慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生の可能性 : 地方企業再生ファンドのモデル・スキームの構築
Sub Title	
Author	野村, 真規(Nomura, Masanori) 大林, 厚臣(Obayashi, Atsuomi)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2015
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2015年度経営学 第3082号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3082

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2015　年度）

論文題名

地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生の可能性
―地方企業再生ファンドのモデル・スキームの構築―

主　査	大林 厚臣 教授
副　査	姉川 知史 教授
副　査	太田 康広 教授
副　査	

学籍番号	81430949	氏　名	野村 真規

論 文 要 旨

所属ゼミ	大林 研究会	学籍番号	81430949	氏名	野村 真規

（論文題名）

地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生の可能性―地方企業再生ファンドのモデル・スキームの構築―

（内容の要旨）

本論文では、地方経済・社会の再生の実現を最終的な目的とし、そのためのアプローチの１つとして、地方企業の再生を目的とした「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームの構築を目指す。

経済・社会の発展において「成熟」段階にあり、少子高齢化により人口減少時代に突入している現代の日本において、地方経済・社会の再生・活性は今後の日本経済・社会全体のさらなる成長・発展のために重要な課題であると言える。ただし、日本の地方経済・社会の疲弊・衰退の背景には、経営難に瀕する地方企業の存在があり、地方経済・社会が自立的・持続的な再生・活性を遂げるためには、地方企業の変革が必要不可欠である。

そこで、本研究では、経営難に瀕する地方企業に対して「資金」の投入と「経営ノウハウ」の注入を行うことで、グローバル化する資本主義経済の中で自立的・持続的に経営活動を行っていけるような企業への変革を支援する「地方企業再生ファンド」のあり方を構想した。

本研究において提案する「地方企業再生ファンド」では、ファンドとしてのリターン効率の最適化と地方再生における波及効果の最大化を意識して、ファンド・スキームやファンド・ストラテジーを構想した。

ファンド・スキームに関しては、投資ファンドとしてスケールメリットの確保によるコストの低減、リスクの分散、期待リターンの向上の観点から、「資金調達サイド」と「投資案件サイド」の両面において考察を行った。「資金調達サイド」では投資家を「地域関係者」と「一般投資家」に分類し資金調達ルートを２つ設定することで、資金調達効率の向上を目指す。また、「投資案件サイド」では「地方再生トータル・ファンド」としてプールした資金を個別の特定地域を対象とした「地域再生ファンド」に配分して投資実行を行うという「ファンド・オブ・ファンズ形式」を採用することにより、ファンドとしてポートフォリオ運用を行えるようにした。これにより、特定地域へ投資実行を行う「地域再生ファンド」間でのリスク分散や、地域の枠を越えた地域横断的な再生戦略の策定等により「地方再生トータル・ファンド」全体としてのリターン効率の向上を目指す。

ファンド・ストラテジーに関しては、ファンドの最終的な目的である「地方経済・社会」の再生のために投資対象地域の経済全体への波及効果を高める観点と、投資ファンドとしての投資効率を高める観点から、「クラスター投資戦略」を基本方針とする。

以上のような、「地方企業再生ファンド」に関するモデル・スキームとファンド・ストラテジーに関する基本方針を構想したうえで、本研究では、長野県飯田下伊那地域を事例に取り、具体的な「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・ストラテジーを考案し、シナリオ・プランニングを用いたファンド・パフォーマンス評価を行うことで、「地方企業再生ファンド」の実現可能性や想定される課題を検討した。

地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生の可能性

―地方企業再生ファンドのモデル・スキームの構築―

慶應義塾大学大学院 経営管理研究科
修士課程 MBA プログラム M37
氏名：野村 真規
学籍番号：81430949
主指導教員：大林 厚臣 教授
副指導教員：姉川 知史 教授
副指導教員：太田 康広 教授

目次

序論

第Ⅰ部 問題提起
　第 1 章 地方再生の重要性
　　1-1. なぜ「地方」なのか
　　1-2. なぜ「地方企業」なのか
　　1-3. 地方企業が抱える課題
　第 2 章 日本の地域金融システムの現状と課題
　第 3 章 地方再生のための地方企業再生に向けて

第Ⅱ部 地方企業再生ファンド
　第 4 章 ファンド理念
　第 5 章 ファンド・スキーム
　　5-1. 従来型スキームの課題
　　5-2. 新型スキームの提案
　第 6 章 資金調達サイド
　第 7 章 投資案件サイド
　　7-1. 投資案件スクリーニング
　　7-2. クラスター投資戦略
　　7-3. 再生戦略策定
　第 8 章 運営方針
　　8-1. ファンド KPI

8-2. EXIT 戦略

第Ⅲ部 ケース「飯田下伊那地域再生ファンド」
第 9 章 長野県飯田下伊那地域
9-1. 飯田下伊那地域の概要
9-1-1. 地域の特徴
9-1-2. 行政（Political）
9-1-3. 経済（Economic）
9-1-4. 社会（Social）
9-1-5. 交通インフラ（Technological）
9-2. 飯田下伊那地域の産業
9-2-1. 製造業
9-2-2. 観光業
第 10 章 投資案件スクリーニング
10-1. 飯田下伊那地域の産業評価
10-2. 投資クラスター案件評価
10-3. 想定投資条件
10-4. 再生戦略
10-4-1. 農業×食：市田柿
10-4-2. 観光業×食：昼神温泉、天龍峡、南アルプス

第Ⅳ部 ファンド・パフォーマンス評価
第 11 章 ファンド・パフォーマンス評価の概要
11-1. ファンド・パフォーマンス評価について
11-2. シナリオ・プランニングについて
11-2-1. シナリオ・プランニングとは
11-2-2. シナリオ・プランニングによる「未来考察」
11-2-3. シナリオ・プランニングの実践プロセス
第 12 章 「飯田下伊那地域シナリオ」
12-1. 【STEP1】シナリオのテーマおよび諸設定
12-2. 【STEP2】シナリオ関係図
12-3. 【STEP3】未来における確実要素の選定
12-4. 【STEP4】未来における不確実要素の選定
12-5. 【STEP5】クロス・インパクト・マトリックス
12-6. 【STEP6】システム・グリッド
12-7. 【STEP7】フォー・フィールド・マトリックス

12-8. 【STEP8】スパイダー・チャート
12-8-1. 未来 A『Hotel California』
12-8-2. 未来 B『壁の向こうのカーニバル』
12-8-3. 未来 C『X デー』
12-9. 【STEP9】インプリケーション

結論

参考文献リスト

序論

本研究では、日本における地方経済・社会の再生・活性の実践・実現を目的とし、そのためのアプローチの１つとして、効果的な地方企業の再生・支援の実践・実現に焦点を当て、地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生を実践・実現しうる「地方企業再生ファンド」のあり方に関する考察を行う。

「疲弊・衰退する地方経済・社会」や「経営難に瀕する地方企業」の姿は現在の日本においてよく見られる光景であるが、このような、グローバル化が進む現代の資本主義経済社会の中において、資金不足や経営ノウハウの欠如等により経営難に瀕する地方企業が数多く存在し、また、そのような地方企業の状態が地域における雇用等を通じて地方経済・社会の衰退に影響を与えているという状況は、今後の日本経済・社会全体の再生・成長においても重大な課題であると考えられる。

そこで、本研究ではまず、日本における地方経済・社会および地方企業が抱える問題を確認したうえで、日本の地域金融システムの現状と課題、企業再生ファンドの事例等に関する研究を通じて「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームを構想する。そして次に、その「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームをベースに、長野県にある飯田下伊那地域をケースに取り、具体的な「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・ストラテジーを考案する。最後に、この「飯田下伊那地域再生ファンド」に対してシナリオ・プランニングを用いたファンドのパフォーマンス評価を行うことで、当初に構想した「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームの有効性と課題を検証し、地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生の実現についてより有効可能性の高い「地方企業再生ファンド」のあり方を考えていく。

既存の地方再生や地方企業再生に関する取り組みは、活動主体および活動内容において公的色彩もしくは非営利的色彩の強いものが多く、グローバル化する資本主義経済社会の中で自立的・持続的な活性を実現するためには不十分であると考えられる。また、地方企業が抱える経営上の課題も、単なる資金不足だけではなく、現代的な経営ノウハウの欠如等も存在すると考えられることから、本研究では、既存の地方再生・地方企業再生の取り組みや地域金融システムの限界・課題を超えて、地方企業がグローバル化する資本主義経済社会の中においても、自立的・持続的に事業活動を行っていけられるような変革を遂げることを支援し、もって地域の経済・社会の再生・成長に寄与することを目指す、新たな「地方企業再生ファンド」のあり方を追求する。

第Ⅰ部 問題提起

第１章 地方再生の重要性

1-1. なぜ「地方」なのか

現在、日本の「地方」では、人口の減少および人口の高齢化により、経済規模の縮小や社会の活力低下が起きている。そのような「疲弊・衰退する地方経済・社会」の姿は、現代の日本における大きな課題の１つである。

経済・社会の発展において「成熟」段階にあり、また少子高齢化により人口減少時代に突入している現代の日本にとっては、今後のさらなる経済・社会の成長・発展を実現するためには、地方経済・社会の再生・活性は必要不可欠であると言える。

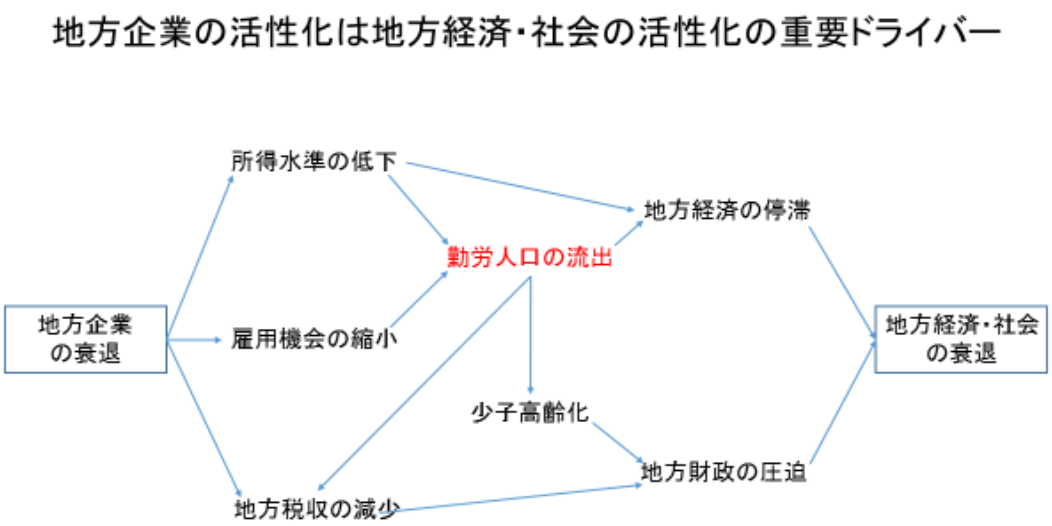
1-2. なぜ「地方企業」なのか

このような「疲弊・衰退する地方経済・社会」の背景には「経営難に瀕する地方企業」の存在がある。

図 1-1 にあるように「経営難に瀕する地方企業」の存在は、従業員の給与水準の低下や地域における雇用機会の縮小、自治体の税収の低下を発生させる。そして、給与水準の低下や雇用機会の縮小は地域からの労働人口の流出を発生させ、その結果として、少子高齢化による人口の減少と高齢化を加速させる。さらに、人口の減少と高齢化は地域経済の縮小と社会の活力低下を発生させ、また、自治体の税収の低下は公共サービスの質の低下やインフラ等の整備水準の低下を通じて地域住民の生活の質の低下を発生させる。結果として、これらのロジックが複合的に組み合わさり、地方経済・社会はますます疲弊・衰退していく。

よって、「地方企業」のあり方は「地方経済・社会」のあり方を左右する重要なドライバーであり、現代の日本においては、資金不足や経営ノウハウの欠如等により経営難に瀕している地方企業が数多く存在し、そのような地方企業の疲弊・衰退が、地域における生産や雇用を通じて、地方経済・社会の疲弊・衰退に大きな影響を与えている。

図 1-1 「地方企業」と「地方経済・社会」



資本主義経済社会においては、基本的なメカニズムとして、さまざまな経済主体（個人や企業等）の自由な経済活動により地域の経済・社会は形成されていく。そのため、例え、行政が人為的・作為的に地域の経済・社会を形成しようとしてもその効果には限界がある。

「資本主義」という経済・社会のあり方が現代の日本および世界の多くの国・地域における経済・社会のルールやメカニズムであると前提を置くなら、本質的な地方再生とは「自立的・持続的な地域経済・社会の運営の実現」であり、そのためには、行政により人為的・作為的に誘導・形成されるものではなく、経済・社会の基礎的な構成主体の 1 つである「企業」の経営活動から変革していく必要があるものであると考える。

1-3. 地方企業が抱える課題

現代の日本には経営難に瀕している地方企業が数多く存在する。日本の地方企業が抱えている課題には「資金の流れ」と「現代的な経営ノウハウ」の不足があると考えられる。

「資金の流れ」に関しては第 2 章で述べるとして、ここでは地方企業における「現代的な経営ノウハウ」の不足について指摘する。

地方企業には「現代的経営」に関する知識やスキル・ノウハウが不足している。まずは、「経営戦略」が不在であるケースが多い。地方企業の多くは企業経営において「昔から」のやり方を反復しているだけであり、ビジョンや目標に対する意識が低かったり、外部環境の変化に対する感度が低かったり、「感

覚」による経営（定量的管理の欠如）が行われている場合が多い。

次に、「経営知識」が不十分であるケースが多い。地方企業の多くは企業経営において日常業務の範囲内の知識のみで執り行うことが多く、会計、財務、人材マネジメント、マーケティング、経営環境等の企業経営の諸要素に関する知識・理解に偏りがあったり、十分でなかったり、アップデートされていなかったりする場合が多い。

加えて、従業員のモチベーションやモラルの低下も指摘することができる。

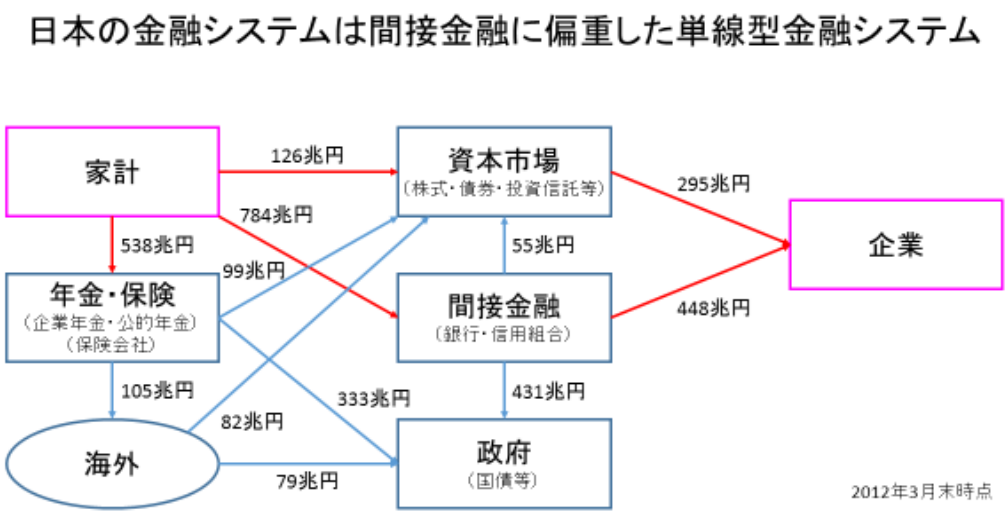
これらをまとめると、地方企業における企業経営のあり方（マネジメント、オペレーション、セールス等）は、10 年前や 20 年前と大きく変化していない場合が多く、外部の経済・社会環境が変化していく中で、非効率・不経済・不健全な企業経営に陥ってしまっている。

