

## 第5章 結論と考察・提言

[地域ファンドのあり方に関するヒント]

本調査では、5カ所の地域ファンドについて検討を行ってきた。これまでは主にそれぞれの地域の特徴について議論し、いくつかの共通点を見つけることができた。この章では、そうした共通点をまとめることで、よりよい地域ファンドの組成・運営のためにどのようなポイントに注意すべきなのかについて考察を加える。

主に6つのポイントに絞って聞き取り調査を行ったが、これらのポイントをベースにファンドのあり方を考えると、いくつかの共通点を見つけることができる。まず、地元の中小企業や担当者（自治体・VC・銀行）が、これまでのベンチャー企業支援においてファンドによる資金投入に一定の評価をしているという点である。確かに地方都市における中小企業への資金供給に関しては、まだまだ地域金融機関からの融資が大きな比重を占めている。しかしながら、歴史が浅く新しい分野の産業であるがゆえに、銀行との関係を築くことに苦勞しているベンチャー企業にとっては、リスクマネーによる資金調達は重要な役割を果たしてきたのである。新規産業の芽を育てていくためにも、地域ファンドの存在は重要であると現場から確認をすることができた。

2つ目の共通点としては、「地域活性化」という部分に関してまだ実感できていないという点であった。地域ファンドが各地域に導入されて10年ほどの期間が過ぎたが、その間に起こったリーマンショックなどの影響もあり、多くの地域が「地域活性化」をはっきりと実感するまでには至っていないようであった。ただし、「問い合わせ件数が増えた」、「投資企業に積極性が見られるようになってきた」、「出資先企業の経営方針に関して外部からの意見を入れやすくなり経営強化ができた」などの副次的効果が、個々の担当者ベースでは見られるようになっており、もう少しでファンド全体としての成果が出るのではないかと考えられる。

3つ目の共通点として、ファンドの課題が明らかになってきたという点である。地域によって若干事情は異なるものの、大きく分けて4つの地域ファンドの課題が指摘された。まず1つ目は、これまでの地域ファンドの規模は実際の需要よりも小さく、期間も短いという点である。どれほどの規模や期間が妥当なのかについては、もちろん対象とする産業や地域によって異なることは言うまでもない。しかし、今回調査した比較的経済規模の大きな5カ所の地域であっても、規模や期間の点で地域ニーズに十分には応えられていないケースがあったという点は、今後のために考慮しておく必要がある。出資規模が小さいことでベンチャー企業側も思い切った業務展開が行えていないと感じているうえ、支援者側もその期間では業務の発展を長期的に見守ることができないと感じている。特に、先端技術を使ったベンチャー企業というのはシーズ段階のものが多く、実用化までに長い時間を要するため、より大きく長期に渡る支援を必要としているとの意見を多く聞いた。

2つ目の課題は人材不足である。地方ではチャレンジする経営者も不足しているが、一方でそうした企業をサポートする支援機関の人材やベンチャーキャピタリストも不足している。また、地域ファンドによる出資そのものの認識が双方に不足しているケースがある。

「出資を受けているにも関わらず企業の経営者がアドバイスを聞き入れない」、「支援者でありながら出資企業の業務内容について十分な目利きができない」など、ファンドスキームに関わる主体全体の質を引き上げる必要性についての意見も聞くことがあった。

3つ目は、支援機関同士の連携が不十分なケースがあるという点である。GP はもちろん出資すると決定した企業の情報は多く持つことになるが、LP である金融機関や自治体は情報を知るまでにタイムラグを感じてしまうことがある。GP のみで全ての出資企業をサポートするには当然のことながら限界があるため、支援機関同士の連携をより親密にすることによって強固な支援を行えたら望ましいと感じているようであった。

