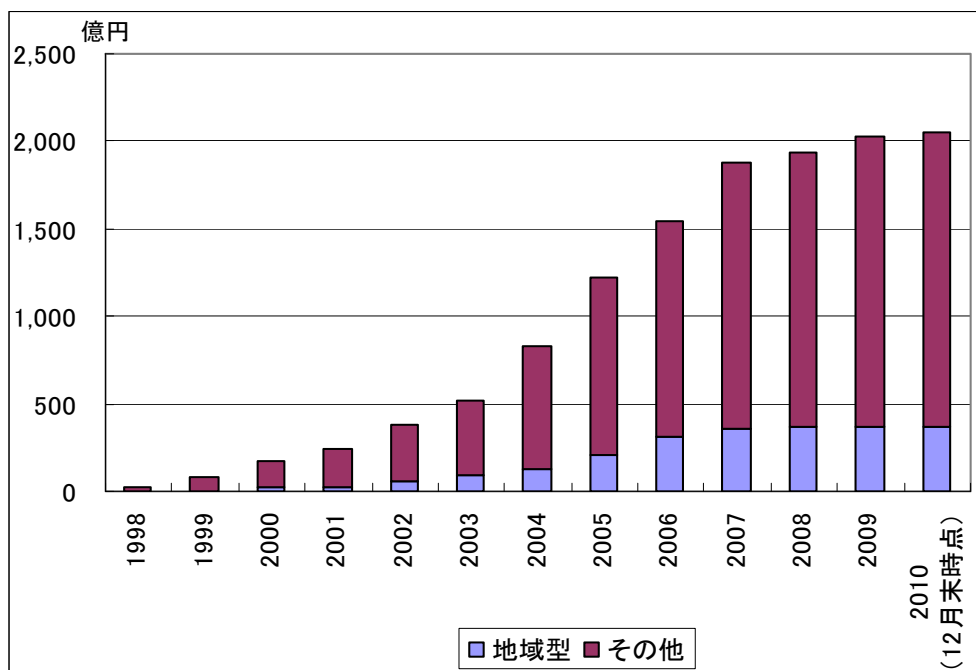


(出所) 中小企業基盤整備機構

(注) 2010年7月の改編以前の分類による整理。事業継続ファンドならびに再生ファンドは除く。

同様に、図表 4-5 には出資約束額（出資額）の推移が示されている。3種類のファンド全体では、2010年12月時点で2,000億円超の出資が行われており、その中で地域型に分類される出資額が370億円ほどである。約18%のシェアが地域ファンドによって示されている。この比率がもっとも高かったのは2006年で、20%を超えるシェアを地域ファンドが占めていた。しかしその後は、地域ファンドが追加で組成されていないこともあって、全体に占める比率としては近年低下傾向であることがわかる。

**図表 4-5 中小機構関連ファンド（ベンチャー・がんばれ・地域）のうち地域型の出資
約束総額（累計）の推移**



(出所) 中小企業基盤整備機構

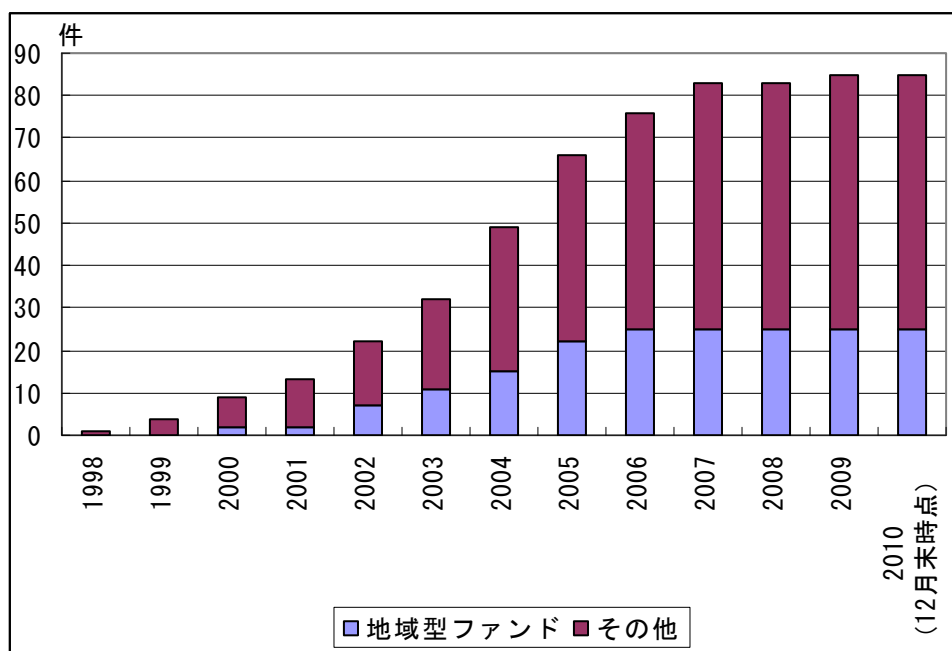
(注) 2010年7月の改編以前の分類による整理。事業継続ファンドならびに再生ファンドは除く。

[ベンチャーファンドのみ]

前掲の図表では、中小機構関連ファンドの全体の中における地域活性化目的のファンドの動きを理解することが目的であったことから、3種類のファンドを合計したものについて議論が行われた。しかしながら、本報告書は主にベンチャー企業を調査対象としているため、図表 4-6 に中小機構出資のベンチャー企業向けファンドのみの推移を改めて示した。中小機構によるベンチャーファンドへの出資も 1998 年から始められており、現在では累積で 85 本まで増加している。その中で、地域密着型を謳っているファンドは 25 本あり（比率にして約 30%）、重要な役割を担っていることがわかる。

近年の推移を見ると、2006 年までは少しずつ増加していたが、やはりリーマンショック以降には地域ファンドの新規組成が見送られていることがわかる（その他のベンチャーファンドは 2009 年に 2 本ほど作られている）。成果が出るまでに中長期的な時間がかかってしまう地域活性化目的の出資には、やはり投資会社・金融機関共に慎重になっており、新規のファンド組成に関してはとりわけ厳しい状況であることがわかる。

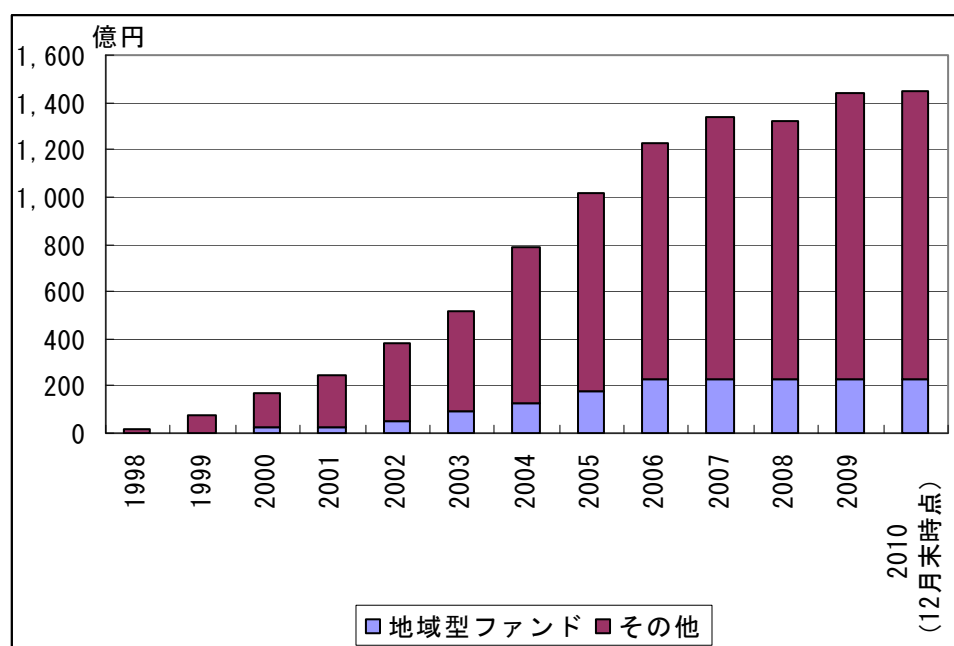
図表 4-6 中小機構関連ベンチャーファンドの件数（累計）の推移



(出所) 中小企業基盤整備機構

図表 4-7 には、出資約束額（出資額）の推移が示されている。ここでも地域ファンドはベンチャーファンド全体で一定のシェアを占めているが、近年の新規での組成がないために当然のことながら組成額も停滞している。2010 年末時点でのベンチャーファンド全体の累計出資額は 1,445 億円で、その中でも全体に占める地域ファンドの累計出資額は 225 億円である。2010 年時点までの地域ファンドの累計金額の割合は、およそ 16%である。

図表 4-7 中小機構関連ベンチャーファンドの出資約束総額（累計）の推移



(出所) 中小企業基盤整備機構

③ 地域ファンド全体の課題

ここまで見てきたように、かつての IPO ブームによって順調に増えてきたファンドはリーマンショック後にその動きを止め、追加のファンドはほとんど組成されない状況となっている。そうした中で、2000 年前後に数多く組成された現在運用中のファンドが、2011 年以降には次々と償還期を迎えていく。ファンドが償還を迎えること自体は始めから想定されていたことである。ただし、既存ファンドの成果が望ましくなく、次のファンド組成が続かなくなってしまうことは深刻な問題である。つまり、不況や不適切な目標設定などのために出資先企業の業績が想定より低くなれば、ファンドが選択できる株式を現金化するための出口手段（M&A や自社株の買い戻し等）は困難になろう。個々の企業の価値が下がったままであれば、ファンド全体としての収益も低下することになる。ファンド成果が悪いまま償還されれば、結果として次のファンド組成も滞ってしまうことが考えられる。新規のファンドが組成されなければ、その次の世代のベンチャー企業が育つことも難しくなってしまう。

また、ファンドの運用成果が好ましくない状態で償還を迎えてしまった場合には、GP である VC がその理由についての説明を厳しく追及されることも考えられる。そして、その説明責任が果たし切れない場合には、VC のみならず出資者である自治体や金融機関なども（出資額の減少分の）責任を求められることになる。ファンドによる資金供給は、補助金ではなく出資であるため、満了を迎えたときにその元本が減少している場合には、減少理由について税金を払っている市民や金融機関の株主への説明が当然行われなければならない。

らない。

この点に関して、日経グローバル誌の2010年5月3日号に地域ファンドについての特集記事が組まれていたが、多くの自治体が議会や住民へその運用結果をどのように説明すべきなのか、苦勞しているとのことであった。記事によると、いくつかの県では「雇用創出」「利益拡大」「地域活性化に成功」「IPO事例」などの成果を達成したとの結果が記されている。しかしながらその他の多くの県では、既に発表した県に類するものを「後出し」で探し出し、急遽取り繕った評価をするのではないかと予想される。つまり、「雇用創出」「地域活性化」「産業育成」を本来の目的としたファンドが自らの自治体に存在しない場合には、出資した自治体は議会对策や市民への説明の必要性のために他の自治体の模範解答を模倣せざるを得ない。ここで一貫性のある説明ができなければ、運営者であるVCだけでなく、ファンドに出資を行った自治体や金融機関の信頼も失われてしまい、やはり新規のファンド組成は滞ってしまうと考えられる。

ただしここで注意が必要なのは、ファンドの成果の1つであるIPO事例を評価に用いる場合には、「IPOを目的としたファンド」と「地域活性化を目的としたファンド」をはっきりと区別して考える必要があるということである。なぜなら、首都圏ないし大都市圏の企業をベースに組成されているファンドと、過疎化が深刻化している地方圏の企業を中心としたファンドを同列に考えて、IPO数という基準だけで比べることは意味があるようには思えないからである。やはり、組成時に収益やIPO数ではなく、きちんと地域活性化に則した成果指標を考えておく必要があったのだろう。