しかし、IT の発達やグローバル化の進展により様々な分野でのボーダーレス化が進む現代にあっては、地方企業であってもグローバルな競争の当事者であり、「競合」も「商圏」も地元地域内に限定されなくなっている。このような状況においては、地方企業も「昔から」のやり方の呪縛を脱し、企業経営において変革を求めていかなければならない。

第 2 章　日本の地域金融システムの現状と課題

地方企業が抱える課題には「資金の流れ」が不足していることも指摘できる。ここでは、地方企業が抱える「資金の流れ」に関する課題を日本の金融システムの特徴から考察する。

図 2-1 日本の金融システムの特徴



(出所) 日本銀行「資金循環統計」(2012年9月20日公表値)
年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ
赤井厚雄「クラウド・ファンディングの現状と展望」『証券アナリストジャーナル 2014.1号』p26より作成

日本の金融システムは図 2-1 にあるように、間接金融に偏重した単線的な金融システムであると言われている。このような間接金融（メインバンク制）に依存した金融システムのあり方は、高度経済成長期には金融システムの安定性を担保し日本の経済・社会の発展に大きく寄与した。

しかし、バブル崩壊による長期信用銀行制度の消滅や日本開発銀行（現 政策投資銀行）等の政府系金融機関の活動制約により、日本の金融システムにおける長期資金仲介能力が大きく低下した。

さらに、リーマン・ショックによる欧米投資銀行のバランスシートの調整や銀行に対する国際的な規制の強化により、リスク資金の供給能力にも制限が発生した。

これらの時代の流れの中で、これまでのような日本型金融システムのあり方では、さまざまな経済主体の資金調達ニーズ（特に長期資金およびリスク資金）に対して十分な対応ができなくなってしまった。そして、このような長期資金とリスク資金における具体的な案件として挙げられる資金カテゴリーが「地域」「新規・再生」「インフラ」である。

これらの案件は、企業の情報開示に対する意欲や能力が低いことによる企業情報・事業情報の不十分さや、企業が保有している「技術」の評価における困難さ、企業の質的差異の大きさ等により、案件の審査コストが高くなってしまうことがある。また、これらの案件は、将来収益のボラティリティが高いことや、担保物件の設定が困難であること、規模が小さいために大数の法則が働き

にくいこともある。これらの理由により、案件としてハイリスク構造であることから、銀行にとっては高コスト・高リスクの不採算投資案件として手が出しづらくなってしまうのである。

加えて、これらの企業は大半が非上場企業であるため、株式発行や起債などによる直接金融市場からの資金調達も容易ではなく、結果として「資金の流れ」において大きなボトルネックが存在していることになる。

第 3 章 地方再生のための地方企業再生に向けて

資本主義経済社会の中において自立的・持続的な地域経済・社会の運営の実現という、本質的な地方再生を実現するためには、行政による人為的・作為的な力学に頼るのでは不十分であり、地域の経済・社会を構成する基礎的な経済主体の 1 つである地方企業の変革を生み出すことが重要である。地方企業が、資本主義のルールに対応して、グローバル化する世界の中で自立的・持続的に経済活動を行えるようになることが地方経済・社会の本質的な再生には不可欠なのである。

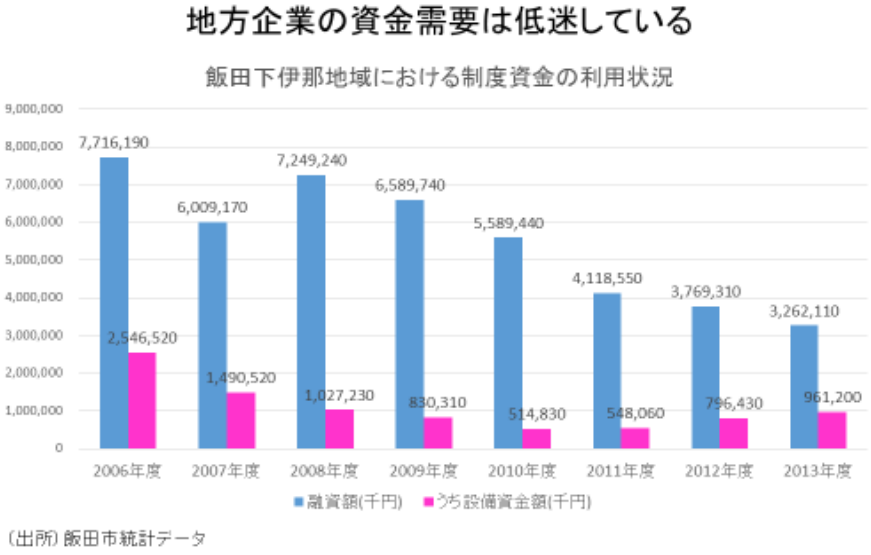
そのためには、地方企業が抱える「資金の流れ」と「現代的な経営ノウハウ」の不足という 2 つの課題をいかにカバーできるかが重要となる。

第 2 章で述べたように、既存の日本における地方銀行を中心とした地域金融システムには金融機関サイドのリスク・テイクに係る制約等により資金供給の限界がある。加えて、日本の地域金融の現状における課題は、図 3-1 にあるように、単に資金供給サイドである地域金融機関の資金供給（リスク・テイク）にかかる制約だけでなく、資金需要サイドである地方企業の資金需要の創出力不足も指摘できる。

図 3-1 では「中小企業融資制度」という、長野県内の中小企業が事業活動に必要な資金を円滑に調達できるようにするために、長野県が金融機関に対して資金を預託し、金融機関を通じて低利融資を行う制度の、長野県飯田下伊那地域における近年の利用状況を示したものであるが、2008 年度以降は一貫して右肩下がりの状況にある。確かに、2008 年度以降はリーマン・ショックに端を発した世界的な金融危機の影響で、日本経済全体が厳しい状況であったが、比較的、世界経済および日本経済の状態が良かった 2007 年度においても前年度に対して大きく制度の利用金額が減少していることから、近年における飯田下伊那地域企業の中小企業制度融資の利用額の減少を、単純に日本経済全体の動向のみに原因を求めることはできない。また、中小企業制度融資の利用状況の内訳を見てみても、その用途のほとんどは運転資金への充当を目的としたものであり、事業拡大や業務改善などの設備投資を目的としたものや新規事業の

創出を目的としたものは多くない。このことからも、日本における地方企業の多くは日常の事業を運転していくことで精いっぱいであり、時代の変化や社会の変化といった経営環境の変化に対応して、企業を成長・発展させていくための課題発見から課題解決に至るまでの戦略的な経営の意思決定が行われていないことが伺える。

図 3-1 日本の地域金融における資金需要の状況



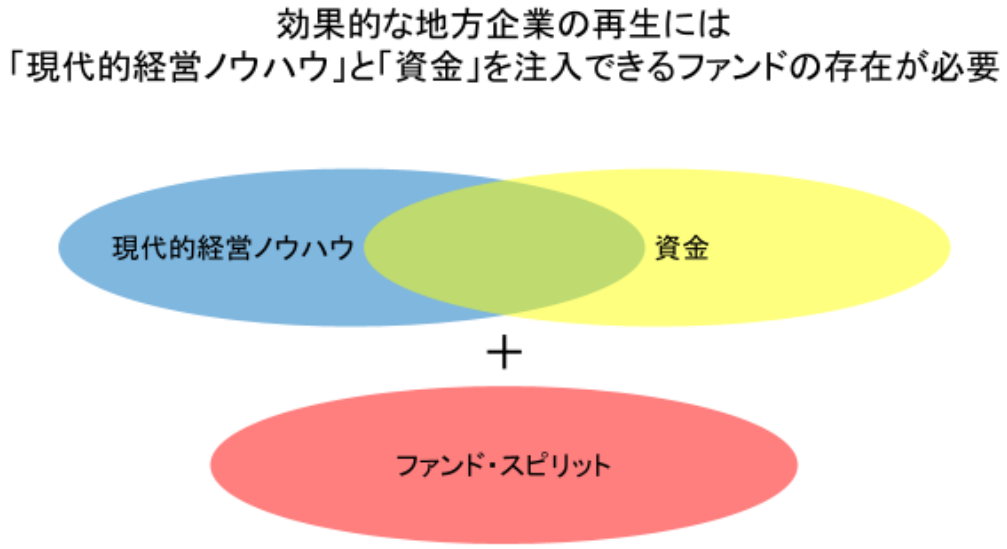
(出所) 飯田市統計データ

中小企業融資制度：中小企業が事業活動に必要な資金を円滑に調達できるようにするために、長野県が金融機関に対して資金を預託し、金融機関を通じて低利融資を行う制度。

また、地方企業に対する資金供給以外での経営支援に関する取り組みは、行政や NPO 等の主体が行っているが、これらの既存の官民による地方再生や地方企業支援の取組みには非営利的な色彩が強かったり、規模が小さかったりと、資本主義経済社会というルールの中においてその効果や持続性において十分とは言い難いものが多い。

このような既存の地域金融システムや地方再生・地方企業支援の取組みの限界を超えて、地方企業に「資金」および「経営ノウハウ」を注入し、グローバル化する資本主義経済の中で自立的・持続的に経済活動を行う企業へと変革を遂げることを支援する新たな取り組みとして、「地方企業再生ファンド」のあり方を追究することは、現代の日本において意義のあることであると考える（図 3-2）。

図 3-2 地方再生における新たなアプローチとしての「地方企業再生ファンド」



第Ⅱ部 地方企業再生ファンド

第 4 章 ファンド理念

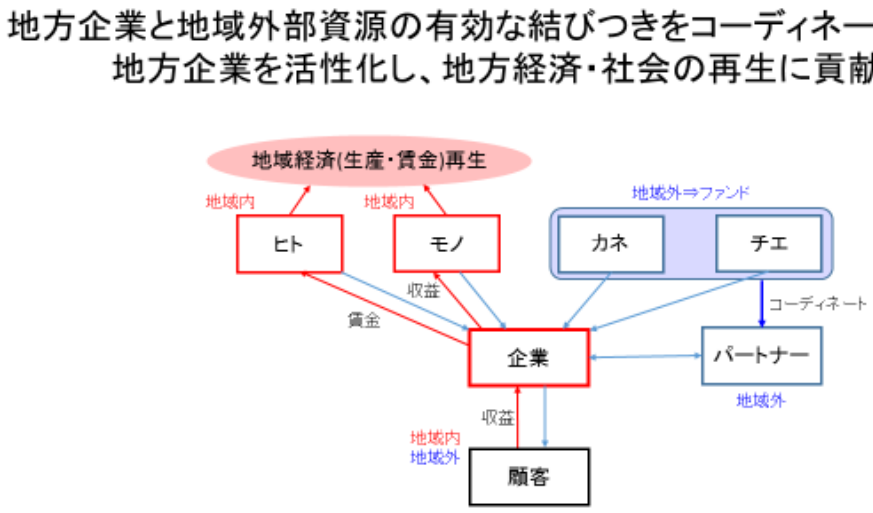
「地方企業再生ファンド」の最終的な目的は「地方経済・社会の再生」を実現することである。「再生」の定義は、現代の経済・社会におけるルールである資本主義経済社会の中で「自立的・持続的な運営を実現すること」である。そのために、本ファンドでは、地方経済・社会を構成する基礎的な経済主体の 1 つである地方企業の再生・支援を行う。

地方企業の再生・支援における目標は、地方企業がグローバル化する資本主義経済社会の中で自立的・持続的に企業経営を行っていくことができる企業への変革を遂げることである。そのために、本ファンドでは地方企業に対して「資金」の投入と「現代的な経営ノウハウ」の注入を行う。

また、本ファンドでは基本的に、投資対象地域にとっては第三者であるという立場を採る。地方企業の再生・活性化のためには地域内部にのみ目を向けた近視眼的な視点ではなく、地域外部のリソースやネットワークも有効に活用することが重要であると考える。本ファンドでは「地元」のファンドとならないことで、この大局的な視点を維持し、図 4-1 にあるように地域外部のカネやチ

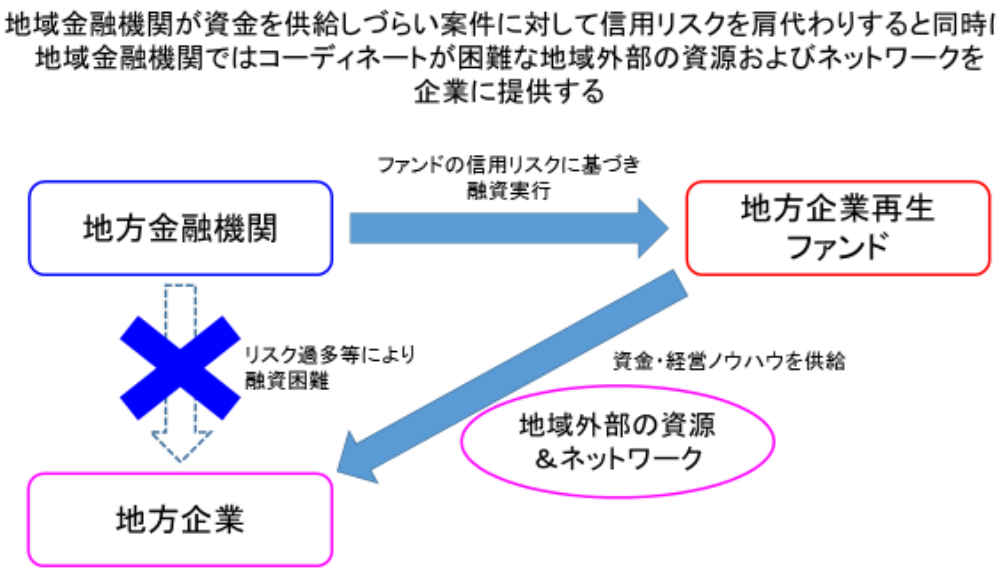
エ（情報）を有効に活用し、地域外部とのパートナーとの効果的な連携をコーディネートし、顧客市場を地域を越えて拡大させていくことで地域外貨を獲得し、地域内に還流させることで地方企業さらには地方経済の再生・活性化の実現を目指す。

図 4-1 「地方企業再生ファンド」の狙い



また、既存の地方銀行などの地域金融機関との役割分担（ポジションの差異）に関しては、図 4-2 に示す様に、基本的には、地域金融機関とは共存・協調・協力関係の基に、地域企業の再生・活性を通じて地域経済・社会の再生・活性を実現するということを共通の目的とし、本ファンドでは、地域金融機関がリスクやコスト等の制約により資金を提供しづらい案件に対して、信用リスクを肩代わりする形で資金の提供を行うと同時に、地域金融機関ではコーディネートすることが難しい、地域外部の資源やパートナーを活用した経営ノウハウや経営機会の提供を地域企業に対して行う。