最後は、IPO 以外のファンド出口戦略の必要性についてである。前述のように、多くのベンチャー企業が商品の実用化もしくは十分な成果を出すためには、長い時間が必要である。すべてのファンド成果を期間内の IPO や収益性のみで判断されてしまうと、十分な競争力がない状態で市場に出されてしまうということも出てくるかもしれない、かえって企業業績も地域貢献の点でも厳しい状況に陥ってしまうかもしれない。IPO できればまだいいが、「実用化までもう少し」というところまで行きながらも経済が回復していない状態でファンドが満了を迎えてしまい、放り出されてしまった場合には、それまでの全ての努力が無駄になってしまうかもしれない。こうした事態を避けるためにも、地域ファンドの出口戦略に関して、企業と出資者の間の考え方のギャップが大幅に改善されることが必要だと多くの担当者が考えているようであった。

#### [制度としての地域ファンドの理想形態]

こうした各地域の共通点を踏まえて、地域ファンドの理想的な姿というものを検討してみたいと思う。まずベンチャー企業に対する地域ファンドとして成立するための前提にあるのは、第2章で議論したような①ベンチャー企業であることの不利を埋めなければならない点と、②地域貢献を果たさなければならない点である。支援機関がいかにかこれらの点をまかなえているかというのが、地域ファンドの判断のポイントになると考えられる。

具体的には、ベンチャーファンドは中小・ベンチャー企業という情報の非対称性が大きい主体を対象としたファンドなので、その成功のために出資先企業と出資機関との間の情報ギャップを埋めなければならない。そして、そのためには GP はしっかりと目利き力と、一貫した地域密着についての考え方の両方を持ち合わせていなければならない。例えば、もし大手の VC が地域ファンドを担当する場合には、採算面を強く考える傾向が強く自治体や投資先企業へのきめの細かい対応は期待できないかもしれない。それゆえ、たとえこうした VC が GP を引き受けたとしても、出資企業に対するハンズオン支援を積極的に行うことは少ない。なぜならこうした採算重視の VC の場合には、資金をばらまき、手数料や管理報酬稼ぎを目的とすることも多いからである。

そう考えると、地域密着の営業展開を行っている地銀や信金など地域金融機関の持っている情報力や細やかな対応こそが、地域ファンドの GP にとって必要な資質なのではないかと考えられる。実際には、ファンド組成や運用を行っている地域金融機関は少ないが、彼ら自身が GP になる、もしくは地域金融機関と密な連携をとれる VC が GP となることによって、ベンチャー企業に関する情報生産は確保され、情報ギャップを削減することができるものと考えられる。

2つ目の条件に関しては、GPならびに支援機関が始めからしっかりと共同でファンドの方向性を決め、そのことを企業に伝えていくことが重要なのではないかと考えられる。より具体的には、他の地域（自治体）が行っているファンドがどのようなものであろうが、自らのファンドで最初に設定した時間軸・方向軸・目的軸をぶれずに進行させていくことがファンド運営においては重要だということである。他のファンドの良い部分を参考にすることは望ましいが、設定時ではなく運用途中で方向変換することは満了時の歪みを生み出しかねない。

また、支援機関各所に関しても『わからないのでGP任せ』や『結果が出なければGP及び経済動向の責任』という姿勢ではなく、ファンド運用へ積極的に参加していくことが重要である。極論ではあるが、仮にファンドの運用がマイナスになったとしても、周囲の支援機関が始めからしっかりと関わり続けてさえすれば、彼らがGPの改善点や無謀な運用をチェックすることはできるはずなのである。『なぜこの会社に投資すべきなのか』『地域のリーダーとなるべき企業に対して出資が行われているのか』等をLPがしっかりとチェックすることによって、自治体が思い描く地域の将来像をよりはっきりと見据えることができると考えられる。

大都市圏に、人・物・金・情報が集積しているという実情を考えた場合、地方経済に不利な部分は確かにある。それゆえ、地域密着型のファンド組成・運営を大都市圏と同様な概念で考えるべきではない。地方は、地方にしか存在しない特性（産業・文化等）を活かしながら、IRRやIPO数などではない、地域活性化・雇用促進・税収増加等を目的としていくことが望ましい。そうすることによって、目的と結果の間のギャップが発生しにくいファンドを作っていくことができるのではないかと考えられる。