人・物・金・情報という4要素が集積しそもそも「IPO目的」として組成されてきた都市型ファンドと、これらの4要素が十分に集められない地域ファンドとでは、想定される目標も結果も自ずと異なるものでなければならぬはずである。設立当初から「雇用創出・地域活性・税収拡大」を目標として設立されたファンドであるにも関わらず、その他のファンドと同様に「IPO事例」だけが評価の指標・対象として用いられるのは適切であるとは考えられない。また『県内で成長企業を探すのが難しかったために他の都道府県の企業に投資したが、結果として想定外の事態になり破綻を招いた企業が多かった』という地域ファンドも見られた。こうしたケースも、「ファンドは利益を生むのが当たり前で、運用会社に任せれば良好な結果は自然と出るはず」とする誤ったファンド観しか持たない関係者が、多く存在することの証拠の1つであろう。ファンドの管理を人任せにしていたために、「地域の5年後、10年後をどのように考えるのか」、また「そのために企業の育成をどのように行うのか」、更には「地域の金融機関・大手企業とどのように連携し支援体制を確立させるのか」など、実際には重要な論点がこれまでないがしろにされてきたのではないかと考えられる。また地域ファンドは、組成時に地域活性化を評価する指標や満了時の出口戦略を考え、きちんとファンドのゴールを設定するべきであろう。

(2) 地域ベンチャーファンドの特殊性

前項までのデータの推移を見る限り、近年の中小企業に対するファンド出資はほとんど伸びていない。しかしながらだからと言って、ファンドに代表されるリスクマネーという資金供給の手段が今後必要なくなるのかということ、そうは思われない。

ファンド出資と同様に中小企業向け銀行融資も減っており、中小企業への資金の流れそのものが頭打ちである状況と併せて考えると、資金を集めるためのなるべく多くのスキームが存在しなければならないことがわかる。そうでなければ、中小企業そのものが育たなくなってしまうからである。それゆえ資金調達オプションの1つとして、リスクマネーは今後も依然として重要な役割を果たしうると考えられるのである。とりわけ、調査対象としている地域ファンドはもともとが「企業創設から銀行融資までのつなぎ資金」という目的で作られているものであるため、適切に機能さえすれば、将来的に資金供給ツールとして期待できる大きな可能性を秘めているものと思われる。

しかしながら、地域ファンドに限らず「ファンド」という言葉自体がかつてのハゲタカファンドと同義語のように扱われてイメージが悪くなっていたことから、実際にはなかなか積極的に活用されていない。言い換えると、地域ファンドというものが正確に理解されずに活用されたために望ましくない成果となり、次世代のファンド組成に対して及び腰となっているのである。こうしたことが、普及のための大きな障害となっているのではないだろうか。

ファンドの考え方が正確に理解されなかった第1の理由は、IPOブームの発生によって「利益優先の考え方」が先行してしまった点である。日本で初めてのベンチャーファンドが1982年ジャフコにより組成され、それ以降わが国におけるファンドを通じた中小・ベンチャー企業支援が本格化されるようになった。1988年に「投資事業組合法」が整備され投資家の有限責任が担保されるようになり、当時IPOブームも発生していたことから、様々な機関がファンド組成を行った。確かに、IPOを主たる目的としたファンドの増加は一部の中小・ベンチャー企業の成長には寄与したものであった。しかし、幅広い支援という点では疑問符のつくものであったために、1998年に再度「投資事業有限責任組合制度」に関する法整備が行われ、ファンドを通じた出資は中小企業に特化されるように変更が行われた。

ところが、中小企業に対してはある程度の支援拡大につながったものの、今度は運用者から「大企業にも投資できないファンドでは運営が難しい。結果を出せない」等の要望があり、2003年にはファンド投資会社（上場企業等にも拡大）、投資手法（債権取得、融資等）の点で、より多様なケースに対応できるように改編が行われた。市場環境は、ITやバイオといった分野の企業による牽引もあって、2000年には1年間で203社のIPOを数えるようになり、その後も150社前後が毎年上場を果たすようになっていった。投資そのものの性質も変わり、2000年前後には一株1,000万円台であってもベンチャーキャピタルが投資に応じるようなケースも見られるようになっていた。多くのベンチャーファンドは、「企業を中長期的に育成する」というよりは、もはや金儲けの道具として機能していくようになった。確かに、キャピタルサイドとしては営利目的の資金供給であることから、短

期で資金回収が出来る出資が望ましいと考えるのは当然である^{19, 20}。ただ、そのようなファンドが主流となり、当たり前であるという状況になった時、地域ファンドとして本来であれば出資を受けられていたはずの企業が苦境に立たされてしまうケースもあったと考えられる。つまり、育成支援という本質を忘れていないファンドであったならば出資を受けられていたはずの企業に、目が行き届かなくなってしまったかもしれないのである。

2つ目の理由は、利益優先の考え方が先行し「ファンドのスキームや連携が粗いもの」になってしまった点である。一般に出資を受ける際には、企業は事業計画や資本政策を提出し、それらをもとに出資の是非が検討される。実際には、それらの検討の中で『いつIPOを検討しているのか』『他のキャピタルからの出資はあるのか』などが判断基準となってしまっており、IPOを目的とした企業の起業ブームと繋がって、IPO関連のビジネスそのものが乱立するようになった。その結果、キャピタルの人材も外部に流出し、儲けるためだけに組成される質の粗いファンドが多く作られてしまったと考えられる。こうしたファンドには成果を期待することが難しいであろうし、そのために地域企業育成型のファンド、そのもののイメージが望ましくなくなった。

3つ目の理由は、人材不足・情報不足のために特に地方圏でのファンド価値の低下が特に大きくなってしまった点である。三位一体の改革に基づく税制移譲の動きをきっかけに多くの地方ファンドが組成されたが、今まで論じてきたような理由から、地方では都心部以上の厳しい環境に直面することになった。もともと、地方は都市圏と比べれば組織も経験も層が薄い。そのため、「IPOブームに乗れば安易にリターンが得られる」と委託者がいったん誤解してしまうと、それを修正できる可能性が低い。更に、「都心部から専門家を集めて安定的に運用を行う」と考えたとしても、それが管理報酬目的のキャピタルである場合には地方にいる周辺の支援機関が気づかないうちにより大きな価値低下が発生してしまう可能性もある。本来、地域ファンドこそ「中・長期的スパン」で安定的に支援されなければならないが、実際には「IPO型」に近い概念で投機的に運用されてしまったために、ダメージが特に大きく拡大してしまったと考えられる。

ここまで見てきたような理由から、その必要性はわかっているながらも、「地域ファンドはどのように改善されていくべきなのか」という問いについての答えはまだ見つからない。そこで、次の項では各担当者からのヒアリング調査を要約し、この疑問に対する答えについて検討を行う。「将来的な地域ファンドのスキームはどのような改善がなされるべき」で、「関係者はどのような点に気をつけて運営されるべきなのか」、「地域ファンドの理想形態とはどのようなものなのか」などについて、意見の整理を行う。

実際には、以下に示すような6つの項目に関して、各ファンド関連の機関がどのような考えをもとに活動を行っていたのかについて、仮説を立てヒアリングを行った。

¹⁹ アメリカでも、ファンドは出資したものの1/3ほどしか結果は出ないと考えられていた。

²⁰ ベンチャーキャピタルは民間企業であるため、利益最大化を追求しなければならない。そのため、多くの出資者に満足する行くような結果を出し、新たなファンド組成を可能としなければならない。出資者に満足してもらえらるキャピタルとして他社と差別化を図るためには、扱っているファンドが能力の高い（短期高利回りであればある）ものであることは、1つの側面としては必要なかもしれない。

- ① 各地方にはどのような地域的特殊性があるのか、
- ② 地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、
- ③ リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったのか、
- ④ リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったのか、
- ⑤ 地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、
- ⑥ 地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からの支援に期待しているか、

質問項目の中には、(0で議論したような)地域企業であるからこそ考慮しなければならない点、更にリスクマネーというベンチャー企業にとっては経験の少ないスキームが入ったことによる効果にはどのようなものがあるのかといった項目が盛り込まれている。具体的には、①・②が「地域企業に対するファンドであるからこそ考慮しなければならない条件はどのような点なのか」についての質問であり、③・④・⑤が「手探りの中で始められたスキームはどのような効果をもたらしたのか」という疑問に対する質問である。

ヒアリング調査は、2010年11月末から2011年2月上旬までの期間に、北海道・宮城・愛知・広島・福岡の5カ所において行われた。それぞれの地域におけるVC・出資金融機関・出資先ベンチャー企業・自治体の担当者など、できる限り広い分野から意見の聞き取りを行った。以下は、それぞれの地域のヒアリング内容をまとめたものである。これらの回答から、これまでの地域ファンドの経験をどのように将来へ役立てることができるのかについて考察を行う。

[ヒアリング調査の要約]

① 北海道のケース

北海道における地域ファンドを考えていく上でのポイントは、「土地が広い」という特徴であろうと考えられた。1つの都道府県でありながら広大な土地に広がる中小企業の情報や、どのように集めているのか。ファンドの組成・運営にどのような効果が及ぼされるのか、ファンド組成の後に出資企業へのハンズオンを行っていくための支援機関同士の連携で、この“広さ”という点は障害になるのではないだろうか、などの点について聞き取りを行った。

また、北海道は第一次産業による生産力の大きさが際だっており²¹、こうした産業構造上の特徴が、ファンドに組み込まれる企業の種類にどのような効果を及ぼしているかについても注目をした。

中小機構が出資を行っている地域ファンドには、下記の3つがある(図表4-8)。この中でも特にホワイトスノー・ファンドは、その組成が2000年であり比較的早い時期に作られている。もちろんそれだけが理由ではないものの、早くからのノウハウ蓄積のためか、

²¹ 2007年度の経済活動別県内総生産において、北海道は約7,000億円を第1次産業で生産しており、全国第1位の規模である。(内閣府 平成19年度県民経済計算、経済活動別県内総生産(名目)
(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/kenmin/h19/main.html>))

IPO を達成した企業の数 が 4 社 と 相 対 的 に 多 い こ と も 特 徴 と し て 上 げ ら れ る。

図表 4-8 北海道における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
ホワイトスノー第一号投資事業有限責任組合	H12.9.31	H24.9.12	8.6 億円	4
(対象) 主に北海道にて事業を行なう又は北海道にゆかりのある未公開企業 (業種) 問わない、企業ステージ：スタートアップ～ミドル				
札幌元気テクノロジー投資事業有限責任組合	H17.5.20	H27.5.19	5.0 億円	0
(対象) 主に札幌市内に拠点を有する未公開企業 (業種) 主に技術系、企業ステージ：シード～ミドル				
北海道しんきん地域活性投資事業有限責任組合 ^(注2)	H18.8.10	H28.8.9	12.20 億円	0
(対象) 北海道において事業を行なう未公開中小企業 (業種) 問わない、企業ステージ：シード～レイター				

(注1) 2010年12月時点。(注2) がんばれファンド。

図表 4-9 には、VC、金融機関、自治体、企業より聞き取り調査を行った結果が示されている。北海道という地域を理解するためのポイントの1つは、北海道拓殖銀行が破綻したことであろう。それまでの北海道経済のけん引役であった都市銀行が破綻したことによって、金融機関のみならずその他の経済団体の危機感・団結心が強まった。このことは、ベンチャーファンドの組成内容に対しても大きな影響を及ぼしていると考えられる。