図 4-2 地方企業再生ファンドと地域金融機関との役割分担



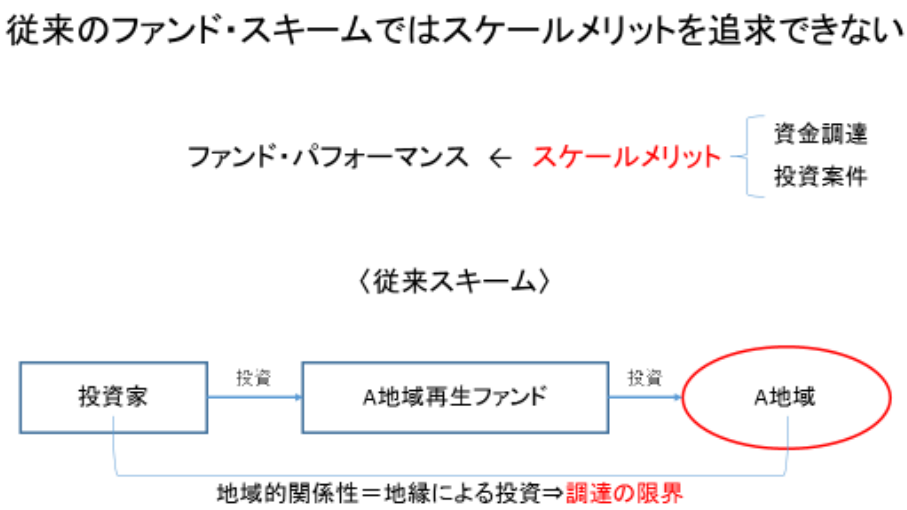
第 5 章 ファンド・スキーム

5-1. 従来型スキームの課題

従来の地方再生を目的とするファンドのスキームは、図 5-1 に示すようにファンドと投資家と投資対象地域が単線的な関係であるものが一般的である。このような従来型のファンドでは投資家と投資対象地域が一対一の関係であるため、必然的に、投資家の属性は投資対象地域に何らかの関係性を持つ者に限定され資金調達における調達の限界が発生してしまう。また、投資案件も投資対象地域の制約を受けるため投資ポートフォリオにおいて十分なリスク分散を図ることは難しい。

ファンド運用においてはリスク分散やコスト低減とリターン効率の観点からスケールメリットは極めて重要な要素であるが、従来の地方再生を目的とするファンドのスキームでは、資金調達と投資案件の両サイドにおいてスケールメリットを確保することが難しいと考えられる。

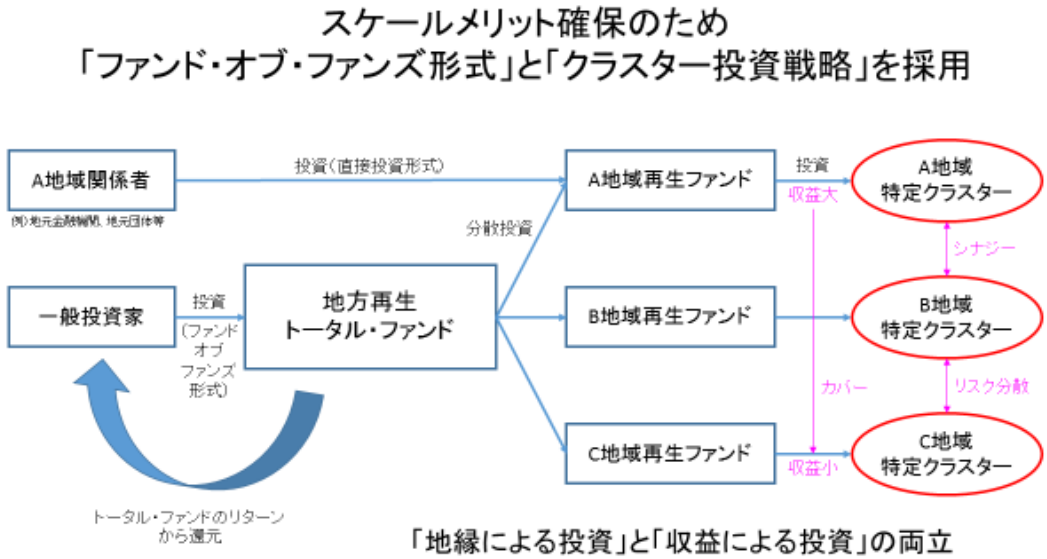
図 5-1 従来の地方再生を目的とするファンドにおける課題



5-2. 新型スキームの提案

従来の地方再生を目的とするファンドにおける課題を克服するための新しい仕組みとして、本研究では図 5-2 に示す様な「ファンド・オブ・ファンズ・ミックス形式」を提案する。

図 5-2 ファンド・オブ・ファンズ・ミックス形式



資金調達サイドに関しては、投資家の裾野を広げることで資金の調達効率を向上させるために、投資家を「地域関係者」と「一般投資家」に分類する。「地域関係者」は直接投資形式により特定地域を対象にした「地域再生ファンド」に直接投資する。「一般投資家」はファンド・オブ・ファンズ形式により総合ファンドである「地方再生トータル・ファンド」に投資を行い、「地方再生トータル・ファンド」からファンド・マネージャーの判断により特定地域への投資を実行する「地域再生ファンド」へそれぞれ資金が配分される。そして「地域再生ファンド」において「地域関係者」と「一般投資家」の資金が合流し、投資対象地域への投資が実行される。(第 6 章において詳述)

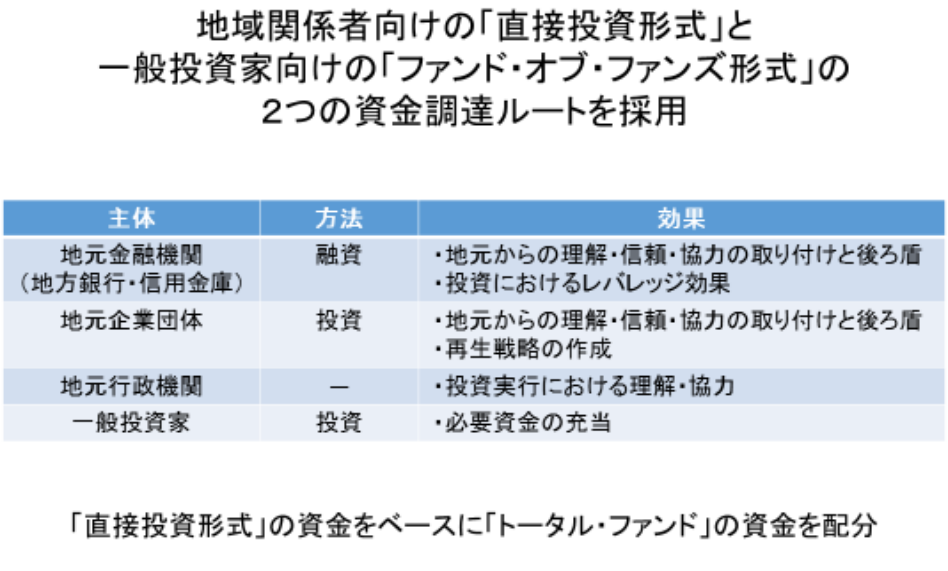
投資案件サイドに関しては、実際に投資対象地域への投資を行う「地域再生ファンド」は、投資対象地域において個別企業単体へ投資するのではなく、投資の効率性と地域経済への波及効果を高めるために、投資対象を産業レベルにまで上げた「クラスター投資」を基本とする（第 7 章において詳述)。また、「地方再生トータル・ファンド」にとっては複数の「地域再生ファンド」をポートフォリオ化することで、各「地域再生ファンド」間でリスク分散を図ったり、地域の枠を越えて連携を生み出す地域横断的な再生戦略を組んだりすることで、従来の地方再生を目的としたファンドでは構想できなかったような地域再生戦略を構想することも可能になる。

第 6 章 資金調達サイド

今回提案する「地方企業再生ファンド」では、投資家を「地域関係者」と「一般投資家」に分類し、「直接投資形式」と「ファンド・オブ・ファンズ形式」の 2 つのルートにより資金調達を行う。

投資を実行するのはそれぞれの投資対象地域に対応した「地域再生ファンド」であるが、この「地域再生ファンド」から見た出資主体の属性と期待される役割は図 6-1 に示す通りである。

図 6-1 出資主体の属性と期待される役割



この中で「地域関係者」に該当するのは「地元金融機関」、「地元企業団体」、「地元行政機関」である。これらの「地域関係者」には、地域にとって第三者である本ファンドが実際に投資を行い、再生戦略を実行するにあたっての、地元からの理解や信頼、協力の取り付けと後ろ盾を期待する。特に、日本の地方においては、地域の外部の者（部外者）に対して閉鎖的である風土を持つ地域も少なからず存在するため、このような「地域関係者」の後ろ盾は非常に重要となる。また、出資方法に関しては地元金融機関は融資とする。これはファンドとしてのレバレッジ効果を獲得すると同時に、地方企業に融資する際の信用リスクを本ファンドに転嫁させることで、地方金融システムにおける資金の流れに新たなルートを開拓し、既存の地方金融システムにおける資金供給の限界を超えていくためである。その一方で、地元行政機関からの出資は原則受け付けない。これはファンドに公的な資金が入ることでファンド運用における自由度が制限されてしまうことを避けるためである。あくまで本ファンドでは、既存の枠組みや取り組みの限界を超えることが、１つの重要な使命なのである。

さらに、本ファンドでは投資家間における「地域関係者」と「一般投資家」の情報の非対称性（情報の格差）を考慮して、「地域再生ファンド」における「地域関係者」と「一般投資家」の出資比率は原則 1:1 となるように調整する。投資実行の流れとしては、投資案件に対する予定累積投資額の一部を先に「地域関係者」による直接投資形式から投資し、次に「一般投資家」による投資分である「地方再生トータル・ファンド」から資金を配分し、最終的に直接

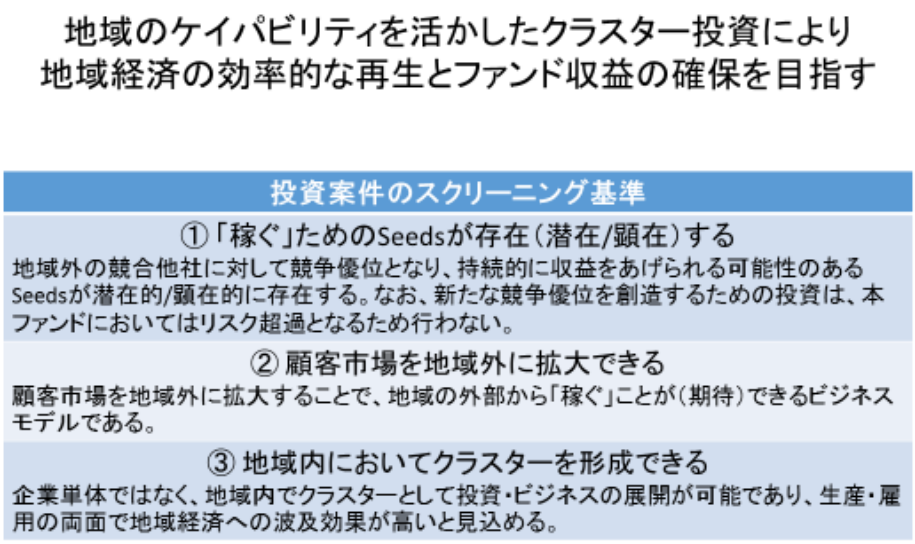
投資形式の資金と「地方再生トータル・ファンド」からの配分資金が 1:1 となるように調整しながら投資を行っていく。

第 7 章 投資案件サイド

7-1. 投資案件スクリーニング

投資案件のスクリーニングに関しては、図 7-1 に示す 3 点を基本方針とする。

図 7-1 投資案件スクリーニング基準



今回提案する「地方企業再生ファンド」では、投資対象地域が保有する（顕在／潜在を問わず）ケイパビリティを最大限にまで活用することに主眼を置く。また、本ファンドでは「地域関係者」以外の「一般投資家」の資金も活用することから、投資期間と投資リスクの観点から、新たなケイパビリティをゼロから創生するというような投資は原則行わない。

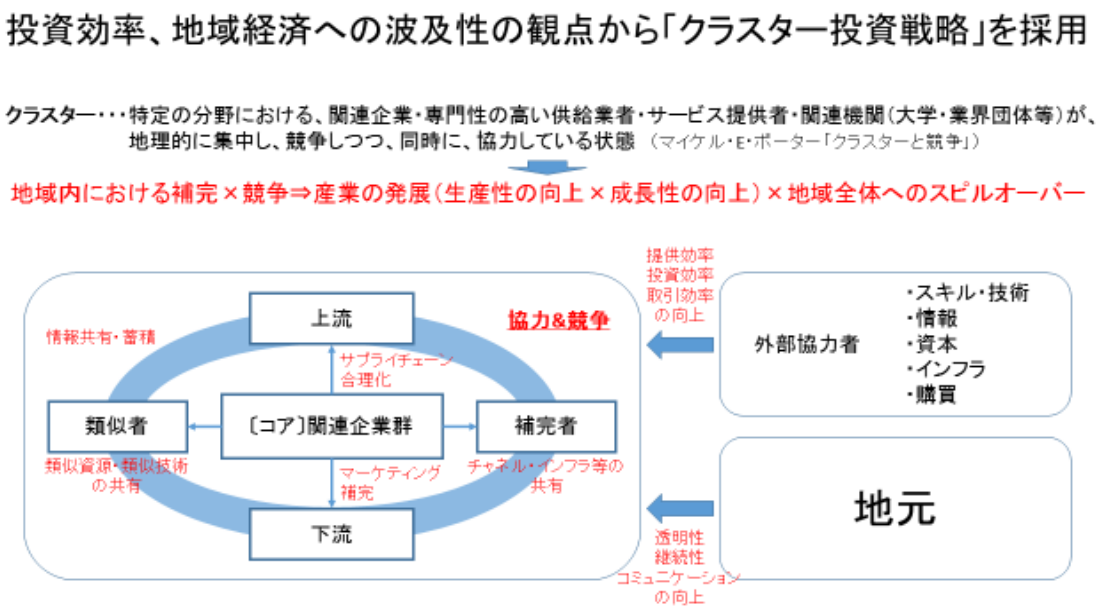
7-2. クラスター投資戦略

投資案件に関する投資戦略の基本方針は、投資効率（スケールメリットの確保）と地域の経済・社会への波及効果の観点から、「クラスター投資戦略」を採用する。

「クラスター戦略」は図 7-2 にあるように「特定の分野における、関連企業・専門性の高い供給業者・サービス提供者・関連機関（大学・業界団体等）

が、地理的に集中し、競争しつつ、同時に、協力している状態」（マイケル・E・ポーター「クラスターと競争」）を作り出すことで、地域内における企業同士の補完と競争を促進し、産業の発展と地域全体へのスピルオーバーを生み出すことにある。

図 7-2 クラスター戦略の効果



7-3. 再生戦略策定

投資案件における再生戦略の策定に関しては図 7-3 に示す手順で行う。

図 7-3 再生戦略策定の手順

再生戦略作成プロセス	
STEP1	投資案件スクリーニング基準に沿って投資対象とする産業・業種を特定する
STEP2	対象産業・業種に関する地元行政等の中期計画等を参考に再生戦略の大方針を設定する
STEP3	投資対象候補企業との協議により具体的な再生戦略を作成する

本ファンドでは基本的な立場として地域にとって第三者であるということから、再生戦略の策定において、独自に作成した再生戦略プランをトップダウンで投資対象および投資対象地域に押し付けるということは極力避ける。再生戦略プランの作成においては、地域（当事者）の理解と協力を取り付けて円滑に

プランの実行を行うという観点から、地元行政等が作成する地域の中長期計画を参考に地域とベクトルを合わせた形で再生戦略の方向性（大方針）を決定する。その後、投資対象候補企業とコンペ形式や協議形式により具体的な施策にまで落とし込んで再生戦略を完成させる。

第 8 章 運営方針

8-1. ファンド KPI

今回提案する「地方企業再生ファンド」においては「地域経済基準」と「ファンド収益基準」の 2 つの軸をファンド KPI として採用する。

「地域経済基準」は 1 人あたり域内総生産や域内平均賃金、行政などによる政策目標等で、主にファンド組成時の投資戦略や再生戦略の策定において数値目標や数値計画の設定の際に参考指標として事前的に使用する。

「ファンド収益基準」はファンドの収益目標および収益評価として使用し、基本的には一般的なマーケット・リスク・プレミアム程度（経済産業省の伊藤レポートにおける 6~7%等）を想定する。