## 第6章 まとめ

1990年代後半のITバブルに牽引されてベンチャー企業のIPOブームが発生した。そうした流れの中で地域活性化のためのファンドが多く組成されたが、当時組成されたファンドの多くは2011年からの数年間に償還期を迎えることになる。約10年前は時代がIPOブームの頃であったこともあり、担当者が「IPOありき」のファンド目標を設定してしまいがちな状況であったことは想像に難くない。つまり、「出資するからには必ずIPO」という雰囲気が安易な出資を生み、しかし結果を出さなければ資金が集まらないという状況になってしまったために、中長期的な視野で企業育成支援を行うやり方を『能力に乏しいもの』とする見方が一般的になってしまったものと考えられる。“自分たちの地域経済を対象としたファンドで、そのやり方では成功しない”とわかっているにもかかわらず、“ファンドを運営するなら結果を出して当たり前”という雰囲気があったことが、結果として地域ファンドとしての身の丈に合わないものを作らせる状況になってしまった。そして、その後の不況と重なって、ファンド結果が大きく想定から外れる要因の1つとなってしまったと考えられる。もし当時作られた地域ファンドと同じスタンスで組成が行われ、同じファンド評価の視点が持ち続けられた場合、今後のベンチャー企業へのリスクマネー供給は大きな逆風にさらされることとなるであろう。そして、地域ファンドの存在意義そのものが揺らぐことになってしまうかもしれない。

ファンド運営がうまく行かなかった理由には、どのような点が考えられるのであろうか。1つ目には、リーマンショックなどの外生的な影響もあるかもしれない。ただし、こうした不運がなかったとしたら、地域ファンドの結果はうまく行っていたはずだと断言できるであろうか。確かに、いくらかの部分は景気の悪さで説明できるかもしれない。しかしながら、全国各地の地域ファンドの現状を見ると、景気状況だけでは説明しきれない格差が生じてしまっていることが見てとれる。ファンド運営の成果に影響を及ぼす要因には、各地域経済の状況が強く考えられるのか、それとも各地域に合った独自のファンドの組成方法や企業選定の基準の違いが影響していると考えられるのか、などに関して検討が行われた。

2つ目は、ファンドを設定した時点でのそもそもの目標・方針の設定が間違っていたことが影響しているのかどうかについてである。当時の風潮に影響されて作ったために、地域経済の実情が全く方針に追いついていなかったかもしれない。もしくは、運営していく段階でその方針に画一性が見られなくなってしまい、周辺機関との協力関係に歪みを作り出されてしまったかもしれない、などの点が考えられた。支援機関同士でも意思の疎通が十分にできていなかったかもしれないし、また支援する側とされる側にも十分な意思の疎通ができていなかったかもしれない。こうした様々な場面でのギャップが、ファンド成果へも影響を及ぼしていたのではないかという疑問についても検討が行われた。

2010年11月から2011年2月にかけて、地域ファンドに対して特徴的に取り組んでいると思われる地域（5カ所：北海道・宮城県・愛知県・広島県・福岡県）を訪問した。VC・地域金融機関・自治体・ベンチャー企業など、実際にファンドの組成や運営に携わった担当者の方々にヒアリングすることによって情報を収集し、考察が行われた。主にヒアリン

グしたことは、以下の6つのポイントに関してである。①ファンド運営に影響するような地域特性、②地域貢献についての考え方、③地域ファンドの副次的メリット、④地域ファンドの課題、⑤地域ファンドの理想形態、⑥地域ファンドへの公的機関の関わり方、についてである。