また、第一次産業の比率が大きいことも北海道の特徴であろう。第一次産業に重点が置かれていることによって、一部では農業関連バイオなどのベンチャー企業が発生することももちろん考えられる。しかしもう一方では、それ以外の分野のベンチャー企業は育ちにくいということでもある。そのため、ITやバイオなど場所をあまり選ばない分野のベンチャー企業が、他県から北海道に本社を置いたとしても、競合相手が少ないことから比較的地域に溶け込みやすい。話を聞いたベンチャー企業が言っていたように、競争相手が少なければ、新規分野の企業であっても創業時の助成金などを獲得しやすく、生き残りやすい。こうした点が、北海道の地域的特徴として考えられた。

地域貢献の考え方については、ベンチャーファンド関連のどの担当者も IPO がもっとも望ましい形であることはわかっているものの、LP である金融機関や地方自治体もそれがいかに困難なことか十分に理解している様子であった。そのため、彼らが考えるファンドの成果目標は IPO だけに限定するのではなく、雇用促進や地域の資金循環の向上へとすでにシフトしている様子であった。地域ぐるみで、新産業創出の体制を敷いていることは、北海道の特徴の1つとして挙げられるであろう。

北海道が、ファンドスキームを導入したメリットとしては、VC・金融機関・自治体が発言

っていたように、ファンド出資を受けるための準備を企業は要請されるので（事業計画書など様々な報告書を作成する）、そうしたことを通じて、その企業は一人前の企業として認識されるようになることができたということが挙げられる。VCによると、信頼を得られた企業の中には金融機関との関係をしっかりと作ることができているものもいたとのことである。中には、出資前までの状況であったら確実に倒産していたと思われる企業でも、ファンドのおかげでしっかりと立ち直っているものもあるそうである。そうした企業は業績を順調に伸ばし、もう少しで雇用を増やすことができるようにまでなっているとのことであった。更に、活気を取り戻しつつあるそうした企業の様子を見て、「自分も挑戦してみよう」という次の成功例を目指すケースが見られるようにもなっているそうである。

ファンドの課題としては、ファンド普及を目指して動いた結果、北海道の人材不足が露呈したという点を聞くことができた。これには、企業経営者そのものが不足しているという意味と、ファンドの支援者が不足しているという2つの意味が含まれている。つまり、北海道はもともと第1次産業が主体の産業構造であったために、のんびりした性格の人が多くそもそも起業を目指す風土ではない。また、十分な食糧自給率を保っていることから、あえて他の産業でチャレンジをしようという積極性がそもそも育ちにくいとも考えられる。既に起業している経営者たちにもこうした性格は少なからずあてはまるため、積極的に販路開拓をしようという人物が少ないことがファンドの成果においても障害になっている可能性があるという意見を聞くことができた。

ファンド支援者に関しては、昨今の不景気のために、キャピタリストとしてベンチャー企業への支援を行おうとする人材が一層失われてしまったという声を聞くことができた。最近の若者たちは、キャピタリストという職業に欧米で見られるような華やかな世界をイメージする人が多いため、実際の根気強く経営者の人たちと話し合いをするという地味な活動を嫌い、首都圏に出ていってしまう傾向が以前にも増して多くなった。キャピタリストが足りなければ、企業経営者への助言も、人材のマッチングも企業のニーズに十分応えることができない。こうした事態を、近年は改めて実感している。

図表 4-9 北海道におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 拓銀の破綻を経験し、直接金融での回復を目指す。 多くの企業は札幌市に集中しているため、情報収集のためのギャップはあまり感じない。たとえ、離れている地域でも、連携している金融機関の支店から情報をすぐに得ることができる。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 地域重視、しかし北海道への企業誘致にも積極的に行う方針。 「IPOも大切だが、地元を重視している企業」をなるべく優先的に。 銀行などの金融機関との連携に注力している。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 起業家マインドが企業内外に増加。 もう少しで雇用増大のケースも見られそう。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 地域金融機関の中にはファンド出資に積極的な所もそうでない所もあり、ファンドの意義・ノウハウが十分にこれらの機関に認知されるまでにまだ時間を要する。 ファンド出資を受けたことによって経営者が横柄になってしまうことがあり、キャピタルの助言を聞き入れなくなってしまうことがある。

	<ul style="list-style-type: none"> 支援機関に長期的視点を持ってもらうためにも、ファンドのよい部分をきちんと説明できるように。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 出資の他、なるべく役員会などに出席することで緊張感を出しながらも、一緒に経営を考えるとという姿勢が大切。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関のみならず他の支援者と個人レベルでの意見交換ができるようになるべき。
	<ul style="list-style-type: none"> 「IPO でなくとも地域貢献」する有力企業をきちんと評価する必要性があり、そのための評価指標が必要。地域貢献に見合ったファンドの開発が必要。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 昔は建設業が盛ん。今は食料や観光や環境・バイオなど資源を売っていく産業。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 地域の広さについては、支店から情報を得ることができることで、対応できているものと考えている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 元気な企業が増えること。それに伴って、雇用が増えること。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンドのお陰で倒産を免れた企業がいる。 たとえ IPO したとしても、想定したよりも低い収益しか返ってこない企業が多い。低い収益では投資家は離れてしまうので、長期的にその企業を見守ることは難しい。 キャピタリストの人数が少ないため、企業の経営やマーケティングを任せられる人材の養成が必要。 VC と銀行がより緻密な関係を築くことができれば、ファンドの失敗を減らすことができる可能性。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 創業段階から銀行融資を受けられる段階までの資金の谷間を埋める役割。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> IPO だけが全てのゴールではないとした上で、民間で吸収しきれないリスクを公的機関に支援してもらいたい。 今まで VC が負担していたハンズオンのコストを、公的機関に支援してもらいたい。
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 今までは農林水産関連が盛ん。今は IT やバイオ系の企業。例えば、薬品業など。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 一次産業中心の産業構造だったため、販路開拓が苦手な企業が多い。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 企業の IPO も大切だが、成長・経済の土台作りが重要。その上で、雇用創出・税収増大が望ましい。 ファンド出資のために、VC や銀行や公的支援機関が経営に参加したことにより、その企業の信用力が増した。 同業種・同規模の企業が前例を見て、次のステップを目指すようになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 販路開拓が苦手な企業が多いため、次の世代の企業を育てるためにも経営の強化、外部協力者の誘致などに注力する必要。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ――
Q6	<ul style="list-style-type: none"> より強力な起業への支援。 北海道は海外進出にも力を入れており、全国のネットワークからそうした中期的支援を行ってくれる人を紹介してほしい。
企業 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 北海道は、他に比べてのんびりしている。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業としてはまず IPO をすることが最優先だと考えている。その次に中長期的目標として地域活性化を考えている。 地域活性化のためには産業単位での活性化が必要。そのためには一定数以上の経営者も必要であることから経営者育成など中長期での制度の整備が重要。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 資金不足のために諦めていた企業の経営者がチャレンジをすることができるようになったことは大きい。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンド支援者から出口をどうするのか焦らされること。色々な出口が考えられるが、とにかく短期的に決断を迫られることはプレッシャーを感じる。

Q5	<ul style="list-style-type: none"> 特に、ベンチャー企業は成果が出るまでに時間がかかることが多いため、中長期的な資金供給が望まれる。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 公的機関は小規模の1社の業績で一喜一憂するのではなく、業界内の大規模企業を計画的に支援することが良いのではないかと。そして、その大企業が小規模企業をサポートしていくという図式が望ましいかもしれない。同じ業界であれば、目利きの問題も解決できる。「大企業が小企業をサポートする」という部分で、中小機構がマッチングをする制度を作れると望ましい。
企業2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 経営者が北海道には相対的に少ない。あるいは個々の経営者はゆったりしている傾向がある。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 関係するVCは10社中1社のみが地元。そのため、実際には地域貢献まで考えていない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 銀行融資は受けられなかったため、資金調達手段はファンドのみだった。 出資を受けるために規約などを思い切って整備できたこと。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 複数の投資契約書をそれぞれ作成する必要があり、コストがかかる。 多くの出資機関は出口としてIPOを求めてくるが、却ってコストが余計にかかることも。最適な出口についての考え方が、企業と出資者で異なる点。 より効果的な発展のためには、積極的な経営者・リーダーの育成が必要。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 概ね、現在のスキーム・VCに満足している。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 特に、OB人材派遣・アドバイザー支援などが役に立った。相性のよい人と会うことができれば、非常に効果的な制度である。

(注) Q1: 各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2: 地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3: リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4: リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5: 地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6: 地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

北海道経済は、北海道拓殖銀行の破綻というバブル崩壊時に発生した危機感を、全ての経済主体が共有している。こうした経験を通じて結束の強化ができ、北海道のファンド事業に関しても1つの方向に向かう協力体制を作ることができたことが大きかったものと考えられる。とりわけこうした特徴は、出資後のハンズオン支援の側面で有効な効果を発揮しており、望ましい成果につながっているものと思われる。

② 宮城県のケース

図表 4-10 には、調査対象とした東北地方の地域ファンドの抜粋した内容が示されている。東北地方は、東京・大阪などの大都市を除くと、大学発ベンチャーに特に力を入れている地域であるといえる。下記に記されているTICC大学連携ファンドは、中小機構からの出資を受けているが、地域ファンドというよりは大学発ベンチャーファンドとして分類されている。こうした点から考えると、宮城県では東北大学と連携した大学発ベンチャーファンドの運用に力を入れているという特徴が第1に挙げられる。大学との連携が地域活性化にどのような効果を発揮するののかという点が重要なポイントであろう。

また、東北グロースファンドは中小機構からの出資を受けていないためIPO数等の情報はわからなかったものの、30億円を超える大型のファンド組成を行っている地域ファンド

である。このファンドは東北 6 県+新潟県の合計 7 県の中小企業を投資対象としており、宮城県以外の銀行からの出資もある。相対的に規模が大きくなっており、総じて東北地方全体をカバーしているブロックファンドとしての性格を持っている点が第 2 の特徴であると考えられる。

更には、東北という地理的条件も考慮されるべきである。地方経済圏と言っても、宮城県仙台市は比較的東京に近く、そこに所在する中小企業も大都市圏にアプローチしやすい。そうした地理的条件も、中小企業の業績や地域ファンドの成果、またベンチャーファンドに組み込まれる地域貢献という要素にも何らかの影響を及ぼすかもしれないという点が第 3 の特徴であろうと想定された。

図表 4-10 宮城県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
TICC 大学連携投資事業 有限責任組合 ^(注2)	H19.6.22	H29.6.21(2年延 長の場合あり)	10.11 億円	0
<p>(目的) 技術シーズを活用して革新的なビジネスに取り組む、将来有望な未公開企業への戦略的投資を行い、投資先企業の IPO 等によるキャピタルゲインの獲得を目指す。</p> <p>(対象) 東北大学を中心とする、大学や研究機関等の研究成果を基盤とする技術を活用するベンチャー企業</p>				
東北グロースファンド ^(注3)	H18.8.31	H28.8.30	35.8 億円	—
<p>(目的) 新潟県を含む東北 7 県を主たる投資対象地域とし、技術シーズを活用して革新的なビジネスに取り組む未公開企業への投資及び経営支援を行い、投資先企業の IPO (株式公開) などによるキャピタルゲインの獲得を目指す。</p> <p>(対象) 技術的イノベーション ないしは ビジネスモデルのイノベーションにより急成長が期待できる、ベンチャー企業および第 2 創業を行う既存企業で、主に新潟県を含む東北 7 県に事業拠点を有する未公開株式会社等</p>				

(注 1) 2010 年 12 月時点。(注 2) 中小機構は出資しているが、大学発ベンチャーファンド。(注 3) 地域ベンチャーファンドとして分類可能だが中小機構は出資せず。