8-2. EXIT 戦略

本ファンドでは投資期間は 1 つの「地域再生ファンド」あたり 10 年程度を想定するが、その EXIT 戦略においては投資対象企業や投資対象地域の関係者による MBO 等を想定する。これは、本ファンドの主な投資対象である地方企業においては株式公開による EXIT は非現実的であると同時に、投資対象企業にとってもメリットが少ないことから、最終的には、地域にとって第三者である本ファンドが手掛けた案件を「地域に還す」という考えのもとでこのような EXIT 戦略を採用した。

第Ⅲ部 ケース「飯田下伊那地域再生ファンド」

第Ⅲ部では、第Ⅱ部にて提案した「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームに基づいて、長野県飯田下伊那地域を具体例に「伊田下伊那地域再生ファンド」のファンド・ストラテジーを考案する。

第 9 章 長野県飯田下伊那地域

9-1. 飯田下伊那地域の概要

9-1-1. 地域の特徴

長野県飯田下伊那地域は長野県の南部にある飯田市を中心とした地域経済社会圏である（図 9-1）。その中核都市である飯田市は平成 22 年国勢調査によれば、人口 105,364 人、世帯数 37,817 世帯、高齢化率 28.1%の地方都市である。

地域の特徴としては、かつては養蚕や水引などの伝統産業により発展した地域であるが、これらの産業は日本の高度経済成長に伴い衰退し、現在の主要産業は精密機械・電子・光学等のハイテク産業や半生菓子・漬け物・味噌・酒等の食品産業、市田柿・りんご等の果実を中心とする農業等である。人々の生活面では、飯田市を中心に周辺自治体と飯田下伊那地域を圏域とした「定住自立圏形成協定」を締結し、地域医療の充実や産業等の振興を図っている。また、将来のイベントとしては、2027 年にリニア中央新幹線の駅が開業予定である。

図 9-1 長野県飯田下伊那地域の位置

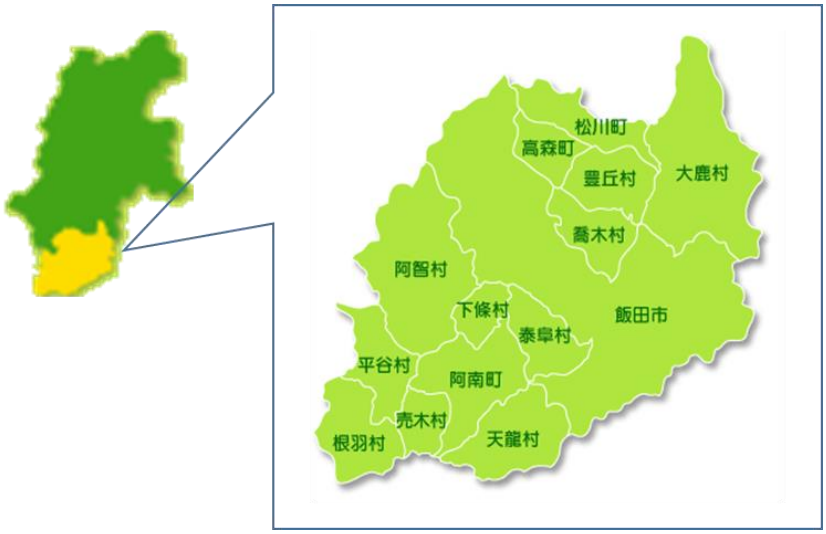


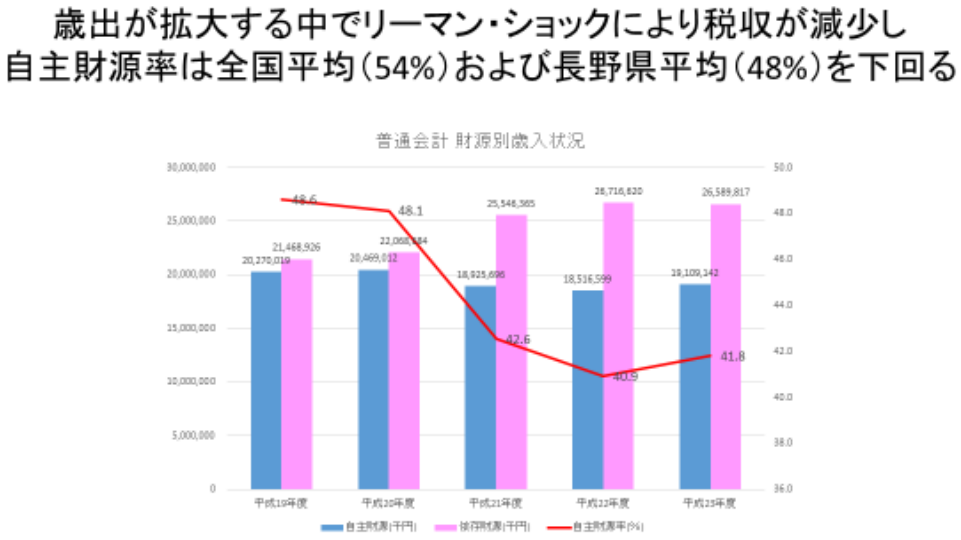
図 9-2 長野県飯田下伊那地域のイメージ

9-1-2. 行政（Political）

飯田下伊那地域は、交通の便の悪さ等から長野県の他地域に比べると経済・社会の発展度合において劣位にあり、財政面では図 9-3 にあるように平成 23 年度の自主財源率は 41.8%であり、全国平均（54%）や長野県平均（48%）を下回る状況である。

また当地域の現在の主要産業である精密機械・電子・光学等のハイテク産業は景気変動の影響を受けやすい業種であるため、リーマン・ショック以降の世界的な景気の低迷により自主財源率も大きくポイントを落としている。

図 9-3 飯田市の財政状況



〔出所〕飯田市役所統計データ

飯田市では中期的な行政計画として「地域経済活性化プログラム 2015～リニア中央新幹線と三遠南信自動車の開通を見据えて～」を策定し、以下に示すような 8 つの重点戦略・プロジェクトを設定している。

〈地域経済活性化プログラム2015～リニア中央新幹線と三遠南信自動車道の開通を見据えて～〉

☆ 重点戦略・重点プロジェクト

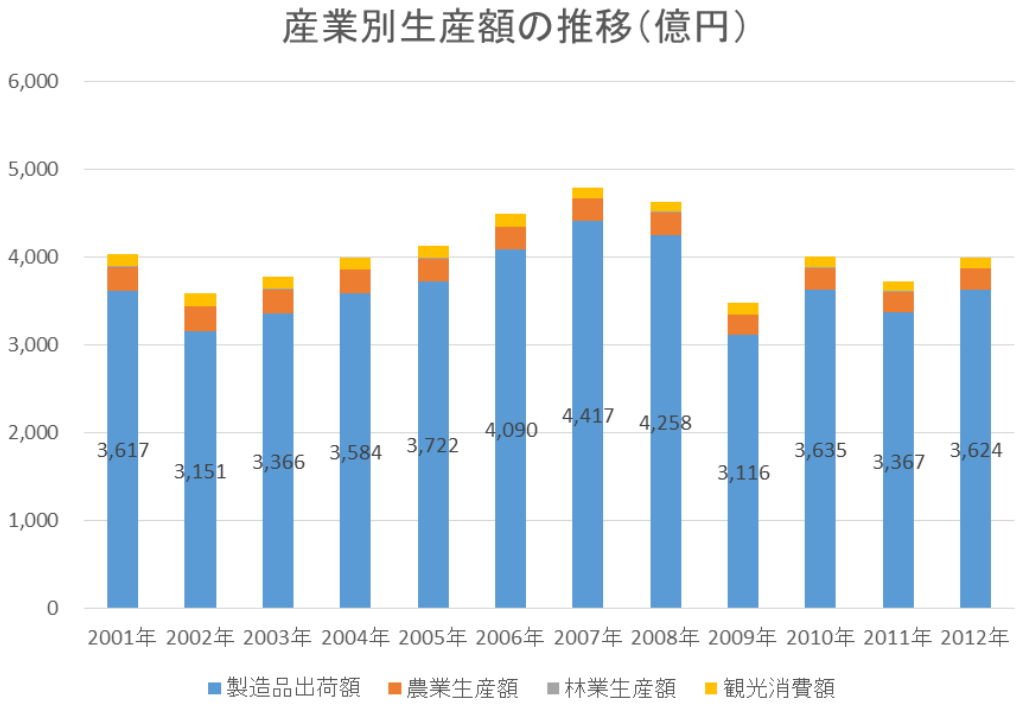
1. 人材誘導・人材育成・企業支援
   UIターン促進、「飯田産業技術大学」、「ものづくり高度人材育成事業」、高学歴人材の活躍できる「場」、域内格差
2. 異産業連携による地域資源の活用・創造
   メディカルバイオクラスター（医療・介護×産業）、食品産業クラスター（農業×観光×産業）
3. ブランド力の向上、いいだファンの拡大
   外部（首都圏）への情報発信、地域特産品のブランド力向上、観光ブランド力劣位、農地不効率性
4. 連携・共同・統合による産業集積の創造
   航空宇宙産業クラスター（国際戦略総合特区「アジアNo1航空宇宙産業クラスター形成特区」指定）、中核企業・リーダー不在
   （1）航空宇宙産業クラスター形成支援 （2）企業誘致 （3）事業環境整備
5. 新たな担い手による農地の有効活用と生産基盤の強化
   担い手の確保、農産物のブランド化
6. 持続可能な森林づくり
   飯田産材の利用促進、木質バイオマスエネルギー、国「森林・林業再生プラン」（平成31年木材自給率50%以上）、路網整備、設備導入
7. 観光誘客推進の基盤づくり
   伊那路・木曽路広域観光連携会議、自転車のまちづくり、観光ブランド力劣位、交通アクセス
8. 地域商業機能の維持強化
   地域中小卸小売機能の維持・強化、買い物困難者への対応

9-1-3. 経済（Economic）

飯田下伊那地域の経済（生産）における主要産業は図 9-4 にあるように製造業であり、その生産額の規模は当地域の産業別生産額において大きな割合を占

めている。ただし、製造業は景気変動の影響を受けやすい産業でもあるため、景気動向により生産額のボラティリティも非常に大きいのが特徴である。

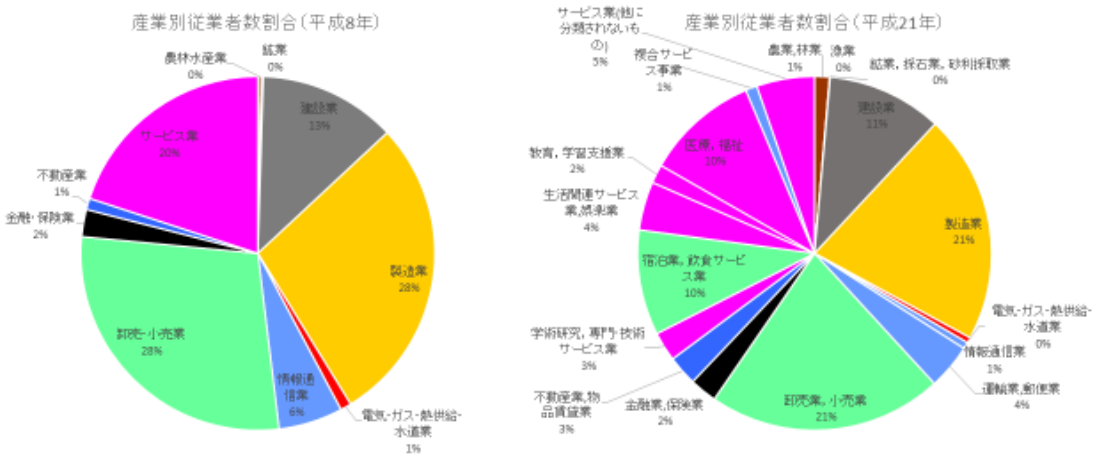
図 9-4 飯田下伊那地域における産業別生産額の推移



〔出所〕飯田市役所統計データ

また、飯田下伊那地域の経済（雇用）においては、図 9-5 に示すように、従業者が多い産業・業種は「建設」「製造」「卸・小売」「宿泊・飲食」「医療・福祉」となっている。

図 9-5 飯田下伊那地域における産業・業種別従業者数



〔出所〕飯田市役所統計データ

飯田下伊那地域における企業の所在状況に関しては、表 9-1 が示すように、飯田下伊那地域内に本社を置く上場企業は存在せず、また一定規模（売上高 10 億円かつ従業員数 30 名）以上の企業もその数は限られている。

表 9-1 飯田下伊那地域における企業の所在状況

財務スクリーニング

対象企業数	**飯田市**	**67 社**	**（製造業）16 社**
	下伊那郡	**23 社**	**（製造業）13 社**
ステータス	企業名称	SPEEDA 業界分類*	住所
非上場	信菱電機(非上場)	*民生用空調機器	長野県飯田市**
非上場	冨士電機(非上場)	-	長野県飯田市**
非上場	前田産業(非上場)	*スクラップリサイクル	長野県飯田市**
非上場	多摩川マイクロテップ(非上場)	*重電（電力設備）	長野県飯田市**
非上場	小林製袋産業(非上場)	-	長野県飯田市**
非上場	かぶちゃん農園(非上場)	*製粉	長野県飯田市**
非上場	アジア電子工業(非上場)	*電源	長野県飯田市**
非上場	マルヒ(非上場)	*重電（電力設備）	長野県飯田市**
非上場	マルマン(非上場)	*調味料類	長野県飯田市**

非上場	ミナミ(非上場)	*電子回路基板	長野県飯田市**
非上場	丸大食品工業(非上場)	-	長野県飯田市**
非上場	宮内産業(非上場)	*皮革	長野県飯田市**
非上場	山京インテック(非上場)	*工作機械	長野県飯田市**
非上場	矢澤産業(非上場)	*ガラス繊維	長野県飯田市**
非上場	飯田パルスモ(非上場)	*電子回路基板	長野県飯田市**
非上場	飯田化成(非上場)	*建材・建築資材(樹脂系)	長野県飯田市**
非上場	天恵製菓(非上場)	*菓子	長野県下伊那郡**
非上場	竹村工業(非上場)	*建材・建築資材(コンクリート系)	長野県下伊那郡**
非上場	エフプラス(非上場)	*ブレーキ	長野県下伊那郡**
非上場	コシブ精密(非上場)	*レンズ	長野県下伊那郡**
非上場	ルビコン電子(非上場)	*コンデンサ	長野県下伊那郡**
非上場	丸昌稲垣(非上場)	*漬物・煮物・大豆	長野県下伊那郡**
非上場	乾光精機製作所(非上場)	*工作機械	長野県下伊那郡**
非上場	化成工業(非上場)	*建材・建築資材(樹脂系)	長野県下伊那郡**
非上場	協和精工(非上場)	*配電・制御器	長野県下伊那郡**
非上場	多摩川モータトロニックス(非上場)	*重電(電力設備)	長野県下伊那郡**
非上場	津具屋製菓(非上場)	*菓子	長野県下伊那郡**
非上場	阿南部品(非上場)	*ブレーキ	長野県下伊那郡**
非上場	飯田精密(非上場)	*工作機械	長野県下伊那郡**