ヒアリングでは、どこの地域でも既存ファンドの運営状況・業績は厳しいという声が聞こえた。しかし一方で、今回訪問した担当者からは「ファンド実績そのものではない部分で成果が見られるようになってきた」との声を聞くこともできた。確かに、見られるようになってきた副次的効果、その規模自体はまだまだ小さいかもしれない。しかしながら、地域ファンドを通じてのリスクマネー供給は地域経済発展への土台作りの役割のために用いられているのであり、そのための資金として不可欠な役割を果たしている、と各地の関連機関は述べていた。より詳しく言えば、ベンチャー企業に滞りがちなシーズ・アーリー段階での「つなぎ資金」として、リスクマネーが存在意義を発揮し、そのベンチャー企業が少しずつ力を蓄えられるようになってきている傾向が見られたと言うのである。

地域ファンドと都市型・利益重視型ファンドは、異なるものとして考えられなければならないし、また自治体ごとでも異なる指針でそれぞれのファンドの成果が判定されなければならない。しかしながら、“それぞれの地域における運営者・支援者が「地域経済の発展形・完成形」を（担当者間で）「同じように」イメージできている”、この点に関しては全国で一致した特徴として見られなければならないであろう。地方経済は、企業発展の時間軸の点で都会とは異なっている。都会と同じ手法で同じ量の資金投入をしたとしても、地方で同じ成果が出るとは限らない。地域ファンドはこうした異なる時間軸の上に存在しているということを踏まえた上で、中長期的な発展を追求する必要がある。本当の意味での地域ファンドの意義をもう一度確認し、それぞれの担当者意識の強化・各地域の状況に即したスキームの開発を進めることによって、より効果的な地域活性化を達成できるのではないかと考えられる。

今回の調査は、中小機構が支援を行っている地域の中で5カ所の地域ファンドをピックアップし、それぞれのファンド関係者から聞き取り調査を行った内容をベースに書かれたものである。それゆえ今後は、他の都道府県における地域ファンドにまで範囲を広げ、より多くの関係者から意見を聞く必要があるであろう。同じ地方経済といっても、例えば都心に比較的近い地域や極端に過疎化が進む地域では、今回と全く異なる状況であることは容易に想像ができるからである。また、中小機構からのファンド支援を導入していない地域もまだまだ存在するため、これらの箇所の状況などについても考察する必要があると思われる。

2011年問題に関する調査は、『十分に目的を議論されて設立されたわけではない、勢いで設立したファンドが、どのような悲惨な結果を生んだか』ということを明らかにするために調査されているわけではない。むしろ、ファンドを通じたリスクマネー供給をより発展させるために、ファンドがどのような目的によって確立され、どのように出資企業を支援していくべきなのかを明らかにしたかったのである。なぜならリスクマネー供給は、今後の地域中小・ベンチャー企業支援により一層重要な役割を担うことが予想されるからである。

たとえ経験・知識・人材・資金量というファンドに不可欠な要素のいずれかが欠けている状況であったとしても、自治体の中には、その地域ならではの成功事例といえるファンドを生み出しているものがある。そうした事例が、何を起因としているのかを明らかにすることによって、今後の企業支援そのものの方向をも見出すことも可能なのではないかと考えられる。

[参考文献]

- 伊藤正昭 (2003) 『地域産業論 ―産業の地域化を求めて―』、学文社。
- 内田真人 (2011) 「日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響」、平成22年度 ナレッジリサーチ事業 『地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究 (本号)』、中小企業基盤整備機構。
- 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2010) 「2010年ファンド・ベンチマーク調査報告【速報】」
- 澤山弘 (2008) 「地域ベンチャーファンドの可能性―出資を実りあるものとするために、グリーンシートなど多様な EXIT の模索を―」『産業企業情報』信金中央金庫 総合研究所、20-1号。
- 松浦良行 (2007) 「地域活性化に向けての公的ベンチャーファンドの役割」『季刊 中国総研』Vol.11-2、No.39、pp.1-9。
- 松尾順介 (2006) 「地域再生ファンドと地方金融機関の関係について」RIETI Discussion Paper Series, 06-J-045。
- 若杉敏也 (2010) 「47都道府県・19政令市 地域ファンド実態調査 14都県で投資先の株式公開実現 損失リスク迫る「2011年問題」」『日経グローバル』No.147、pp.10-21。