図表 4-11 には、宮城県におけるヒアリング結果が示されている。地域特性に関しては、東北大学があることから大学発ベンチャービジネスが特に 2000 年代前半に盛んであったという点が挙げられる。それゆえ、東北には大学等の技術シーズを活用した技術志向型のベンチャー企業がとりわけ多い。場所としては、仙台市という大都市のある宮城県の他、山形県などにベンチャー企業が多く集まっている。

地域貢献の考え方に関しては、担当者によって若干幅のある意見を聞くことができた。例えば、今回ヒアリングをした企業は、たとえ IPO をしたとしても特に重要なのは地元で活動拠点を置くことだと主張している。それに対し支援機関の中には、たとえ相手が他の地域の企業である M&A であっても、効果的に企業が発展できるのであれば、何らかの関係さえ東北にあれば構わないのではないかと意見を聞くことができた。

これまでのファンドによって得られたメリットに関しては、東北地方のベンチャー企業は技術シーズの企業が多いことから、ほとんどの企業がアーリー段階にいることがポイントとして考えられる。つまり、こうした企業は信用力が少ないため、もとより銀行融資による資金調達はその難し。もし調達できたとしても負債が大きい場合には急激な経済状況の変化に振り回されてしまう。このようなポイントを考えると、ファンド出資によってエクイティでの資金調達を行うことは安定的な経営につながるというメリットがある。むしろ、エクイティであれば経済状況のためにマイナスになっても構わないということの意味しているわけではないものの、企業が経営の健全性を維持するためにファンド出資はよい効果を持っていたという特徴は注目する必要があるであろう。更に、銀行融資のみではスタートすらできなかった事業がファンドの存在によって実現可能となったという点から、東北地方においてもファンド出資は事業安定までのつなぎ資金としての意味合いが大きかったといえる。

また「ファンド出資を受けた」という事実が、その企業への信用力を向上させることにつながったという点もメリットとして考えられる。つまり出資先企業が言っていたように、信用力が向上した場合にはその企業は他の有力企業とビジネス関係を構築しやすくなることなどもありえる。こうしたケースが発生するという事は、副次的効用として注目できると思われる。

課題に関しては、ファンドによって資金をまかなった場合には企業と銀行の関係がどうしても希薄になってしまうという意見を聞くことができた。それに関連して考えると、ファンド出資後にもベンチャー企業に緊急の追加資金が必要になり銀行融資を受けようとした場合、その企業は始めから関係構築を行わなければならないため、時間やコストがより多くかかってしまうことも考えられる。

企業と金融機関との関係に関しては、今回、話を伺った金融機関も、ファンド出資に対しては若干引いた立場からの関わり方であるという声を聞くことができた。そのため、ファンド出資を通じてのベンチャー企業と銀行との間の距離は、対 VC に比べて若干遠いことは認識しているようであった。ただし、金融機関はファンド出資に対して批判的というよりは、本業外になるのでどのように関与してよいものか、模索しているという感じであった。結果として、出資先企業が銀行融資での追加の資金調達を必要とした場合には、そのための審査等をやり直さなければならず、追加的なコストがかかってしまっているようであった。これは課題の1つとして考えられるであろう。

ただし、中長期的なファンドの理想形態に関しては、出資者である金融機関も大きな期待を持っている。具体的には、まずアーリー段階でファンド出資を行い、ベンチャー企業がある程度まで成長した段階で銀行融資へ進むというプロセスが理想的な流れであろうと考えている。しかしながら、実際にはそこまでの条件が整っていない部分があり、具体的には、資金量のみならずビジネスマッチングなどのハンズオン支援をより大きな規模で行っていく必要があるなどの意見を聞くことができた。

支援機関の中で聞かれた、ベンチャー企業に期待する心構えとしては、「ベンチャー企業は IPO を目指すべきであり、始めから他の出口を目標とするのは好ましくない」というものが聞かれた。あくまでも目標は地域活性化ではあるものの、常に上を目指すという心構えはベンチャー企業としては非常に重要だとの意見を聞くことができた。大学発ベンチ

ヤーに力を入れている東北地方らしい“攻め”の意見とも言えるものの、確かにこうした強気の姿勢は重要ではないかと思われる。

図表 4-11 宮城県におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 支援先企業としては、宮城・山形が多く、新潟もいくつかある。相対的に、岩手・秋田・青森は少ない。 全体的に、東北の企業は控えめな傾向。IPO は望ましいが、株主が経営に入ってくることに對してはやはり消極的。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 雇用創出がなされ、地域活性化につながる事が重要。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 投資を行ったことが銀行の信頼につながり、融資に結びついたケースがある。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> IPO プーム後に、組成時の予想以上に出口関係の機関（監査法人・証券会社・証券取引所など）の対応が遅れるようになった。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャー企業は IPO をまず目指すべきであり、始めから M&A などの他の出口を目指すことは好ましくない。 IPO 後も企業を東北に残して、雇用を守ることが重要。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ファンド成果に関して成功報酬評価のための基準を見直してほしい。 中小機構の出資比率がもっと高いファンドも作ってほしい。
銀行 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 銀行としては、融資と投資を同等のスタンスで考えており、収益性も地域貢献も重要視している。ただ、ファンドに関しては、投資という性格上、（業種や売り上げにもよるが）長期的資金供給としての位置づけをしている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 現時点では本来業務に手一杯であるため、地域ファンドに関しては出資のみの協力、と控えめなスタンスになっている。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ——
銀行 2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 地域ファンドには出資のみの参加となっているが、ベンチャー企業の発展についての呼び水としての効果を若干感じている。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> まず投資を行い、企業の成長が進んだ後に融資を行うというのが理想的であるが、実際にはまだそこまで進んでいるケースは見当たらない。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ——
経済団体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 支援企業が IPO をして有力な新産業となること。 新事業の実用化で満足するのではなく、M&A をより効果的に用いスケールアップする。その M&A 相手が他の地域であっても、何らかの関係が東北にあれば構わないと考えている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 東北地方の VC は主にアーリーステージの企業が対象でリスクが高く、そのためファンドがなければ事業がスタートできない。 その中のいくつかの企業はしっか進んできている。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 書類作成が煩雑である。

	<ul style="list-style-type: none"> ・ 制約が多く、本当に必要なセールスなどの部分にあまり中小機構の支援が使えていない。
企業	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ・ ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地域に根ざしたベンチャー企業として成長することを目標として考えている。例え、IPO したとしても東北・仙台地域に活動拠点を置くことが重要だと考えている。 ・ 地元企業と良好な連携関係を築いている。今後は更に強化・維持していくことを目標としている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行融資ではなくファンド出資であるために負債がない。そのため、経済環境の急激な変化があったとしても健全な経営を維持することができた。 ・ 銀行融資では返済に充てなければならない資金も、ファンド出資ならば経営力向上に充当することができる。 ・ ファンド出資を受けたことが信用力の向上につながり、地域の優良企業との関係構築が容易になった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドの資金調達が可能であったために、他の資金調達手段がやや認識不足になってしまっている。 ・ 融資と比べて銀行との関係が希薄になりがち。そのため、急な資金調達が必要な場合、関係構築から始めるために時間がかかる。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一定以上の資金供給規模は必要。ビジネスマッチング等の情報に関しても、より大きな規模で行うことが好ましい。 ・ 地域ファンドと銀行融資の役割は異なるため、双方からの資金供給が理想的。2つの手段が効果的に発揮されるために、例えばファンド出資で活用される企業・技術の評価ノウハウが、銀行融資にも適用されると望ましい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地域 VC は、目利きはできても資金力に乏しいときがある。それゆえ、政府系の視点からベンチャービジネス育成のための専用ファンドを作られることを望んでいる。具体的には、セカンドステージの累積赤字が存在するような企業に対しても支援ができるようなファンドを希望。企業の発展段階に応じて豊富な資金供給ができるようなスキームが必要。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

ヒアリング結果から見られた東北地方のベンチャーファンド支援の特徴としては、やはり想定どおり大学発ベンチャー企業に力が入れているということが見られた。東京や大阪と比べればもちろん大学発ベンチャー企業の数は少ないものの、地方都市の中では盛んであるということが見出された。そのため、ベンチャー企業として実用化を目指す人材やアイデアが他地域に比べて多く、チャレンジの回数もそれに伴って多いことが、ベンチャーファンドが積極的に活性されている理由の1つなのではないかと考えられる。そして、そうした分野にVCが明確にかつ一貫して支援を行う方針を打ち出していることによって、周辺支援機関が協力しやすい状況が作られているのではないかと考えられる。

ヒアリングから得られたもう1つの特徴は、ベンチャー企業や支援機関が集積している仙台市が、比較的東京に近いことが挙げられる。東京に近いことで人材やビジネスマッチングを確保しやすいほか、国際空港をすぐに利用できることで海外との関係も構築しやすい。それゆえ、ベンチャー企業が積極性を出せているのではないかと考えられる。

一方で、東北地方の経済は明らかに仙台の一極集中であることは、ファンドの課題としても挙げられた。地域密着という点で考えると、経済の一極集中の場合、他の地域に経済発展の恩恵が十分に還元されているのかどうか難しい部分がある。しかしながら、今回取材した VC は東北全体を対象に企業を探し出し、その中からとにかく 1 つでも多くの企業を一人前にすることを優先している。仙台市の一極集中に極力ならないように、広い範囲から企業の発掘を行っている様子を伺うことができた。VC は、中長期的に一極集中を脱し東北全体で活性化するためにも、まず、ファンドとしての成果を出さなければならない、そうでなければファンドそのものが継続できないと言っていた。こうした側面も確かであろう。「一極集中を認識しながらも中長期的に東北ブロックの発展を目指している」という方針こそが東北地方の特徴であり、そうした方針がファンド運営に一貫性をもたらし望ましい成果を生み出しているものと思われる。

③ 愛知県のケース

図表 4-12 には、東海地域を対象とした 2 つの代表的なベンチャーファンドの概要が示されている。両方のファンドにおいて共通する特徴は、共に投資先企業を「東海地域」と広く設定している点であり、ブロックファンドとしての性格を比較的是っきりと打ち出している点である。とりわけ、名古屋投育第 1 号ファンドに関しては、支援機関である中小機構のベンチャーファンド分類で地域型としては区分されていないものの、愛知県のみならず岐阜県・三重県の LP としっかり連携しており、東海地域の企業に広く出資しているという特徴を持っている。こうした連携の特徴は、日本経済を牽引してきたトヨタ自動車やその下請け部門である中小製造業が、電気自動車の普及等によって今までのようには仕事を受けられなくなってしまうとの危機感から派生している。それゆえに、この地域は 1 つの県でのみというよりも複数県で連携して発展を目指す方が適切であると判断したと考えられる。

こうした傾向を、地理的産業構造の側面からより詳しく考えると、ほとんど全ての産業に対していえるのであるが、まず愛知県（名古屋）が牽引し、岐阜県・三重県がそれに続くという形であるものと考えられる。ただし、金融業界に関しては、これよりもやや複雑な状況になっている。すなわち、東海地域はもともと（地方銀行としての役割を担っていた都市銀行である）東海銀行の地元であったため、その他の（第一）地方銀行は存在しておらず、第二地方銀行がしのぎを削っているという構図であった。その東海銀行が 2002 年に三和銀行と合併し、より都市銀行として色彩を強めたため、そのことが他の第二地方銀行の思い切った金利設定、積極的な愛知県ないし名古屋市への進出につながっている。結果、愛知県が飛びぬけ、岐阜・三重が追随しているというよりも、金融業界に関しては概ね 3 県の第二地銀が切磋琢磨しあっているという構図になっているものと思われる。

産業界や金融業界のこうした背景から、東海地域はどこかの県が単体で新たな試みを行うというよりも、周辺地域が連携していく土台が徐々に出来上がっていった。そこで本調査では、周辺地域と強く連携したブロック型の地域ファンドがファンド運営にどのような影響を及ぼしたのか、またどのような課題が浮かび上がってきたのかに関して、特に注目