※スクリーニング条件

① 本社所在地：長野県飯田市または長野県下伊那郡

② 直近売上高 10 億円以上

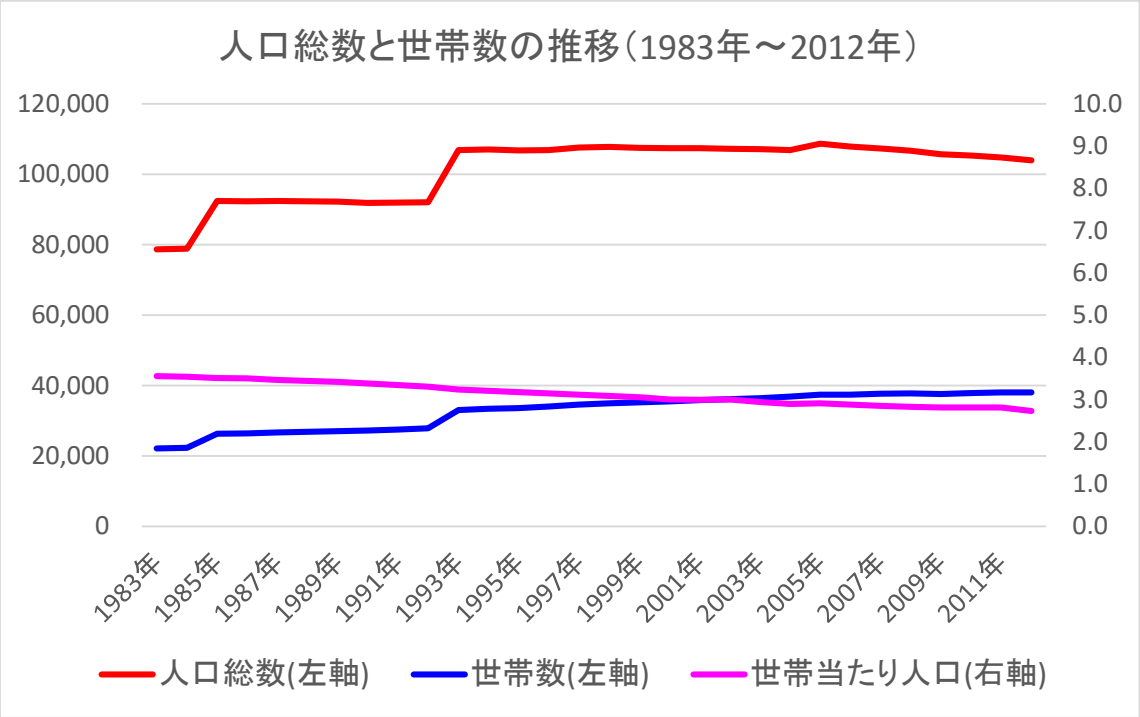
③ 直近従業員数 30 名以上

〔出所〕SPEEDA 提供データベース

9-1-4. 社会（Social）

飯田下伊那地域の社会においては、図 9-6 に示すように、人口総数は足元で緩やかに減少が続いているが、周辺自治体の合併というイベント時以外では直近 20 年においてそれほど劇的な変化は起きていない。また、人口総数が緩やかに減少している中で、世帯数は核家族化の進展等により緩やかに増加が続いている。

図 9-6 飯田市における人口総数と世帯数の推移

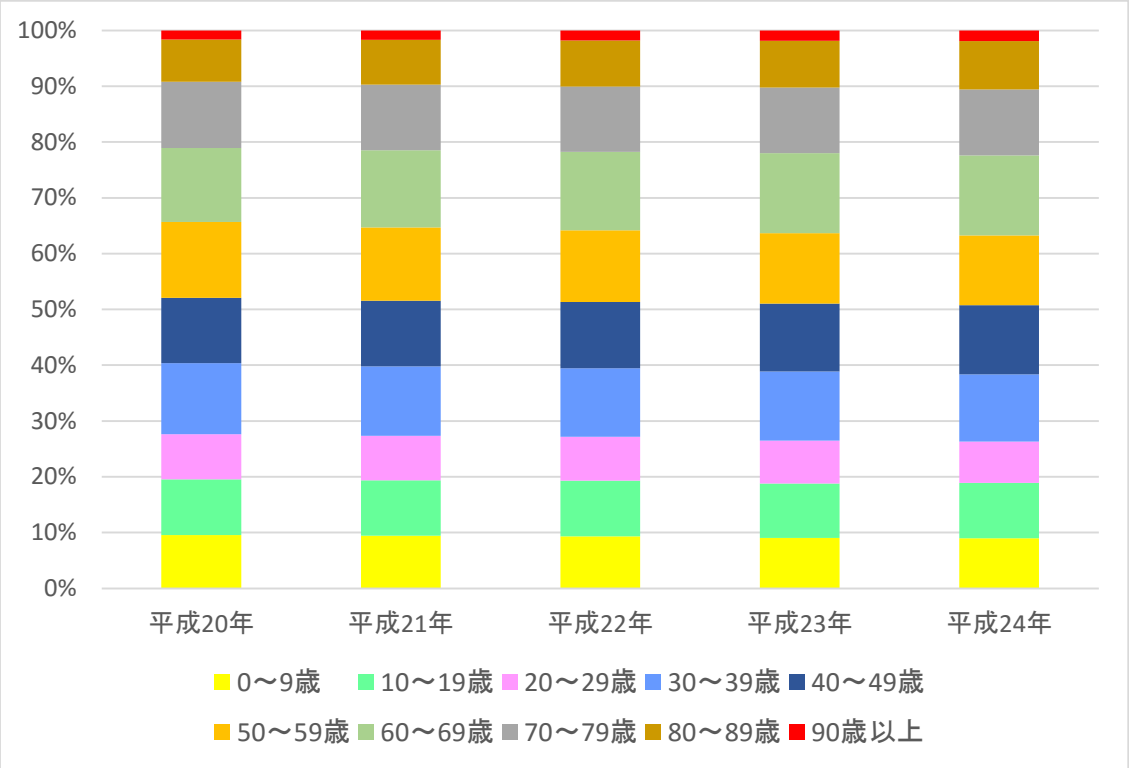


〔出所〕飯田市役所統計データ

また、人口動態に関しては、総人口における年齢構成比でみると 20 代の割合が低いのが当地域の特徴である（図 9-7）。これは、当地域において高等学校卒業後の進路となる高等教育機関（大学、短期大学、専門学校）が飯田女子短期大学の 1 校しか存在しないため、高等学校卒業後に進学を志望する若者は必然的に飯田下伊那地域の外部へ出ていってしまうからである。

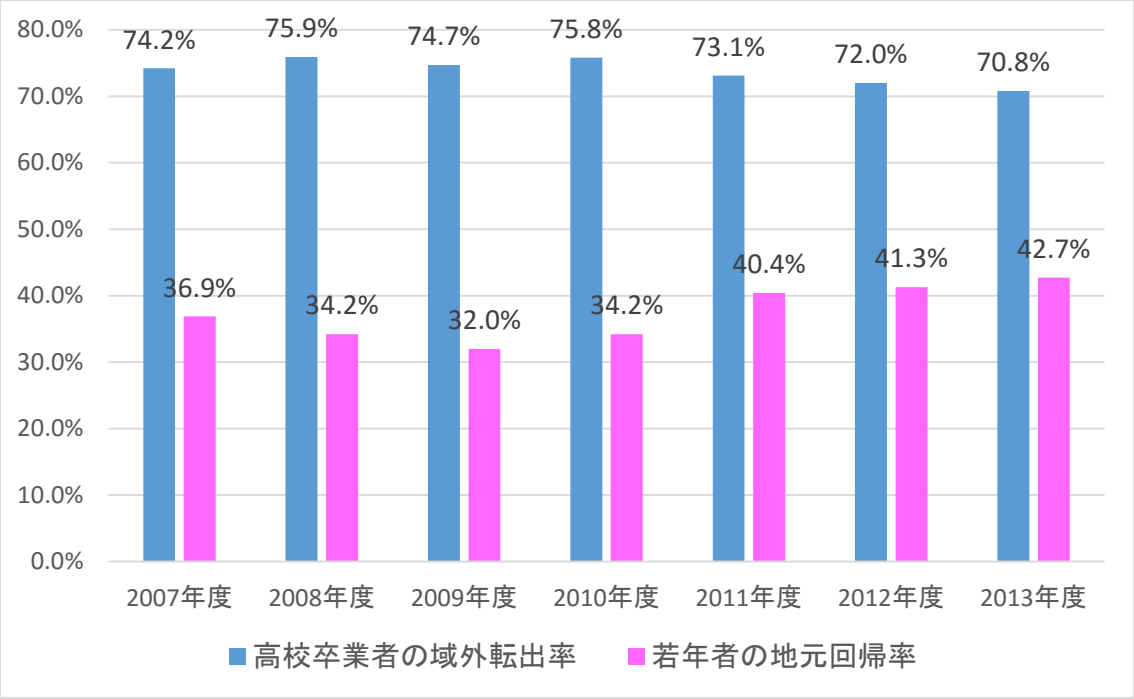
しかし、図 9-8 に示すように、近年では高等学校卒業後の若者の飯田下伊那地域外への転出率の低下と、進学等により飯田下伊那地域外へ転出した若者の進学先の卒業等に伴う飯田下伊那地域への回帰率の上昇により、若者の飯田下伊那地域への定着率が高まりつつある点は注目すべきである。

図 9-7 飯田市の総人口における年齢構成比の推移



〔出所〕飯田市役所統計データ

図 9-8 飯田下伊那地域における若者の定着率の推移



〔出所〕飯田市役所統計データ

飯田下伊那地域における教育機関と医療機関の状況には近年において大きな変化は起きていない（図 9-9）。

図 9-9 飯田下伊那地域における教育機関と医療機関の状況

高等学校の状況　　平成24年5月1日現在

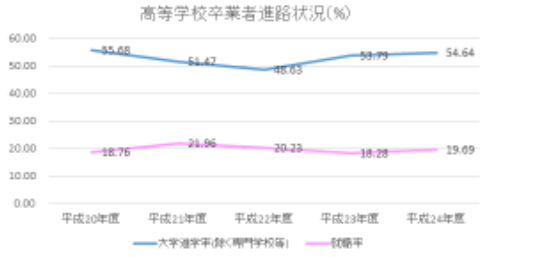
平成24年度 学校名	公私別	生徒数 総数	1年	2年	3年	定4年
全体		4,845	1,583	1,574	1,651	37
全日制		4,678	1,537	1,526	1,615	–
飯田工業	県立	387	122	118	147	–
飯田長姫	県立	448	149	152	147	–
飯田風越	県立	949	272	275	302	–
下伊那農業	県立	469	158	154	157	–
阿南	県立	329	108	116	105	–
阿智	県立	321	118	100	103	–
飯田	県立	918	283	317	318	–
松川	県立	393	124	120	149	–
飯田女子	私立	564	203	174	187	–
定時制		167	46	48	36	37
飯田工業	県立	65	16	24	10	15
飯田長姫	県立	102	30	24	26	22

大学の状況　　平成24年5月1日現在

年度	学校数	学校名	学科数	学生数 総数	男	女
24	1	飯田女子短期大学	3	587	–	587

医療施設の状況　　各年度3月31日現在

年度	保健所	病院	診療所	歯科診療所	助産所	薬局	あんま・はり・きゅう等施術所
19	1	7	90	60	1	46	156
20	1	7	89	58	1	45	154
21	1	7	90	59	1	45	157
22	1	7	87	59	2	42	159
23	1	7	90	60	2	43	163



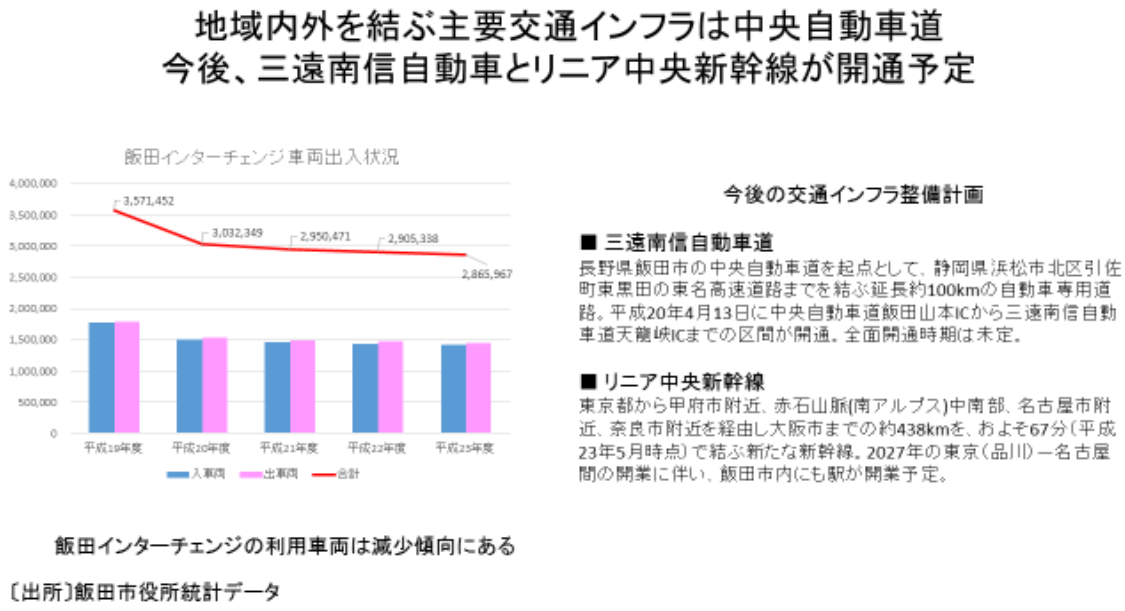
〔出所〕飯田市役所統計データ

9-1-5. 交通インフラ（Technological）

飯田下伊那地域において地域の内外を結ぶ主要な交通インフラは、長年、中央自動車道であった。それでも、飯田～東京間では所要時間約 4 時間 30 分、飯田～名古屋間では所要時間約 2 時間がかかり、大都市圏への交通の便の悪さは長野県内でも上位に位置する。

しかし、図 9-10 に示すように、今後、飯田下伊那地域が該当する交通インフラ整備計画が進んでおり、将来的には当地域と静岡県浜松市を結ぶ三遠南信自動車と、東京（品川）～名古屋を結ぶリニア中央新幹線の飯田駅が開通・開業予定である。

図 9-10 飯田下伊那地域における交通インフラ



9-2. 飯田下伊那地域の産業

飯田下伊那地域の産業について生産面で大きな割合を占める「製造業」と、雇用面で大きな割合を占める「観光業」について、より詳しくその現状を考察していく。

9-2-1. 製造業

飯田下伊那地域の製造業において、その内容を業種別に分類して視てみると、図 9-11 に示すように、出荷額において大きな割合を占めているのは「食料」「プラスチック」「精密・機械」「電子」「電気」である。ただし、製造業は景気変動の影響を受けやすい産業であるため、多くの業種において出荷額は 10 年前の水準を下回っている。

図 9-11 飯田下伊那地域の製造業における業種別出荷額

区分	飯田下伊那地域					
	2002年		2012年			
	出荷額	県内シェア	出荷額	県内シェア	域内構成比	対2002年
計	286,513	5.7%	355,955	7.0%	100.0%	124.2%
食料	38,450	8.2%	32,686	6.7%	9.2%	85.0%
飲料			1,561	1.0%	0.4%	
繊維			774	4.1%	0.2%	72.3%
衣服	1,070	6.2%				
木材	1,423	2.9%	1,276	3.7%	0.4%	89.7%
家具	1,755	4.6%	181	0.9%	0.1%	10.3%
紙・パルプ	12,768	18.9%	10,435	13.1%	2.9%	81.7%
印刷	6,602	7.7%	5,348	7.6%	1.5%	81.0%
化学						
石油						
プラスチック	16,132	12.2%	19,381	11.8%	5.4%	120.1%
ゴム						
皮革	7,922	72.7%	1,897	74.3%	0.5%	23.9%
窯業	18,633	16.4%	7,545	6.7%	2.1%	40.5%
鉄鋼						
非鉄						
金属	4,870	2.8%	8,913	3.6%	2.5%	183.0%
機械	28,776	4.3%	42,662	4.1%	12.0%	86.1%
精密	20,772	6.6%				
電子	50,441	6.3%	110,090	14.7%	30.9%	218.3%
電気	67,734	8.5%	56,654	17.4%	15.9%	83.6%
情報	6,222	1.2%	1,987	0.3%	0.6%	31.9%
輸送	722	0.2%	2,267	0.6%	0.6%	314.0%
その他	1,745	3.6%	17,147	13.7%	4.8%	982.6%

※出荷額単位：百万円

〔出所〕飯田市役所統計データ

また、飯田下伊那地域の製造業の特性について、飯田市産業経済部としんきん南信州地域研究所による地域経済分析レポートでは SWOT 分析の形で以下のように指摘している。

SWOT分析

	強み	弱み
内部環境分析	中核企業を中心に企業群を形成 特定の市場において競争力を保持 電気・電子・機械・精密加工の企業群が集積 一定の技術力を保持 天候・風土を活かした地場産品	部品製造業が多い（電子・精密） 部品産業での最終製品が少ない 工程受注の割合が多い 研究開発力に課題（多数の中小企業） 地元に4年制大学・研究機関がない 働き手の流出 製造業を希望する人材の減少 マーケティング力が弱い 営業力が不足している企業が多い コスト競争力の低下、低付加価値
外部環境分析	機会	脅威
	中京圏・三遠地域が近い スローライフ的豊かさを求める人の増加 団塊の世代の新たな市場 次世代交通網の整備	企業の海外進出による国内産業の空洞化 大手企業のサプライチェーンの再編 ユニット発注の増大 少量多品種・納期短縮要請の増大 首都圏からの物理的距離 内陸地による輸送コストの増大

以上の分析より、日本の国内製造業が産業の空洞化・新興国の台頭などの脅威に晒されている中で、飯田下伊那地域の製造業は部品下請製造中心による研究開発力・マーケティング力・営業力・付加価値力の欠如が課題であると指摘できる。

9-2-2. 観光業

飯田下伊那地域における観光業の現状について、地域内の主要観光地における観光消費額の規模は表 9-2 に示す通りである。

表 9-2 飯田下伊那地域の主要観光地における観光消費額

飯田下伊那地域の主要観光地						
		2012 年		2013 年		
名称		観光消費額	シェア	観光消費額	対前年比	シェア
昼神温泉		40.8	41.4%	40.8	100.0%	40.0%
下條温泉周辺		9.1	9.2%	8.5	93.4%	8.4%

園原の里	4.7	4.8%	6.4	136.2%	6.3%
天龍峡・天竜川下り	3.4	3.4%	5.7	167.6%	5.6%
まつかわ温泉	5.0	5.0%	5.0	100.0%	4.9%
治部坂高原	4.7	4.7%	4.0	85.1%	3.9%
平谷高原	2.8	2.8%	3.2	114.3%	3.1%
うるぎ自然休養村	3.0	3.0%	2.9	96.7%	2.9%
新野高原	2.3	2.3%	2.4	104.3%	2.4%
山本・水晶山	3.2	3.2%	2.3	71.9%	2.3%
あららぎ高原	1.5	1.5%	2.2	146.7%	2.1%
湯ヶ洞	1.9	1.9%	2.2	115.8%	2.1%
大鹿小渋水系	1.9	1.9%	1.9	100.0%	1.8%
遠山温泉郷	1.4	1.4%	1.3	92.9%	1.3%
しらびそ高原	0.5	0.5%	0.5	100.0%	0.5%
下栗の里	0.4	0.4%	0.4	100.0%	0.4%
元善光寺	0.4	0.4%	0.3	75.0%	0.3%
合計	87.0		90.0	103.4%	

〔出所〕飯田市産業経済部、しんきん南信州地域研究所

また、表 9-3 に示すように、飯田下伊那地域の観光業の特徴として、長野県内の他地域に比べて、観光ブランド力に欠けるため訪問客数が少なく、また訪問客の日帰り比率が高いため訪問客１人当たりの平均消費額が低いことが指摘できる。

表 9-3 飯田下伊那地域と長野県全体の観光業の比較

	飯田下伊那地域					長野県		
	2005年		2013年			2005年	2013年	
	観光消費額	県内シェア	観光消費額	県内シェア	対前年比	観光消費額	観光消費額	対前年比
合計	132	4.0%	102	3.2%	103.7%	3,327	3,148	101.7%
備考	日帰り・宿泊比率		8対2			日帰り・宿泊比率		5対5
	利用者平均消費額（人／日）		2,593円			利用者平均消費額（人／日）		3,681円

〔出所〕飯田市産業経済部、しんきん南信州地域研究所

飯田下伊那地域の観光業の特性について、飯田市産業経済部としんきん南信州地域研究所による地域経済分析レポートでは SWOT 分析の形で以下のよう

に指摘している。

SWOT分析

		内部環境分析	
		強み	弱み
外部環境分析	機会	・地域に密着した特色ある観光地（施設）が多いため（食・文化・まつり・芸術など）、近年の目的意識を持った観光客が増加する中では、特色を発揮できる可能性が高い。（観光公社事業との連携） ・年間を通じて四季の変化にあった観光客を受け入れることができる。 ・日帰り温泉施設などでは、手軽に健康や癒しを求める観光客に支えられて、安定した利用者数を確保できている。	・観光消費額を単独で大きく発生させる施設や観光地が少ないが、地域密着型観光でリピーターを確保する。 ・知名度が低く、マーケティングや顧客管理がないと観光客が集まらないが、特色ある自然や文化など、ホームページ等による情報発信で紹介できる観光資源が数多く存在する。
	脅威	・宿泊単価や利用単価が低い施設が登場して、価格競争が始まっている。 ・他の地域でも体験教育旅行の誘致に積極的に取り組み始め、地域間競争が激化し始めている。そのため、南信州観光公社の持つ体験メニューの質の高さで差別化を図る。	・宿泊施設や立ち寄り施設などでは老朽化したものも多いが、サービスに見合った適正な価格設定を促進する。 ・JRやバスなど公共交通機関の利用を前提とした旅行には不便であるが、逆に「秘境駅」としての飯田線の魅力などをPRに使い誘客に結びつける。

第 10 章 投資案件スクリーニング

10-1. 飯田下伊那地域の産業評価

具体的な「飯田下伊那地域再生ファンド」の投資戦略の作成のために、投資案件のスクリーニングとして、飯田下伊那地域の産業評価を行う。

飯田市が策定した中期行政計画である「地域経済活性化プログラム」では、「製造業（全般）」「航空宇宙」「メディカルバイオ」「食品」「農業」「商業」「観光業」「林業」「エネルギー」の 9 つの産業・業種を重点分野に掲げ、以下に示すように分析・評価している。

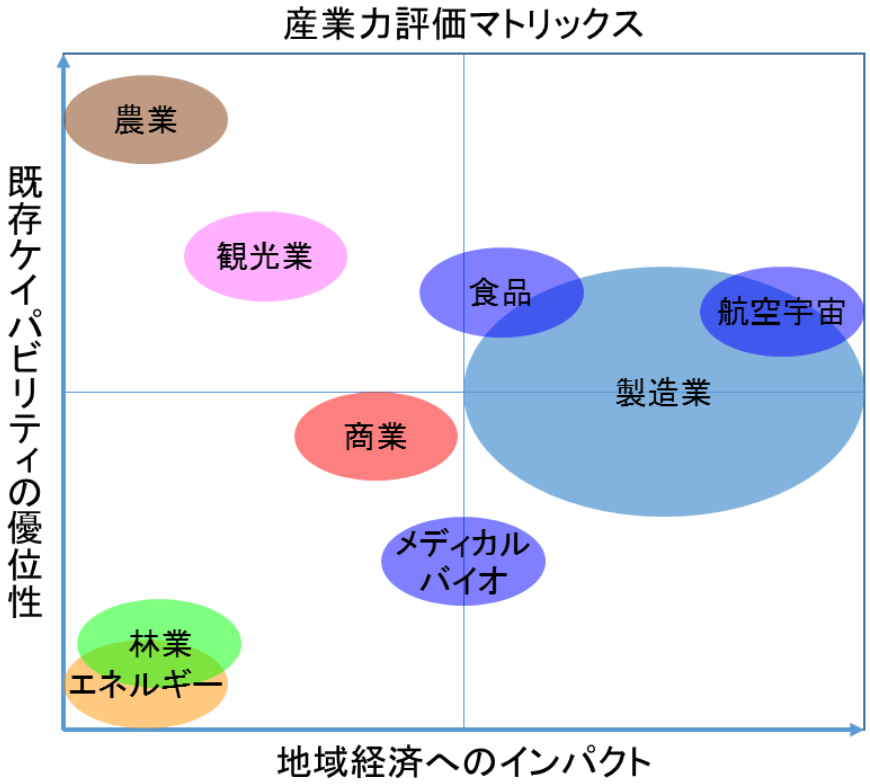
飯田下伊那地域の産業力評価

産業カテゴリー		評価
製造業		地域における主要産業（生産・雇用）。下請型・工程外注型体質のため付加価値力が弱い。マーケティング機能・デザイン機能にも課題。
	航空宇宙	地域における次世代の期待産業。中核企業・リーダーの不在。研究開発力が低い。
	メディカルバイオ	地域における強化産業。マーケットは域内を想定。
	食品	地域における強化産業。事業者数は多いが零細事業者が多く、従業者の給与水準も低い。

農業	産品のブランド力は高い。担い手が減少。地理的条件による低生産性。
商業	従業者数では域内 2 位産業。売上高・従業者数ともに減少傾向。リニア中央新幹線開業によるストロー化現象懸念。
観光業	ブランド力において県内他地域に劣位。交通アクセスに課題。観光客数・一人当たり消費額ともに減少傾向。南アルプスや温泉など観光資源はあり。
林業	国策による需要増加期待。担い手不足。路網・設備不足。低生産性。
エネルギー	太陽光、木質バイオマス。低 ROI。

これらの産業・業種に関する分析・評価と、生産や雇用に関する統計データを参考に、飯田下伊那地域の産業の産業力を評価したものが図 10-1 に示す「産業力評価マトリックス」である。ここでは、縦軸の「既存ケイパビリティの優位性」は「地域経済活性化プログラム」や飯田市産業経済部としんきん南信州地域研究所による地域経済レポートによる産業・業種に関する分析・評価結果を参考にし、横軸の「地域経済へのインパクト」は飯田市役所統計データによる生産額や従業員数を参考に、それぞれプロットしている。なお、製造業は内容が多業種に亘るため、他の産業・業種よりも広い範囲でプロットしており、円の大きさが産業・業種の規模を表している訳ではない。

図 10-1 飯田下伊那地域の産業における産業力評価マトリックス



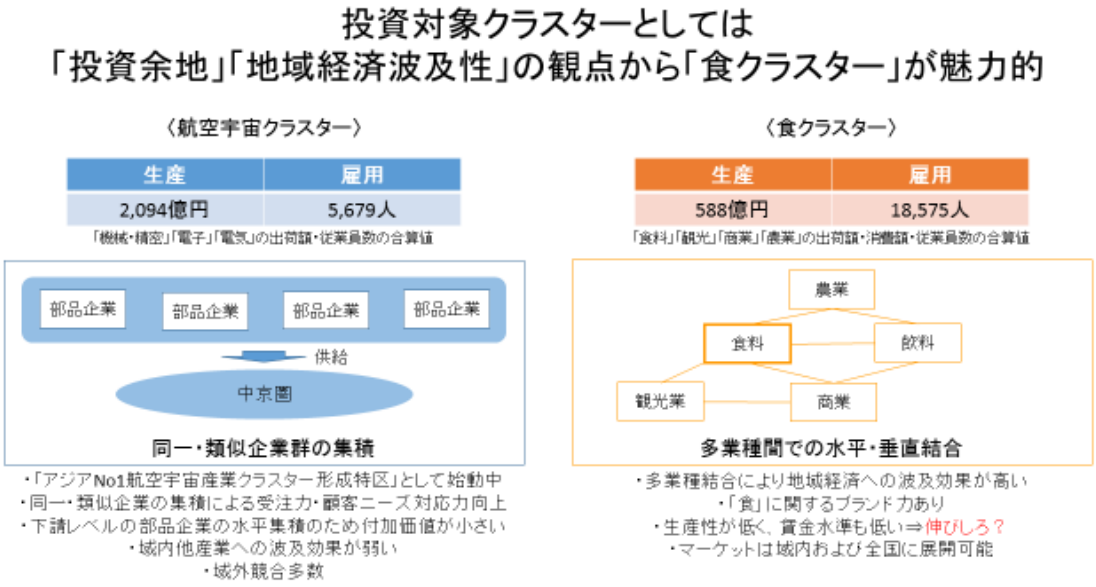
この産業力評価マトリックスの結果より、既存ケイパビリティが他地域に対して優位性を持っていると考えられる「農業」「観光業」「食品」「航空宇宙」の分野が投資対象として魅力度が高いと考えられる。

10-2. 投資クラスター案件評価

投資対象分野として魅力度が高いと考えられる「農業」「観光業」「食品」「航空宇宙」に関してクラスター形成の可能性を考える。

今回は図 10-2 に示すように「航空宇宙クラスター」と「食クラスター」の 2 つが想定できる。

図 10-2 クラスター形成の可能性と評価



ここで「航空宇宙クラスター」と「食クラスター」のそれぞれについて投資案件としての魅力度を評価する。

「航空宇宙クラスター」は生産面の規模において、関連すると考えられる産業・業種（「精密・機械」「電子」「電気」）の生産額の単純な合算値では非常に大きいが、クラスターの中身を見てみると中京圏へ部品を供給する同一・類似の下請企業群の集積であるため総合的に付加価値の幅が小さく、また企業の水平集積であるために地域内の他産業への波及効果も低いと考えられる。そのような点において、クラスターという呼称を使えども、第 7 章で述べたような「クラスター戦略」の定義・理念とは大きく異なるものである。また、「航空宇宙クラスター」は既に、飯田下伊那地域の地元行政や地元業界団体が主導で「アジア No1 航空宇宙産業クラスター形成特区」として始動しており、新たな投資参入余地は限られているとも言える。

「食クラスター」は飯田市の「地域経済活性化プログラム」において言及があるものの具体的なクラスター形成はまだ行われておらず、また、複数の産業・業種を水平的・垂直的に結合させることができる可能性があることから、地域経済への波及効果も高いと考えられる。「食クラスター」に関連すると考えられる産業・業種（「食料」「農業」「飲料」「観光業」「商業」）では雇用面の規模が非常に大きい反面、これらの産業・業種は現状において従業員の生産性が低く、賃金水準も低いことから、経営の合理化やオペレーション効率等の改善による変革余地が大きいと考えられる。

よって、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」の投資案件としては、地元中期計画との整合性、投資余地、改善変革期待、地域経済への波及効果の観点から「食クラスター」を対象として投資戦略を作成する。

10-3. 想定投資条件

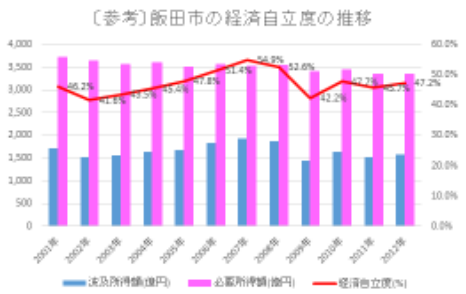
今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」における想定投資条件は図 10-3 に示す通りである。

図 10-3 「飯田下伊那地域再生ファンド」想定投資条件

投資期間10年、累積投資額90億円

投資額算出	
【参考指標】目標経済自立度	55%
目標生産額（生産所得波及率40.5%）	4,543億円
ファンドコミット生産額（コミット率20%）	111億円
基準利益率	4%
基準ROA	5%
投資目途額	89億円