をしたヒアリングを行った。

もう1つ考慮した点としては、東海地域がいわゆる「名古屋景気」という好景気を2000年代の前半に経験したことである。この好景気が、他の地域とどのような違いを、ファンド運営に関して生み出しているのかについても注目した。

図表 4-12 愛知県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO数 ^(注1)
名古屋投資育成第1号投資事業有限責任組合 ^(注2)	H17.7.21	H27.7.20	5億円	1
(対象) ベンチャー企業を対象。				
がんばれ東海1号投資事業有限責任組合 ^(注3)	H19.4.1	H27.12.31	11億円	1
(概要) 株式公開(IPO)を目指す過程で、個人のノウハウを組織に移転し、企業が製品を安定的に供給出来る体制を作り、東海圏のモノ作り経済を発展させる。				
(対象) 東海圏内の中小・中堅・ベンチャー企業				

(注1) 2010年12月時点。(注2) 汎用型に分類。(注3) がんばれファンド。

愛知県周辺を中心とした地域ベンチャーファンドに関するヒアリング結果は下記のようにまとめられている(図表4-13)。地域経済の特性に関しては、やはりトヨタ自動車という大企業が存在することが挙げられる。そのため、依然として中小企業の主要産業の1つは自動車関連の下請け企業であり、それらの多くは愛知県に集積している。今後、従来型のガソリン自動車から新しい電気自動車に変わっていったときに、これらの中小企業がうまく対応できるのかどうか、東海地域の最初のポイントである、という意見をやはり聞くことができた。

一方で東海地域におけるその他の産業としては、金型などのモノ作り企業が多い。これらの企業はコツコツ型が多く、借金嫌いであるというのが東海地域におけるもう1つの特徴である。そのため、(出資であり借金ではないものの)ファンドという新しいスキームを導入することに関しても、始めは多くの企業が積極的ではなかったようである。

地域貢献に関しては、ほとんどの関係機関はもちろん地域活性化が望ましいと考えているが、東海地域は東京と大阪という二大経済圏に挟まれていることから、多くの中小企業がこれらの地域に移動してしまうため、なかなかバランスが難しい様子である。

ファンド出資を行ってきたことにより感じたメリットとしては、どの機関も明白な効果を感じることはなかった。しかしながら、VCからは本来継続できなかったような企業がファンドによって維持されている事例も見受けられると聞くこともできた。更に、銀行としても、ファンドというオプションが増えてきたため、問い合わせの増加が感じられるようになってきたなど、プラスの効果が少しずつ見られてきているようである。また、銀行側の対応も少しずつ変化してきており、ファンドを通じて企業業績を見ることが、その後の新たな銀行融資開拓ルートにつながっている、あるいはその可能性が考えられるというケースも聞くことができた。

東海地域では連携によるファンド組成がなされており、愛知・岐阜・三重の3県のつながりが特に強い。そのことはプラスの面もあるものの、3つの意見を1つにまとめるというときにはVCとしては苦労があったようである。また、都道府県が複数にまたがることで出資先企業の所在範囲も必然的に広がってしまい、そのため銀行が支援機関としてハンズオンなどの企業フォローをしたくともなかなか手が出せない、というケースがあることが考えられた。また、VCが「地元何らかの関係がある企業」という定義で出資を行っていたとしても、拡大解釈で東海地域以外の企業へ出資が行われてしまった場合には、いくつかの銀行が複雑な心境を感じているという意見も聞くことができた。一方で、複数の県が連携してファンド出資を行っている場合には、GPであるVCは出資が実行された後も各地域の支援機関の温度差に注意を払った運営が求められており、ここでも各種のバランスがなかなか難しい様子であった。しかしながら、複数の地域が連携してプロジェクトを推進するという事は、それだけ規模や選択肢が増えるということでもあり大きなメリットもある。現在のファンドが満了を迎えた後には、1つの県でファンドを用いることの身軽さと複数県での規模というメリットの両方のバランスを考える必要があるものと思われる。

ファンドの理想形態に関連して、ブロック型のファンドは幅広の積極的支援が必要な場合、特に景気が上向きの場合には一定の存在意義を発揮しうるようであるという意見を聞くことができた。しかしながら近年のような不景気の中では、ブロックファンドを運営していく上での制約部分の多さが際立ってしまい、なかなかその有効性を実感できていないようであった。一方、東海地域はいわゆる名古屋景気という好景気を2000年代前半に経験していたが、リーマンショックの打撃はその反動の分だけ大きかったようである。そのため、従来型の自動車産業の下請けからの脱却・変化に柔軟に対応し、銀行融資では支援しにくい新たな分野を開拓するためにも、ファンド出資の意義は大きい。地域密着型ベンチャー企業の資金調達手段として根付かせるためにも、IPO以外の出口の選択肢をしっかりと設定し、ご当地ファンドとしての存在意義を明確に打ち出していく必要があるだろう。その1つの手段として、短期的なキャピタルゲインではなく、長期的な配当による収入(インカムゲイン)の増大を目的としたファンドの形は望ましいのかもしれない。

図表 4-13 愛知県におけるヒアリング結果の概要

VC 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 大規模産業のトヨタ自動車があるため、中小企業もそれに関する工作機械産業・航空機産業が主体。(取引企業の内、製造業70%、その他は建設・卸・サービス業など) 愛知・岐阜・三重の3県の産業・金融機関は以前より関係が深い。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 長期的な安定株主としての役割を担うことを意識している。そのため、投資先企業に対してもIPOを必須の条件とはしていない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 不況のためか、あまりはっきりとはメリットを感じていない。ただし、ビジネスフェアへの積極的な参加をする企業が増加している様子。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 出資先企業の選定に関して、3つの地域からLPの意見をとりまとめることは難しかった。ただし、組成後は順調。 ファンドが満了を迎えたときに、次の技術向上に使う余裕資金が見あたらないことを懸念。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> IPOではない、配当からの収入を期待した支援を行うことがよいのでは。

Q6	<ul style="list-style-type: none"> • ある程度はリスクを前提としているものの、過剰なリスクは問題。ただし、ファンドの廃止によりチャレンジがなくなってしまうことも問題。特に、ファンドの出口が見られない今は難しい。 • より長期的なファンドが必要かもしれない。 • ハンズオン（人材や費用面）に注力してほしい。それがファンドにもよい効果がでるのでは。
VC 2	
Q1	• ——
Q2	• ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> • ファンドによる企業からの特に目立ったメリットは、明確には見られなかった。ただし、いくつかの投資先企業にとっての生命維持のための役割は果たしたのでは。 • その後のファンドのための、信用力向上につながった。 • ファンドが企業に入ることによって、経営監督をするよいきっかけになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> • 1社当たりの出資額は少なく、VCによる持株比率が低いため、経営者が提案を熱心に聞き入れてくれないことが多かった。 • 経営者自身に、あまり成長意欲が見られないケースが多い。ベンチャー企業は「成長志向企業」であるべきで、上昇志向こそが重要な要素。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> • 昔ながらの保守的な経営者が比較的多いため、新しいスキームであるファンドが積極的に受け入れられるかは今後も難しい可能性。 • ファンドが入ることによる、経営規律の向上、経理・営業・マネジメントなどの側面を補強できる。 • IPO 以外の出口の選択肢、それを関係者に受け入れてもらうためにはどうすべきかを議論する必要。そのためにも、キャピタリストの更なる育成。 • 出口としては「IPO でなくとも、地域社会にしっかりと雇用が創出されていればよい」という考え方が重要。 • 企業に対してしっかりと意見を言うために、ファンドに関しても、VCによる株主比率をもっと引き上げたい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> • より多くの企業への訪問が必要。そして、そうした情報を VC に流してくれるという制度がほしい。 • 案件発掘の支援をより強化してほしい。
銀行 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> • 重要な点は「今後の自動車産業がどうなるのか」、それに伴って下請けがどうなるのか。 • 中小企業分野は、やはり今後もモノ作り。コツコツ型の企業が多いことが特徴。そのため、当初はファンドの受け入れにも積極的ではなかった。
Q2	• ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> • ベンチャー企業は出にくい土地柄だったが、変化の傾向は見られるようになってきた。 • メリットは明白には認識できていないものの、支店からのファンドの問い合わせに答えられるようになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> • 東京と比べると、まだまだ新興分野において起業する人材は少ない。 • 予想以上にパフォーマンスを伸ばすことが困難。 • ファンド決算時のコストが大きく、煩雑。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> • 今後の自動車産業の下請け企業を変化・存続させるためにも、今後の“ご当地ファンド”は重要。 • 銀行として積極的に攻めたいが融資としては難しい分野（農業や医療など）に対して、とりわけファンドが有効なのでは。
Q6	• ——
銀行 2	

Q1	● 中京圏では製造業が 60-70%ほど。これらは、ほぼ愛知県に集まっている。
Q2	● ——
Q3	● ファンドが入ったことにより企業の様子を見ることができるようになった。そして実際に銀行融資にまでつながったケースがあった。
Q4	● リーマンショックの影響は想定以上だった。それ以前には名古屋の景気は良かったため、かえって反動が大きかった。
Q5	● リーマンショックの経験から、これまでのファンドの考え方は変えなくてはならない。新しい「出資の意義」というものが重要。 ● ブロックでファンドを作ったことによる効果は、特に感じられなかった。 ● 地域ファンドの存在意義を考え直し、積極的に次の投資につなげられるように形を考え直さなければならない。
Q6	● 第二地銀として弱い部分（大学等との連携・マッチングや、地域外の話）で、ハンズオンなどの支援を行ってほしい。
銀行 3	
Q1	● 中小企業向けの中心産業は、金型。 ● 借金が特に嫌いな体質である県の 1 つ。 ● 環境や医療機器の分野に期待はあるが、ほとんどの権利は海外が取得してしまっている。
Q2	● 有力な中小企業は、多くが東京へ行ってしまう。
Q3	● 銀行融資は制約が多いため、ファンドによって顧客に紹介できるオプションが増えた。
Q4	● ファンド出資はしているものの、投資先企業のフォローまではなかなかできていない。 ● 出資先企業についての VC からの報告が、実際には事後承諾になってしまっている。 ● そもそも開業率が低下しているために、出資支援よりも企業案件の発掘が特に難しい。
Q5	● 地域ファンドは、創業から銀行融資までの「つなぎ」としての役割に期待。企業が育てば税収や雇用の増加も考えられ、そのための「呼び水」としても期待。 ● ブロック単位でのファンド組成は、相対的に制約が多くなってしまうため若干やりにくい。 ● 景気がいい時には、ブロックファンドは幅広くに事業支援を行うことができるため一定の存在意義。
Q6	● 全国的への販路拡大・マッチングのための支援を希望。 ● 人材面でのフォロー（経営の専門家など）。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

ヒアリング結果をまとめると、東海地域の経済は東京・大阪という大都市に挟まれているという地域特性であったことから、近距離で人材や取引相手を確保することができたという点がメリットとしてあったものと考えられる。

一方で、トヨタ自動車という大企業があり、そこに関連した中小製造業などが（ファンド出資のためのベンチャー企業として）スピノフしやすい土壌であったことも重要であろう。自動車関連企業の全てが地域ファンドの主力支援先になっているわけではない。しかしながら、自動車産業などで培われたモノ作りの盛んな土壌が「伝統的な技術を活用し

た企業の育成」という VC の打ち出している明確な方針につながっており、ファンドに関するその他の支援機関としても協力しやすかったのではないかと考えられる。

またやや狭い範囲での地理的特徴を考えると、愛知県というリーダー県があることはもちろんであるが、積極的な協力関係が築ける岐阜・三重という準リーダー県が隣接していたという特徴も大きいようであった。愛知県がリーダーシップを発揮し、以前から単体でファンド組成・運用を行っている岐阜県や、産業上のつながりが強い三重県が周囲を固めているという図式は、様々な事態に柔軟に対応できる体制となっており、ベンチャー企業としても思い切った挑戦をできる雰囲気になっていたのではないかと考えられる。