◇1~2年度は直接投資形式による投資
◇3~5年度はトータル・ファンドからの配分による投資
◇10年度にEXITとして地元への転売（MBO等）を予定



ファンドの投資期間は、リニア中央新幹線が開業する 2027 年までを飯田下伊那地域の経済・社会における 1 つの変革期間であると考えて、2016 年から 2026 年までの 10 年間とする。なお、リニア中央新幹線開業後の飯田下伊那地域との関わりについては「飯田下伊那地域への投資終了」「飯田下伊那地域再生ファンドの投資期間延長」「飯田下伊那地域再生ファンド 2 の新規設定」等を投資期間満了までに判断するものとする。

ファンドの想定累積投資額は最大 90 億円とする。ファンド規模の想定には「地域経済基準」より「経済自立度」を参考指数として採用した。「経済自立度」とは「地域産業がもたらす波及所得額と、地域が必要とする所得額を比較することにより、当該地域が地域産業により経済的に充足している度合いを示す指標」であり、その算出方法は「経済自立度（%）=地域産業からの波及所得総額/地域全体の必要所得額」によって計算される。なお「地域産業からの波

及所得総額」とは「外貨獲得産業」（製造業、農林業、観光業）により獲得された外貨を 1 次から 5 次まで波及分析し、波及先の各産業から生じた「給与等所得」の合計額と定義される。また、「地域全体の必要所得額」は家計調査年報のデータを基に「年 1 人あたり実収入額の全国平均値」を求め、その平均値に飯田下伊那地域の総人口を乗ずることで算出される。

ファンド規模の想定において、今回は飯田市による「経済自立度」の中期目標「経済自立度 55%」をベースに計算した。飯田下伊那地域における地域産業（製造業、農林業、観光業）の生産額と地域への波及所得額の関係から「経済自立度 55%」を達成するために必要な地域産業（製造業、農林業、観光業）の生産規模を計算し、現状における生産規模との差額である必要生産増加額の 20%を今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」がコミットすると設定した（なお今回の計算では、生産額≒売上高と仮定する）。この場合、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」では売上高約 111 億円を目指すことになるが、ここから東京証券取引所上場企業における食品業の平均売上高経常利益率 4%、ROA（今回の投資案件では ROE と同義とする）5%（スチュワードシップ・コードにおいてよく用いられる ROE 基準）を用いて、一般的な効率性のもとでの売上高目標 111 億円を達成するための投資額として 90 億円が算出される。

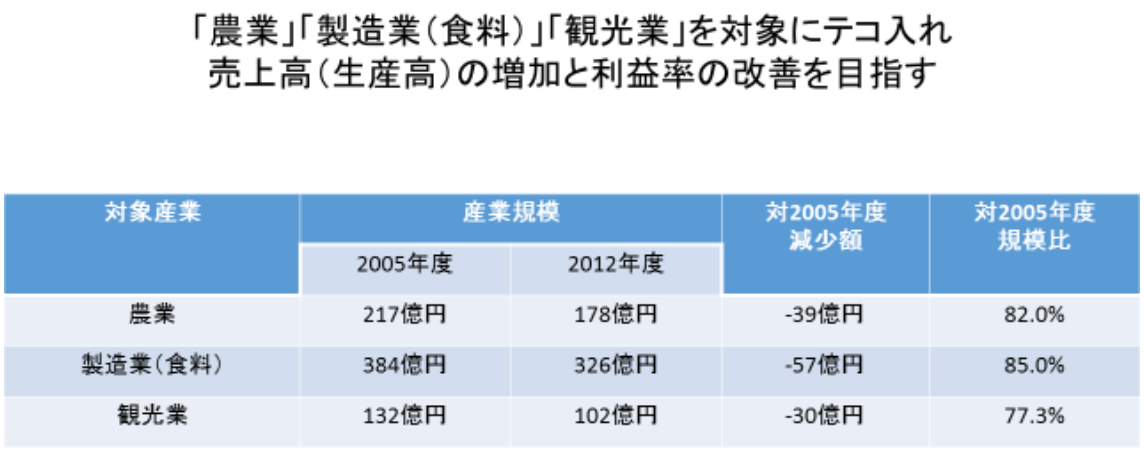
ファンドの EXIT は、投資期間を延長しない場合は、第 8 章で述べた「地方企業再生ファンド」の基本方針に則って、投資対象企業もしくは地元企業団体等による MBO を想定する。

10-4. 再生戦略

今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」による飯田下伊那地域の再生戦略においては、一般的な経営効率（売上高経常利益率 4%）と投資効率（ROA5%）を確保したうえで、売上高 111 億円を目指す。

投資対象は「食クラスター」に該当する産業・業種の企業であるが、「食クラスター」に該当する産業・業種である「食料」「農業」「観光業」の改善余地に関する参考データとして図 10-4 を以下に示す。

図 10-4 「食クラスター」該当産業の改善余地



対象産業	産業規模		対2005年度減少額	対2005年度規模比
	2005年度	2012年度		
農業	217億円	178億円	-39億円	82.0%
製造業（食料）	384億円	326億円	-57億円	85.0%
観光業	132億円	102億円	-30億円	77.3%

10-4-1. 再生戦略① 農業×食：市田柿

再生戦略（案）の 1 つ目は、飯田下伊那地域の特産品である「市田柿」を活用したプランである。干し柿としての長い歴史と、東に南アルプス・西に中央アルプス・中央に天竜川が存在する飯田下伊那地域特有の地理的条件に因る安定した気候によって作られる「市田柿」の品質は全国的にも高い評価を受け、高級品としてのブランド力があり付加価値も高い。

しかし、「市田柿」の生産・流通状況を見てみると、図 10-5 における「全国の干し柿の生産・出荷状況」の表にあるように、「市田柿」の生産力は、全国他地域の干し柿に比べて著しく低い。この表における「仕向量」は「干し柿用に生産される柿」の量であり、「生産量」はこの干し柿用に生産された柿のうち「干し柿に加工された柿」量である。そして「生産量」を「仕向量」で割ったものが「生産率」である。また、「出荷量」は干し柿として加工された柿のうち「商品として出荷された柿」の量である。そして「出荷量」を「生産量」で割ったものが「出荷率」である。

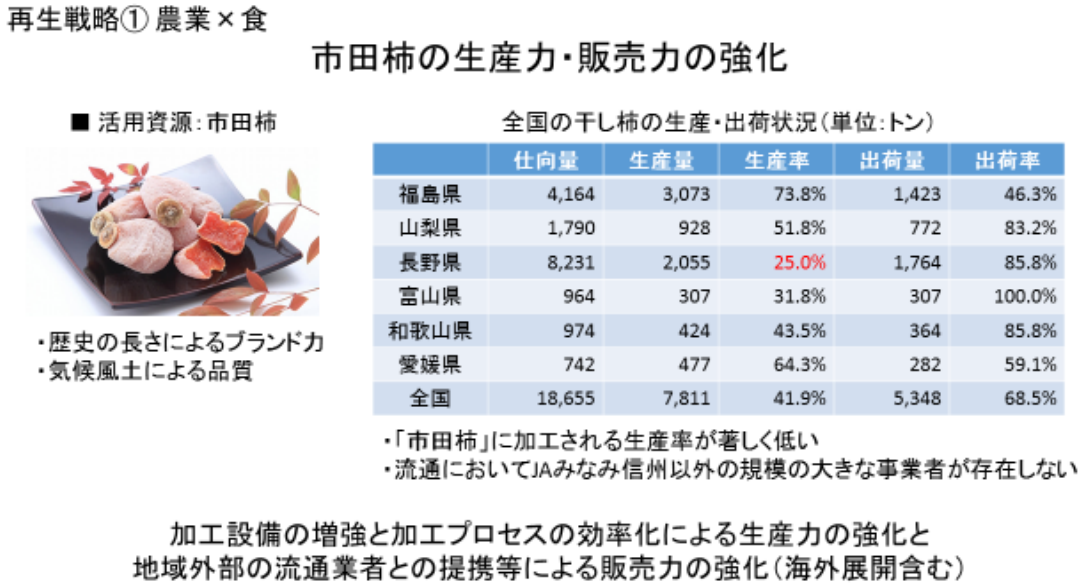
「市田柿」は伝統的には農家の軒先や蔵に数か月間吊るして天日干しすることで生産されてきたが、農家（農業従事者）の高齢化による担い手の減少や、伝統的な「市田柿」の生産手法における生産効率や生産規模の限界により、「市田柿」の生産率は全国他地域の干し柿に比べて極めて低い水準にある。（ちなみに、干し柿用に生産される柿は「渋柿」であるためそのまま食すことには向かず、干し柿に加工されなかった柿は基本的には廃棄される）

このような課題に対処するために飯田下伊那地域では JA みなみ信州を中心に、市田柿生産農家の組織化や市田柿生産の工場化を進めているが、まだ十分な段階には達していない。

また、「市田柿」の流通においても JA みなみ信州以外の大規模な事業者が存在しておらず（かつては「下伊那園芸農業協同組合」という事業者も存在したが最近では事業状況が確認できない）、流通効率においてもチャネルの限界があると考えられる。

そこで、再生戦略のプランとして加工設備の増強（工場化・近代化）と加工プロセスの効率化による「市田柿」の生産力の強化と、飯田下伊那地域外部の流通業者との提携等による販売力（流通効率・流通リーチ）の強化が有効であると考えられる。

図 10-5 再生戦略① 農業×食：市田柿



	仕向量	生産量	生産率	出荷量	出荷率
福島県	4,164	3,073	73.8%	1,423	46.3%
山梨県	1,790	928	51.8%	772	83.2%
長野県	8,231	2,055	25.0%	1,764	85.8%
富山県	964	307	31.8%	307	100.0%
和歌山県	974	424	43.5%	364	85.8%
愛媛県	742	477	64.3%	282	59.1%
全国	18,655	7,811	41.9%	5,348	68.5%

10-4-2. 再生戦略② 観光業×食：昼神温泉、天龍峡、南アルプス

再生戦略の 2 つ目は、飯田下伊那地域の観光資源を活用したプランである。観光業において、飯田下伊那地域は長野県内の他地域に比べると観光ブランド力で劣位にある。現状では、地域外部から飯田下伊那地域を訪れる来訪客数が長野県内の他地域に比べて少ないことに加え、来訪客の「日帰り・宿泊比率」も長野県全体が 5:5 なのに比べて、飯田下伊那地域は 8:2 となっており、その結果として、来訪客 1 人当たりにおける「利用者平均消費額（／人／日）」は長野県全体の 3,081 円に対して、飯田下伊那地域は 2,583 円と大きく劣後して

いる。その結果として、観光消費額における飯田下伊那地域の長野県内シェア4.0%であり、11 地域に区分される長野県全地域のうち下位の 10 位である。

この背景には、長野県内の他地域に比べて交通アクセスが劣位にあることや、観光インフラ（施設・景観等）の整備不足、地域外部への PR 不足などが指摘できる。

しかし、飯田下伊那地域に有力な観光資源が存在していない訳ではなく、図 10-6 にあるように、飯田下伊那地域内部には主に「昼神温泉」「天龍峡」「南アルプス」という 3 つの観光地が 3 極としてバランスよく存在している。また、飯田下伊那地域にはイノシシやシカなどを使用した「ジビエ料理」のような「山の幸」を活かした独特の食文化も存在する。よって、これらの観光資源と食文化を有効に結びつけることで、飯田下伊那地域を訪れる来訪客数の増加や、日帰り・宿泊比率の改善による来訪客 1 人当たりの平均消費額の上昇を通して、飯田下伊那地域の観光消費額の規模を拡大させていくことが有効なのではないかと考える。

図 10-6 再生戦略② 観光業×食：昼神温泉、天龍峡、南アルプス

	飯田下伊那地域					長野県		
	2005年		2013年			2005年	2013年	
	観光消費額	県内シェア	観光消費額	県内シェア	対前年比	観光消費額	観光消費額	対前年比
合計	132	4.0%	102	3.2%	106.7%	3,327	3,148	104.7%
備考	日帰り・宿泊比率		8対2			日帰り・宿泊比率		5対5
	利用者平均消費額（人/日）		2,583円			利用者平均消費額（人/日）		3,681円

第Ⅳ部 ファンド・パフォーマンス評価

第Ⅳ部では、第Ⅲ部にて作成した「飯田下伊那地域再生ファンド」に対して、シナリオ・プランニングを用いたファンド・パフォーマンス評価を行うことにより、その実現可能性と課題に関する考察を行う。

第 11 章 ファンド・パフォーマンス評価の概要

11-1. ファンド・パフォーマンス評価について

通常、ファンドのパフォーマンスを評価する際には（期待）リターン水準に着目するだけでなく、リスクとリターンの関係性によるリターン効率において評価する。

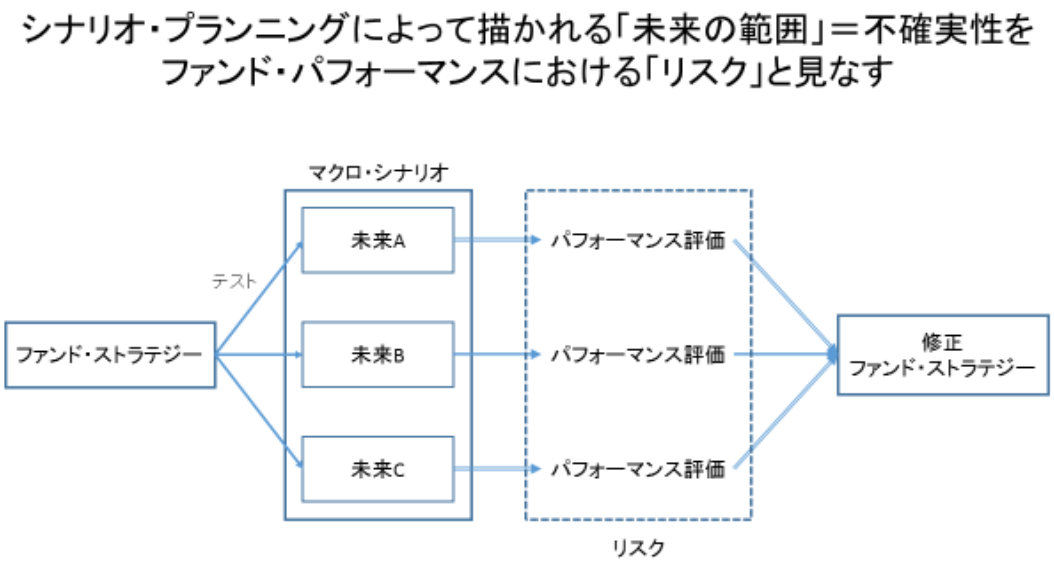
リターンの定義は収益であり、通常はリスク・フリーで得られる収益を超過した分を指す。リスクの定義はリターンの定義ほど一律なものではない。ファイナンス理論においては通常、「シャープ・レシオ」や「トレイナー・レシオ」で用いられるように「標準偏差（σ）」や「マーケット感応度（β）」として定義される。また会計学では倒産等の「確率」として定義されることが多い。

ただし、本研究における「地方企業再生ファンド」では上場有価証券を投資対象としているわけではなく、統計的な過去の実績等もないため、これらのような標準偏差やマーケット感応度、確率などによるリスク評価は困難である。

そのため、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・パフォーマンスに関するリスク評価においては、「不確実性」を考察する手段として用いられるシナリオ・プランニングという手法を採用する。

考え方としては、図 11-1 に示すように、シナリオ・プランニングによって描き出された、異なる（極端な）特徴を持つ未来において今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」はどのような効果が期待できるか、またどのような課題が存在するかを検証することで、ファンドのパフォーマンスを評価する。