むやみに周辺の都道府県とブロック体制を築いても、ファンドがうまくいくとは限らない。その連携の中には、関係機関全てが同じ方向・目的を向いているということが必要条件として入ってくるであろうし、そのためのリーダーシップを発揮できる機関が必要となる。更には、その同じ目標を持ち続けるための経済的地盤も必要となってくることが考えられる。

④ 広島県のケース

広島県は現在の県知事自身がベンチャー企業を起業していたということもあり、自治体である広島県が積極的な地域ファンドを推進しているところが非常に大きな特徴として挙げられる²²。もちろん広島県単体としては財政状況が厳しい点は他県と同様であり、ベンチャー企業が問題なく成長しているという状況ではないと思われるが、他県に比べてベンチャー企業やベンチャーファンドへの注目度が高いということはいえる。

中小機構が出資をしている広島県の地域ファンドは出資総額が 5 億円であり、今回比較したファンドの中では比較的小規模なサイズであった。しかしながら、ブロックファンドではなく投資対象を広島県 1 県に絞っていることを考えると、一定範囲内をしっかりとカバーすることに集中しているタイプのファンドであると考えられる（図表 4-14）。地域を限定していることから、きめ細かい情報収集が可能となっており、なおかつ自治体が協力にサポートできるという 2 つのポイントが、地域ファンドに対してどのような影響を及ぼしているのかに焦点が当てられた。

²² 広島県は 2011 年度中に「広島版産業革新機構（仮称）」を設立し、投資ファンドを設立することを目指している。（日本経済新聞 平成 22 年 11 月 20 日など。）

図表 4-14 広島県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
企業育成型ひろしま投資事業有限責任組合	H17.9.30	H27.12.31	5 億円	0
<p>(対象) 原則として、新事業展開や第二創業に取り組む広島県内の中小・ベンチャー企業や研究開発拠点等として広島県と深い関係を有する企業のうち、今後成長が期待できる株式未公開企業で、将来株式の公開をめざしているもの。経営革新計画の承認を受けた株式会社も対象となっている。</p>				

(注1) 2010 年 12 月時点。

広島のアールリングは、やや少ないものの 3 カ所の関係機関から行った (図表 4-15)。広島の地域特性に関しては、ここはもとより自動車産業、造船業や建設業がさかんな地域であった点が挙げられる。しかしながら、これらの産業は広島市周辺に集積している一方で、中小企業は備後地域に主に集まっている (主に福山市)。この地域は、伝統的には繊維産業が主要産業であったが、現在は IT などを活かした企業が増えてきている。

広島県ファンドの地域貢献の認識に関しては、地元重視を念頭に置きつつも、アジアに出やすい地理的特徴から海外進出も視野に入れているという柔軟な方針が見られる。VC としては、「大規模企業は海外進出を目標に、中小企業は地元重視・地元還元」というのを、基本スタンスとして考えているようである。ただ一方で、自治体としての支援スタンスは中小企業であってもあまりに広島限定を強く打ち出してしまうことは活動範囲を狭めてしまうことにもつながるため、実際には「広島に資する企業であればよい」という程度の余裕を持った姿勢である。

ファンド出資が広島県に導入されてからおよそ 10 年が経過しているが、多くの担当者からはファンドの認識が少しずつ人々に浸透してきているという声が聞かれた。その中で見出された副次的な効果としては、ファンドの出資先ではなくマッチング先の企業の業績が上昇した事例があったという意見を聞くことができた点である。今回はたまたまマッチング先への貢献ということになったものの、ファンドを通じた関係の強化によって中長期的には出資先への業績改善という還元も達成されるものと思われる。

ファンドの必要性に関しては全ての関係機関が共通で認識しているものの、これまでファンド運営の様子から、存在意義に関しては従来の考え方は変えていかなければならない、今までの IPO などを判断基準にした存在意義の考え方では問題があると感じている様子であった。つまり、地域ファンドは地域活性化を第一の目的としていながらも、どうしても IPO を目的として考えてしまう。ところが、広島も例外ではなくベンチャー企業の IPO には様々な困難が伴うため、彼らが実際の目標とするには難しい。そのため、M&A やバイアウトなど、ファンドに関してもその他の出口戦略をしっかりと考える必要がある。更には、ファンドの評価手法についても、収益性やパフォーマンス・IPO 数以外のものをきちんと作成する必要があるとのことであった。しかしながら、実際にはこうした中長期的な課題に対応できる人材は不足しており、そのため自治体を含めた関係機関は困っているとのことであった。

広島の関係機関が考えているファンドの理想形態に関しては、「地域ファンドとして評

価できるパフォーマンス」と「営利型ファンドとして評価できるパフォーマンス」は異なっており、その基準をしっかりと定め、区分されたものが望ましいとの答えを聞くことができた。

また理想形態についてのもう1つの意見としては、広島という1つの県のみではファンドの規模も対象企業の数も少ない。そのため、地域密着型・地元重視という基本路線をとりつつも、他のエリアとの連携・拡大を検討していくことが重要であるというものも聞くことができた。

図表 4-15 広島県におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 元々、造船・建設が盛ん。そのため、企業を育成する体制や意識が自治体にも高かった。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業も地元銀行の後ろ盾が見えると、VCに対しても信頼感。 企業が利益を上げることはもちろんだが、気持ちの部分も重要。企業が元気になった上で雇用促進できるのが望ましい。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 大手VCは海外進出を進めるが、ここは地元重視・地元還元の方針。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 投資先企業そのものではなく、マッチング先の企業業績により効果が見られた。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 企業のIPOはやはり困難なため、M&Aやバイアウトなど出口戦略を考える必要あり。 都市圏進出はむろん考慮。しかし基本路線は地元重視。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 一方で、「中国・四国」+「九州」地域のVC同士での協力関係は模索している。 企業間の経営マッチングを全国レベルに拡大してほしい。 企業側からの意見を、規制などの施策にきちんと反映させるような交渉を行ってほしい。 起業家を尊重・育成するための教育を積極的に行ってほしい。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> アジア重視のスタンス。アジアに「モノを売りに行く」ことが増える方針。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 地域ファンドでありながら、目的の多くがIPOになってしまった。 規模がやや小さめである上、融資と比べて手続きに時間がかかる。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> どの程度の地域ファンドの成果が妥当なのかについて、銀行の判断が他の支援機関が用いる1つの判断基準になるはず。その基準以上の成果なら大手VCによって営利型として扱われ、これ以下なら地域ファンドとして扱われるような指標が選択されるべき。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 「地域ファンドを全国規模で」「GPは地元VCに」というスタンスは共に望ましい。 中小企業は難しいケースも多いので、色々なネットワークからのアプローチが望まれ、情報収集のためのオプションの1つとして中小機構に期待している。
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 「国」「県」「市」の三層構造が維持。またテクノ財団がしっかりと自治体に入っているため、中小企業各種団体が積極的に動いている。 広島と備後エリアに企業が集中。中小企業は特に豊後に集中。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> あまり狭い地理的範囲に限定せず、「広島に資する企業であればよい」程度の寛容さを持った方針がよいかもしれない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ファンドについての評価指標（金融指標を含む）を独自に検討しているが、最近10年でこうした指標を受け入れるケースが増えてきている傾向。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> VCが県ベースでのファンドについての評価指標を作成することは難しい。役所

	は人事異動により担当者が変更になると、取り組みの情報が途切れてしまい継続が困難。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ● ハンズオン支援の充実が必要。 ● 地域を限定することがファンド運営の困難を引き起こすケースがあるため、他の地域とうまく連携する方法を考えたい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ● ファンドをもっと作ってほしい。 ● ファンドは規模が大切であるが、一方で公的機関が半額出資したものの、過剰な規制のために残りの半分を民間で出し切れないというケースがある。

(注) Q1：各地域の特異性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

広島はこれまでのヒアリング先（北海道・宮城・愛知など）と比べると、限定された地域に比較的小規模な資金のファンド投入を行っているという地域である。これまでの地域ではベンチャー企業の育成のために「ある程度の広い範囲から企業を集め、ある程度の規模の資金を投入する必要がある」という前提条件が据えられていた。それに対して広島県のファンドは、比較的小規模の出資であっても一定のことはできるということを示している例であろう。ベンチャー企業を含めた多くの中小企業が特定の地域（福山市など）に集中し、自治体などがこれらの企業動向を把握しやすい状況であるため、こうしたことが小規模であっても効果的な支援を可能にしている要因の1つであろうとは想像できる。範囲が限られていることによってGPやLPが密に連携をとれ、ファンドの運営方針・目的意識の共有化につながり、良い効果をもたらしていたのではないかと考えられる。どこの地域であっても、この条件が揃いさえすればファンドがうまく行くとはいえない。例えば、積極的なリーダーの存在なども重要であろうと思われる。しかしながら、他のエリアにおいても、自分の県の経済規模が小さいからといって始めからファンドの運営を諦めてしまうのではなく、比較的うまく運営している県が存在するのということを知っておく必要はあろう。

また広島県でのヒアリングでは「ファンド成果に関して（IPOではない）独自の指標の検討」や「テクノ財団が自治体に入ってしっかり動く」など、自治体が積極的に参加しているという様子を聞くことができた。こうした自治体の姿勢が、VCや金融機関に対しても影響し、地域ファンドに対する一般の人々の関心を引き上げているのではないかと考えられた。

広島県ファンドの特徴である小規模であるということは、当然のことながらデメリットにもなりうる。ファンドが小規模であれば、投資対象となる中小企業が少ないことも意味するし、その先のビジネスマッチングの相手が少なくなってしまうということも意味する。つまり、資金供給面だけでなく、ハンズオンの側面においてもより大きな困難が待っているのである。広島県のファンド担当者はこうした弱点を補うために、次のステップとして、既に海外展開や中国・四国ブロックとの連携などを視野に入れて模索している様子であった。まだ実現までは至っていないとはいえ、すぐに行動できるフットワークの軽さは、ファンドに好影響を与える1つの要因となっているのではないかと考えられる。

まとめると、ファンド対象のエリアを小規模なままで維持するにせよ拡大していくにせよ、自治体がしっかりとした目標を持ってリーダーシップを発揮している点が広島のカースでは大きいのではないかと思われた。

⑤ 福岡県のカース

中小機構が出資を行っている福岡県のカースとしては以下の2つが挙げられる（図表4-16）。チャレンジ九州カースは、ベンチャーカースではなくがんばれカースの区分になるが、九州の企業に出資を限定しているという点で、地域カースとして考えられる。しかしながら、下記の2つのカースともが福岡の企業だけに焦点を当てているというわけではなく、九州全域あるいはその周辺の県にまで投資対象を拡大している点は、カースそのものの大きな特徴として挙げられる。

福岡県のカースでの連携の方法としてヒントになるのは、「九州 IPO 挑戦隊」という、複数の中小企業支援機関等が連携して地元企業を積極的に支援していこうという試みがあることである。これは福岡県産業・科学技術振興財団や福岡証券取引所などが相互に情報交換し、福岡県に限らず九州全域の中小企業が活気を取り戻すようなバックアップをしていこうというプランである。こうした試みからもわかるように、九州では福岡県がリーダーシップをとり、それ以外の県が周囲を固めるという「オール九州」でのカース体制が築かれつつある。このような連携体制が、地域カースの成果にどのような効果をもたらしているのかということが、この地域のポイントであると考えられた。周辺地域との連携という例でいうと、東北地方や東海地方などが本報告書の中でも取り上げられているが、九州は本州とは切り離されている点、また東京や大阪といった大都市圏から距離がある点などが異なっている。こうした都市部と距離がある中での独自の連携の形という点に注目される。

図表 4-16 福岡県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
チャレンジ九州・中小企業ががんばれ 投資事業有限責任組合 ^(注2)	H18.4.1	H25.3.31	10.20 億円	0
<p>(方針) 新商品の開発、新事業の開拓等の新事業展開にチャレンジする老舗企業・ベンチャー企業に対して、経営実態に即した多様な資金供給と踏み込んだ経営支援を行い、既存中小企業の新事業展開・第二創業へのチャレンジを積極的に支援することにより、企業及び地域の活性化を図る。</p> <p>(対象) 主な拠点が九州圏内（九州各県、山口県、沖縄県）にあり優れたアイデアや技術、ノウハウ、ビジョンをもって新商品の開発、新事業展開にチャレンジする中小企業。業種、業歴は問わない。尚、株式公開を目指さない中小企業も対象とする。</p>				
九州ベンチャー投資事業有限責任組合	H16.7.23	H25.12.31	19.8 億円	1
<p>(方針) 世界に通用する技術力を持つ創業間もないベンチャー企業を厳選し、徹底した支援を行うことで、高い投資リターンを追及。</p> <p>(対象) 九州に基盤があるか、あるいは九州と何らかの関係のある企業で、地理的に支援できると判断される範囲にある企業。</p> <p>(業種) 特定しない(半導体、バイオ、ナノテク、流通・小売、各種サービス等)</p>				

(注1) 2010年12月時点。(注2) がんばれファンド。

図表 4-17 では、福岡県の地域ファンド関連機関から得られたヒアリング内容の情報をまとめた。地域特性に関しては、福岡地区の中小企業は主に2つのグループに分かれているという構造を聞くことができた。1つ目は業種を問わないがあくまで地元密着・還元を目指しているという中小企業であり、2つ目はアジアなどの海外に目を向けている中小企業である。ファンドの支援機関である地域金融機関は前者のグループの中小企業を主たる取引相手としているが、自治体や取引所などの公的機関はどちらかという後者のグループの中小企業を主な支援対象としている感じであった。これら2つのタイプが明確に住み分けて併存している、というのが福岡の特徴なのではないかと考えられる。

地域貢献に関しては、VC と銀行は「IPO はできれば望ましい」という程度であり、それよりも「資金循環の活性化」「雇用増大」などが引き起こされる方が望ましいと既に考えている。特に、VC は明確に「地元にいること」が密なコミュニケーションのためには重要であると言い切っている。

ファンドを導入したことによるメリットに関しては、産業全体のレベルではまだ見えてきていないようだが、個々の企業のレベルでは成果が出てきている様子である。例えば VC の取引相手の企業には「事業を積極的に行おう」という前向きな人が出てきたようである。また、LP である金融機関からも「多くの事業計画が出ている」「雇用の低下が止まっている」のような、取引先の手応えが改善している報告を聞くことができた。

ファンドによる苦労に関しては、大きく2つのものを聞くことができた。1つ目は地理的条件から来る人材不足の問題であり、2つ目はファンド運営の環境やハンズオンなどの

点でまだ改善の余地が残っているという問題である。人材不足に関しては、九州は東京や大阪に比べてやはり絶対的に出資者や運営者が不足していることを示している。積極的にチャレンジをするこうした人材を、どのように育成していくのかがファンドにとっては重要な課題である。しかしながら VC が言っているように、ファンドの浸透度はまだまだ低いので、「地元の間人投資先でない、出資者からの信頼を得るのはなかなか難しい」という特徴がある。それゆえ地域を挙げて、出資者や経営者の意識改革・人材育成に取り組む必要がある。2 つ目の制度的な部分の課題としては、支援機関同士のネットワークという部分で GP と LP の間の温度差が存在する場合に、企業への対応のギャップが発生してしまう点などが挙げられる。

図表 4-17 福岡県におけるヒアリング結果の概要

VC1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> リスクマネーという新スキームに関しては、やや保守的だった。その後、情報の透明性を高めることで受け入れてもらうことができた。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 親密なコミュニケーションがとれる企業を対象に出資。また地域への影響（雇用増大）などが強く見られるところを重視。 都心部・海外に進出希望をあらかじめ持っているところは対象ではない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 地域経済により効果が。担当出資先のうち数社がもう少しで IPO できる。 前向きな人が増加した傾向。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 九州は（東京と比べ）人材が少なく、経営管理の認識が弱い人が多いため、VC が直接こうした事態に対応しなくてはならない。 地域活性化という VC の仕事を、もっと地域をあげて取り組む必要がある。規模ではなく、地域ならではのファンドのスキームを早急に見つける必要がある。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 地域にファンドを理解してもらうためにも、投資家が全て見るようなガラス張りの環境が重要。 あくまで地域ファンドは地域活性化が目的なので、県外に投資をするに関しては難色を示されることが多い。 目標として、将来的に 5,000 人の雇用創出、金額的には合計で 10 億円の経常利益が出せるように。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 人材育成やビジネスマッチングへの支援を行ってほしい。 公的機関が入ることで全国規模のファンドが作られ、長期的な資金供給へのスキームを実施してほしい。
VC2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 広い条件で探した結果、当初の予想よりも多くの有望企業がいた。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> しっかりとファンド運営の成果を出すために、地域をあまり強く限定しなくなかった。「九州に何らかの関わりがあればよい」程度のスタンスで投資対象を発掘した。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 特に 2000 年以降、少しずつ資金を集められるようになった。その結果、企業の救済や雇用増大を達成することができた。しかしながら、これまでの出資先企業が出口を迎えていないので、その他の企業が後に続くという事例までは至っていない。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの規模が小さい場合には、どうしてもファンドそのもののリスクも大きくなってしまふ。いざという時には、VC として（追加融資等）動くことができないことがあった。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 地域ごとの形を模索していくべき。ポイントは、当該地域の目標としてどのようなものが考えられるか。 九州の場合には、海外との関係も多くあるため、地域ファンドといってもあま

Q6	<p>り地域にとらわれすぎない方が好ましい。「九州に何らかの関わりがあればよい」というスタンスがよいのでは。</p> <ul style="list-style-type: none"> ハンズオン支援などの部分で、経営者育成に支援機関がもっと力を入れるべき。特に、経営者が孤独になりすぎないようにサポートする必要がある。 ビジネスマッチングの拡大。特に、出資企業のステージ毎に適切なマッチングができるような体制がほしい。 九州以外の企業も効果的に紹介してほしい。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 銀行としては、特定産業であるかよりは、地元企業であることを重要視している。実際には、鉄や車、あるいは流通や不動産などが多い。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 「町が元気になる」→「お金が動く」という流れができていることが望ましい。この流れができるのならば、ジャンルは何でも構わない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 少し雇用が維持できてきているという傾向が見受けられる。 ファンドの導入は銀行にとっては、オプションの増加と捉えることができる。そのため、従来よりも多くの計画・能力・状況に対応できるようになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関はハンズオンを VC に任せ気味なため、中小企業への直接的なフォローはなかなか行いにくい。 上記の理由のため、情報の入りが少し遅れてしまう。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 物作り力が向上、IPO 数の増大が望ましい。 銀行としては、ファンド出資に大きく関わることはできないが、リスクマネーの後に銀行融資につなげる、あるいは同時サポートするなどの形は考えている。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ——
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 地理的特徴から、多くの企業がアジアなどの海外進出を意識している。 地元企業には経営計画を発表する場が提供されている。ここでは、企業は自らの情報を精査し、プレゼン力を引き上げることができる。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業が成長し雇用が増加、それに伴って法人税が増大するように動いていくことが好ましい地域活性の形。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャー企業自身が経営上の基礎体力をつけるためにファンドが効果的に活用されるのが望ましい。そのためにも自治体が民間機関と連携をとりながら長期的な支援を行うことが重要。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 自治体が自由に使える安定的な資本がほしい。 (競争するのではなく) 支援機関同士が連携を前提とした関係が作れるように手伝ってほしい。
証券取引所	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 地域資源を取り入れ活用できている企業、あるいは女性人材をうまくとりいれている企業などが近年好調である。 アジアは有力なマーケットとして考えている。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業が IPO をして成長し、地場が活性化していくこと。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ファンドは地域経済活性化のためにはもちろん必要であるが、まだ判断しきれない。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 都心部と比べ、九州は資金の出し手・運用方法が限定的。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 企業が IPO をして地域が元気になる状況が望ましい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> リーダーとなりうる人材の育成並びに、企業同士のネットワークを中小機構に望む。 中長期的な資金の供給者としての役割。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのよう

な認識を持っているか、Q3: リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4: リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5: 地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6: 地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

九州地方の地域ファンドの特徴としては、やはり東京や大阪といった都心部からの距離が遠かったという点が中小企業の発展方針にも影響していたと思われる点である。つまり、都心部から距離があるために、マッチングやハンズオン支援という点でも九州地方の経済はなかなか大都市の力を頼ることができない。そうしたやむをえない背景が、地元で強い連携を組むという選択肢につながったのではないかと考えられる。一方で、九州地方は東京や大阪からは遠いものの、韓国や中国には近いことから中小企業や自治体、証券取引所がアジア展開を意識して支援を行っているという特徴を持つ。こうしたことは、方向性が明確になっているという点でファンドの成果にも望ましい効果を発揮しているのではないかと考えられた。

ただ、九州におけるファンド運営でもう1つ大きな役割を果たしたことがわかったのは、九州電力のような大企業の存在である。このような九州全域の経済に大きな影響力を持つ企業が一斉に号令をかけることによって、複数の都道府県であっても同じ方向を向きやすい環境ができあがったのではないかと考えられる。

中小企業の一部がアジア進出を明確に目指している一方で、本当の意味で地域に密着し地元経済の繁栄をしっかりと考えている中小企業もある。九州地区のファンドの強さは、「地元の狭い対象を考えているファンド」と「海外展開のように広い対象を考えているファンド」の2種類が併存し、それぞれが住み分けをした上で業務展開をしていることが、総合的に見た場合の好成果につながっているのではないかと考えられる。

(3) 地域ベンチャーファンドの類型

前項(2)のヒアリング内容の検討によって、地域ファンドがうまく進むためのポイントとして、いくつかの要素があるということが見受けられた。ここで注意すべきは、地域ファンドにはいくつかの形態があり、これらを分けて考えるべきだということである。見るべきポイントとしては、

- ・都市型なのか地方型なのか、
- ・大都市圏とのつながりがどの程度なのか、
- ・経済圏として一定程度以上の規模のエリアなのか、それともそもそもの規模が小さい地域なのか、
- ・ファンド組成に対する関係者の積極性（積極的に作ったのか、周囲に流されて作ったのか）、
- ・地域内での支援機関における担当者間の連携の強さ、
- ・隣接地域とのつながりの強さ、

などである²³。

地域ファンドは、それぞれの地域の経済状況に合わせてスキームのアレンジをして組成されるべきものであるため、当然のことながら地域経済の状態及びそれまでの運用経験の多い少ないによりファンドの成果が左右されてしまうことが多い。

そのため、全国画一的なものとしてファンド出資のあるべき姿を捉えるのではなく、それぞれの地域が①どのような点が自分のエリアで参考にできるポイントなのか、②どのような点はその地域特有のポイントなのかをはっきり理解する必要がある。そこで、以下において、1つの提案として地域ファンドについての分類を行ってみた（図表 4-18）。ここでの分類を参考に、各地域の担当者は自らの地域はどのようなタイプが適合するのか、また既存のファンドがその分類に適切に沿ったものであったのかを確認することは有意義なことであろうと思われる。

まず地域ファンドを規模によって分類してみると、おおまかに5つに分けられる。もっとも多く地域が採用し組成が行われている地域ファンドの類型はA.地方単体型ファンドであり、実際には都道府県・政令指定都市レベルで運営が行われている。次に、いくつかの都道府県で協力関係を築いているB.地方エリア型、九州や四国などの政治地理区分にまで関係を拡大したC.ブロック型、更に東・西日本のような広範囲から投資先企業を探すD.大ブロック型、日本全国の中小・ベンチャー企業を投資対象とするE.ナショナル型などがある。このように、中小・ベンチャー企業の発掘対象をどこまで広げるかまたは連携関係を結ぶエリアをどこまで拡大するかによって、投資先企業の選定基準や運営方針、目標とする成果指標等が変わってくると思われる。

²³主に、今回は経済規模に焦点を当てて分類を行ったが、実際に細かくファンド関係者のつながりを見た場合には、大学と関わっているベンチャー企業なのか、そもそも特定業種だけに絞っているベンチャーファンドなのかなど、内容としての違いも追加的に出てくることになる。

図表 4-18 地域ファンドの類型モデル

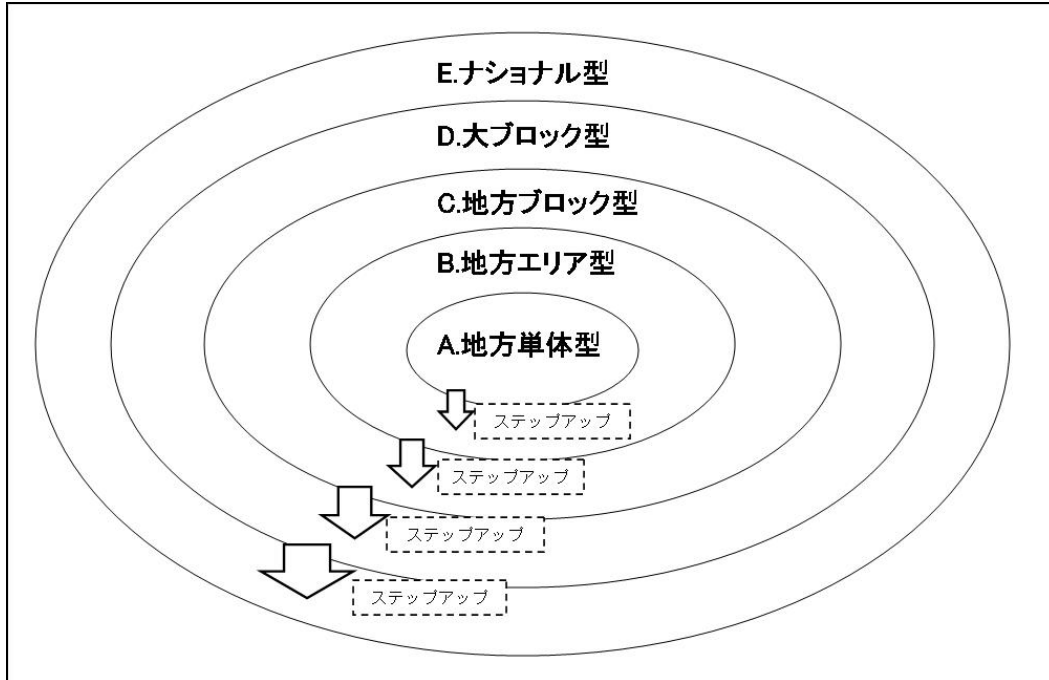
規模による分類	
A. 地方単体型	地方自治体・地方銀行等による単体でのファンド
B. 地方エリア型	いくつかの自治体・地銀等による連携ファンド
B-1	
エリア単体型	例：東海3県ファンド
B-2	
エリア複合型	例：北九州エリア+中国ファンド（仮想）
C. 地方ブロック型	Bタイプよりも、もう少し規模を大きくしたファンド
C-1	
ブロック単体型	例：オール九州ファンド
C-2	
ブロック複合型	例：九州+四国ファンド（仮想）
D. 大ブロック型	Cタイプよりも規模を大きくしたファンド
	例：東日本ブロック・西日本ブロック
E. ナショナル型	国内全域を網羅し、国策として企業育成を図るようなファンド
目的による分類	
F. 特定産業型	特定の産業育成を目的としたファンド
	例：製造・金属・環境・バイオ・ロボット等
G. 特定目的型	特定の目的を持って組成されるファンド
	例：観光活性化・大学生雇用促進・新産業育成等
H. IPO 支援型	IPO 実現企業を育成することに特化したファンド
	例：現在運用されている大多数のファンド（特化ではないものも含む）

（注）筆者作成。

エリア毎の分類については、図表 4-19 に概念図を示した。投資先企業の成長に応じてファンドも発展していくべきであり、始めの組成時の投資範囲をずっと継続しなければならないわけではない。当該ファンドの運営期間中に規約を変更することは難しいが、第2、第3のファンドを組成する際には、始めのファンドによって達成された成果や周辺地域との連携の程度によって、その後のファンドの適切な形というのはもちろん変わっていくべきだと思われる。例えば、当初、地方自治体や公的機関による支援が必要となる都道府県レベルの「地方単体型ファンド」であったものが、出資企業が業績好転に乗り、2番目、3番目のファンドでは「エリア型」「ブロック型」にステップアップしていくことも考えられる。その場合には、最初のファンドを管理していたGPは運営していく中で得た当該企業のノウハウを含めた企業への出資権を、より対象範囲を広く取っている別の広域ファンドに売却という形でExitし、更なる企業育成につなげて構わないであろう。こうしたファンドのステップアップの仕方は、中小・ベンチャー企業にとってもファンド出資の形としても、むしろ理想的な流れであるようにも考えられる。成長過程の中で出資先の企業が基礎体力をつけることができているのであれば、たとえ地域密着型のVCや地方自治体が組成したファンドであっても、利益重視である大手VCや都市型VC系によるファンドに移管して構わない。始めの段階で、巣立っていった企業が地域経済に（利益を）還元するようにコミットできていれば、長期的には地域経済の税収増加につながるだろうし雇用促進

も期待できるからである。

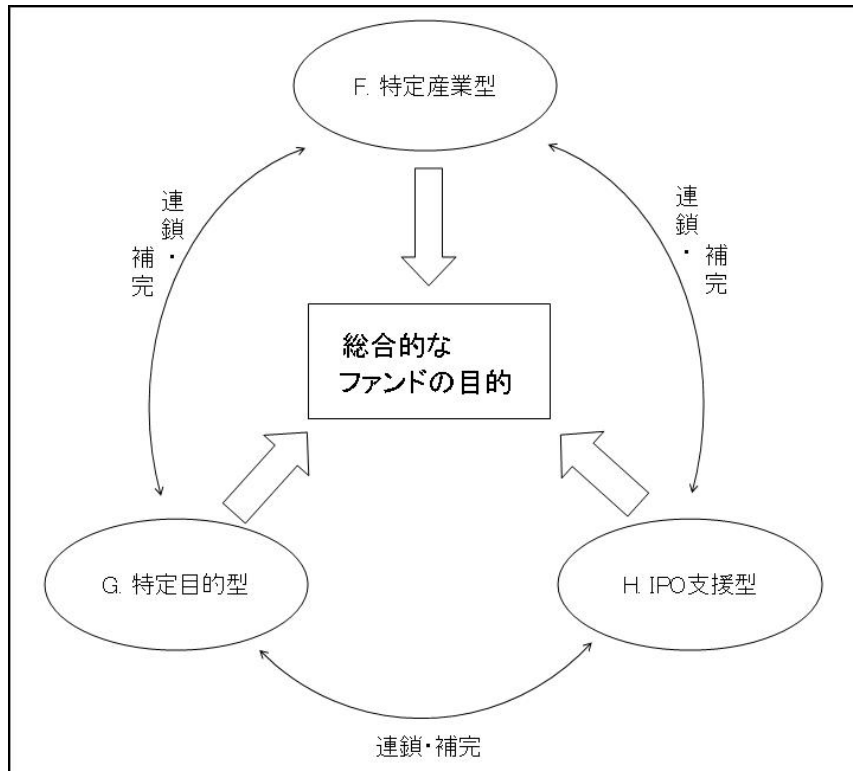
図表 4-19 エリアによる地域ファンドの分類（概念図）



(注1) 筆者作成。(注2) 円の大きさは、ファンドの相対的な地理的範囲を示す。

その他、ファンドがどのような目的のために組成されたのかによって、3つに分類することもできる。(図表 4-20) ①バイオ・IT・環境関連産業などの特定産業の育成を出資目的としている F. 特定産業型、②(業種を限定せず)観光資源の有効活用・大学保有の知的財産・技術の産業界への移転といった目的達成のために投資先企業が選定される G. 特定目的型、③(業種・目的を特定せず)IPOを達成することに特化する H. IPO 支援型である。ただし、これらの目的は完全に相反するものと考えべきではない。地域ファンドによっては、これらの目的を重複して設定しているものも存在するだろうし、同一ファンド内の投資先企業の目的設定の程度が異なっていることも考えられる。それゆえ、実際には、異なる目的が相互に影響を受けて総合的な1つのファンドとしてまとめられていると考えるべきであろう。

図表 4-20 目的による地域ファンドの分類（概念図）



(注) 筆者作成。

暫定的なものではあるものの、地域ファンドは上述のように複数のタイプに分けることができる。ところがその成果を評価するためには、どのタイプの地域ファンドであっても単一の指標だけしか用いられていない。すなわち、「IPO した企業がどれだけいたのか」、「IRR などの収益率がどのような結果であったか」という点だけでファンドの判定がなされているのである。このような偏った状況が発生している理由としては、前の章で議論したように、現在運営中の地域ファンドの多くが IPO ブームに影響を受けて組成され、投資家や支援機関が数字での評価以外は受け入れないという風潮となってしまっていることが考えられる²⁴。

今回ヒアリングした地域のファンドを上記の分類に従って見た場合、北海道と広島県は A. 地方単体型に、宮城県・愛知県などは B-1. エリア単体型に、福岡県は B-1. と B-2. の中間に位置するといえる。もちろん、A～E の分類は地理的に見た場合の区分だけであるため、実際には F～H のような目的による区分の特徴を併せ持つ。例えば、宮城県で見られた大学発ベンチャー企業を育成する目的のファンドなどは、エリア単体型と特定目的型を併せ持つファンドとして考えられる。

今回調査を行った個性的な地域ファンドに関しては、GP ないし LP がそれぞれの地域の特色をしっかりと把握し、その特色を有効に活用できる適切なサイズ区分を採用してい

²⁴仮に、地方ファンドの評価基準として「雇用促進」「税収増加」「出資企業における企業規模の拡大」「企業の売上高増加率」といった点が設定できれば、既存のファンドについてももう少し異なった視点でファンドの成果・評価を論ずることは可能となるであろう。

るということが見出された。そして、地域内の関係機関同士の連携がしっかりと構築されている場合には、ファンド運営に関してもそれぞれの担当者間で意思の疎通がなされており、結果として相対的に好ましいファンドの成果が出ているように感じられた。ただし何度も述べているように、ここでの「成果」とは、収益重視型ファンドのような大きな利益ではなく、例えば「新規企業からの問い合わせが以前より増えた」とか、「大きな利益ではないものの、赤字だった企業が黒字に転換した」などの地域経済力の向上のことである。

地域ファンドのあり方について、もしこうした考えが望ましいならば、まず政策当局は実際に運営されている各ファンドの発展段階を明確に分類すべきであろう。そして、それぞれの段階に応じたファンド運営のためのインフラや規程を整備すべきである。その際、ファンドのステップアップを想定して、段階の異なるファンド同士であっても担当者間の情報交換や連携がスムーズに行くような体制を整えることが、当面の課題となるであろう。