図 11-1 シナリオ・プランニングによるファンド・パフォーマンス評価



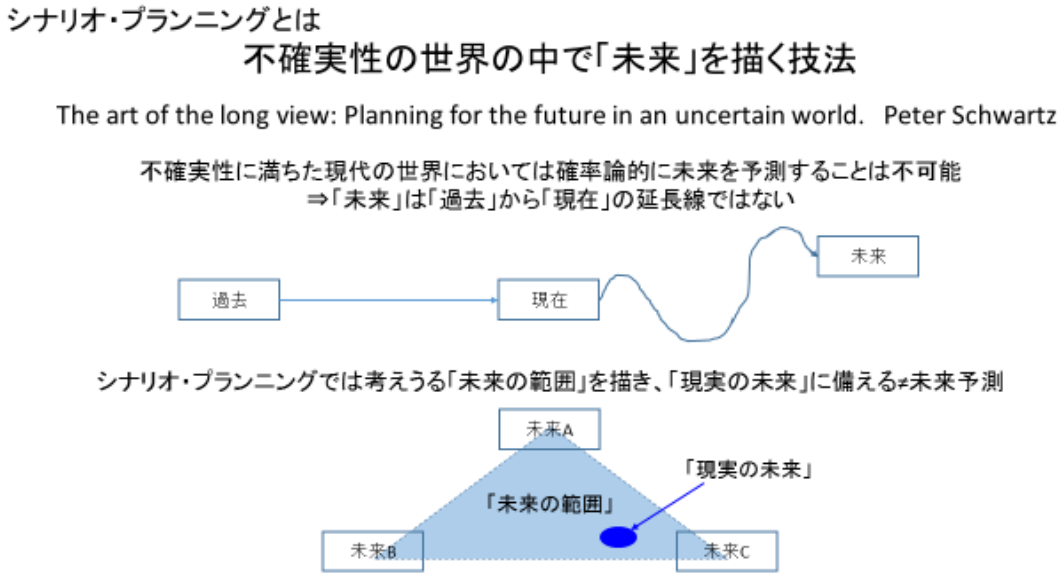
11-2. シナリオ・プランニングについて

11-2-1. シナリオ・プランニングとは

シナリオ・プランニングとは、不確実性に満ちた複雑な世界の中において、未来を考察し、現在および将来の意思決定に活かすための手法である。

元々、戦略プランニングのツールとしてのシナリオ手法は、軍隊において開発され使用されていた。現在、欧米の企業を中心に経営の場面で用いられているシナリオ・プランニングも、冷戦下におけるアメリカで米ソ間技術開発競争の中で効果的な兵器開発を行うために未来環境のシミュレーションを行う機関として設立されたランド研究所において確立された。歴史としては、1961 年に同研究所の権威であったハーマン・カーンが社会研究のための機関としてハドソン研究所を設立し、シナリオ・プランニングを社会予測や公共政策の分野に応用したことで、シナリオ・プランニングはさまざまな分野の研究において広く用いられるようになったと言われている。そして、1972 年にロイヤル・ダッチ・シェルがシナリオ・プランニングを経営戦略の分野に導入し、オイル・ショックに対応して以降、グローバル化の進展や科学技術の発達等によりますます複雑性・不確実性が増している現代社会において、欧米のさまざまな企業を中心に経営戦略立案時の意思決定のツールとして使用されている。

図 11-2 シナリオ・プランニングの理念



11-2-2. シナリオ・プランニングによる「未来考察」

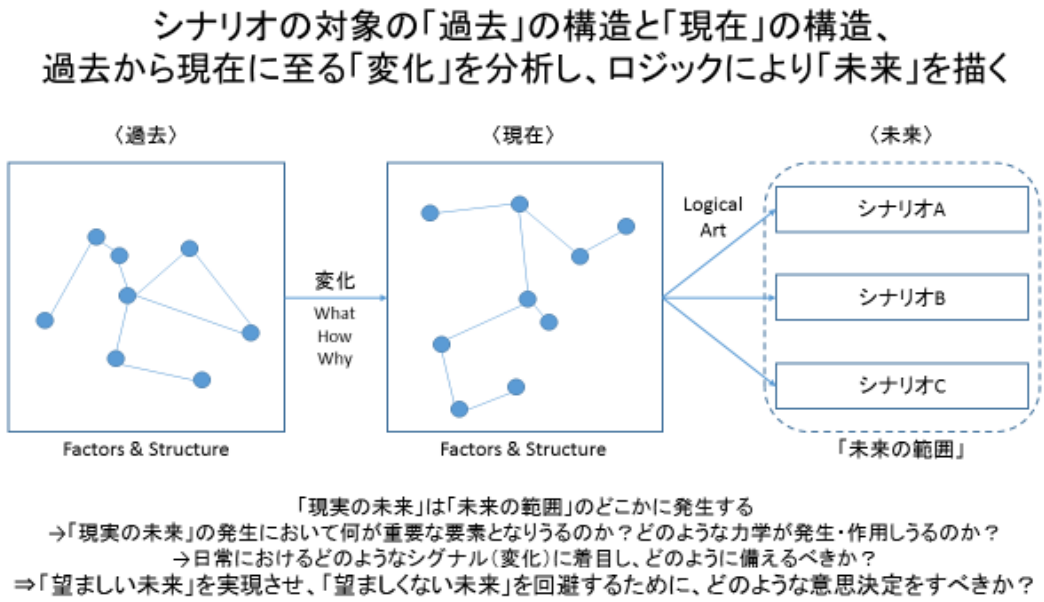
シナリオ・プランニングでは、研究対象における「過去」の構造と「現在」の構造および、過去から現在に至る「変化」を分析することで事象を多面的かつ構造的に捉え、「未来」に影響を与えうる要素（影響要素）とその変化の可能性を考える。そして、「現在」の状況に「影響要素」の変化の可能性のパターンを複合的に組み合わせていくことで「未来」の様子を描き出していく。

またシナリオ・プランニングにおいては、通常、複数の「未来」（シナリオ）を描くことで、起こりうる「未来の範囲」を形成させる。ゆえにその考察プロセスにおいては定量的な側面のみならず定性的な側面を多く含んでおり、その点において統計学的な確率論による未来予測とは大きく異なる。

シナリオ・プランニングの本質的な目的は「未来を予測」することではなく、「未来を考える」ことにあり、その意義は神経生物学者のデビッド・イングバールが提唱する「未来の記憶」によって説明される。「未来の記憶」とは生物の中で人類のみが有する特殊能力であり、未来の状況をイメージすることによってそれらが実際に起きた場合に備えることができるという能力である。

つまり、シナリオ・プランニングの意義は、単純に未来を予測することにあるのではなく、複数の起こりうる未来を論理的かつ創造的／想像的に考えることによって、あらゆる事態が発生した場合でもそれらに対処できるような状態（準備）を作り出すことにあると言える。

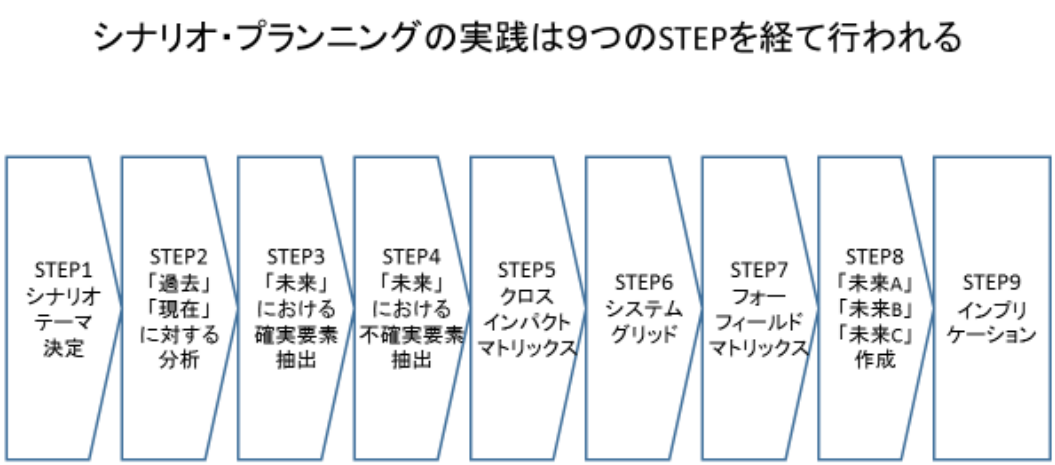
図 11-3 シナリオ・プランニングのアプローチ



11-2-3. シナリオ・プランニングの実践プロセス

シナリオ・プランニングは図 11-4 に示す 9 つの STEP によって行われる。

図 11-4 シナリオ・プランニングの実践プロセス



なお、本来のシナリオ・プランニングによるシナリオの作成はワークショップ形式にて行うが、今回は、シナリオ・プランニングの実践において、「実務

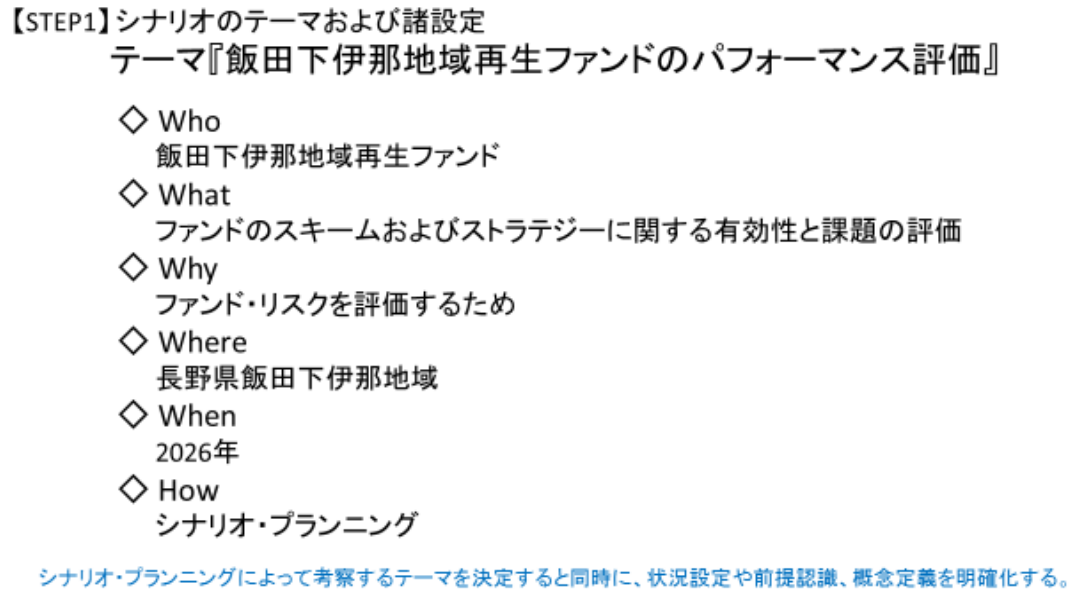
における導入・使用」の可能性を高めるために、膨大な時間と労力、人員を必要とするワークショップは行わず、より実用性・迅速性・利便性を高めたシナリオ・プランニングの実践を意識して、簡略化したプロセスによるシナリオ作成を試みたため、STEP5 クロス・インパクト・マトリックスと STEP6 システム・グリッドは省略した。（STEP5 クロス・インパクト・マトリックスと STEP6 システム・グリッドは共に、ワークショップにおいて STEP7 のフォー・フィールド・マトリックスを作成するための補助的なプロセスである）

第 12 章　「飯田下伊那地域シナリオ」

本章ではシナリオ・プランニングの実践プロセスに沿って、実際に飯田下伊那地域のシナリオを作成し、「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・パフォーマンスを評価する。

12-1. 【STEP1】シナリオのテーマおよび諸設定

ここでは、シナリオ・プランニングの実践に先駆けて、シナリオ・プランニングによって考察するテーマを決定すると同時に、シナリオ作成における前提条件の確認や概念等の定義の明確化、その他各種の状況設定を行う。

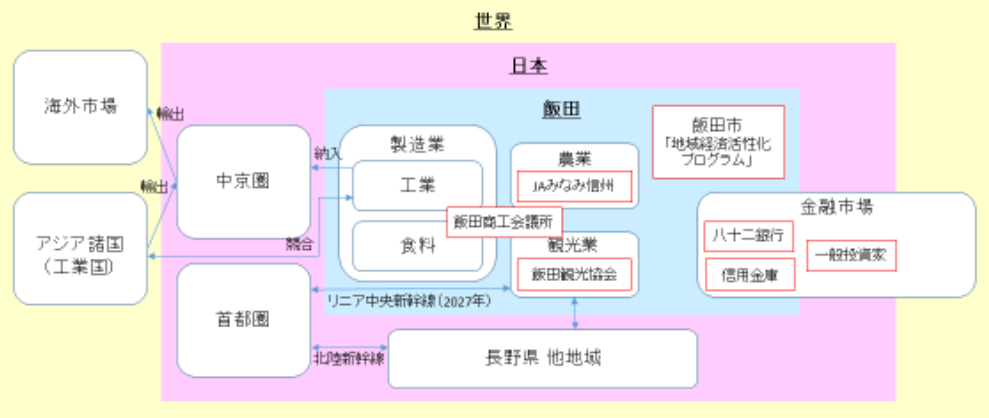


12-2. 【STEP2】シナリオ関係図

ここでは、シナリオ・プランニングのテーマに関して、「現在」における関係者や事象を構造化して、テーマ構造の現状を把握する。

【STEP2】関係図

飯田下伊那地域は中京圏との経済的結びつきが強い



考察対象に関する「過去」と「現在」を分析し、シナリオ・テーマにおける構造関係を図式化する。

12-3. 【STEP3】未来における確実要素の選定

ここでは、「未来」における予測確度が高い要素（確実要素）を抽出して、シナリオ作成における前提認識として設定する。

【STEP3】「未来」における確実要素の抽出

近年の変化の推移から今後10年間に大きな変化はないと考えられる

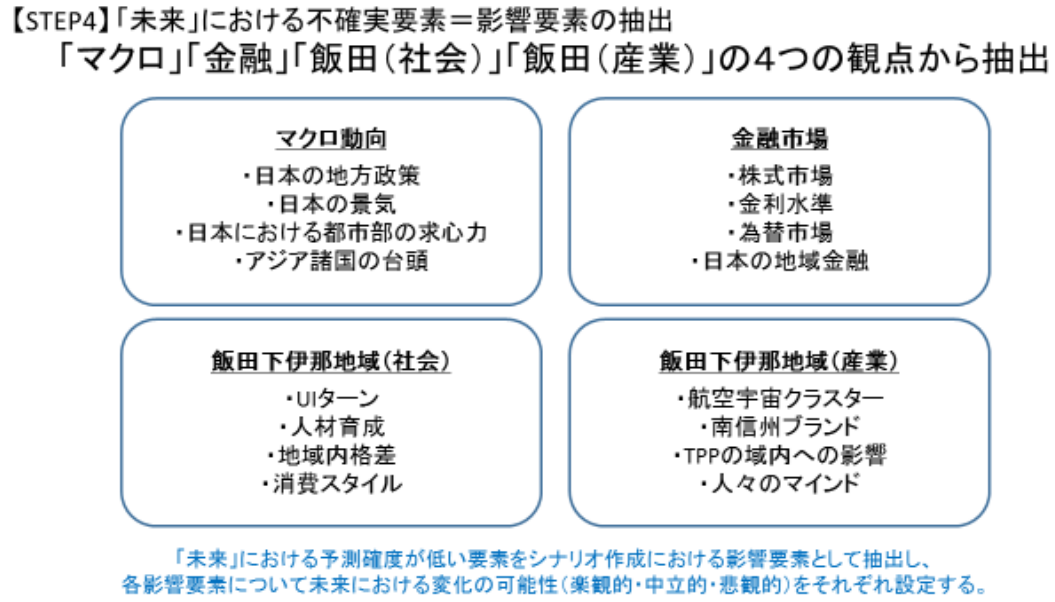
飯田下伊那地域の未来における確実性の高い要素
① 人口動態（人口規模および年齢構成）に大きな変化はない
② 教育・医療・福祉の機関・施設構成に大きな変化はない
③ 2027年にリニア中央新幹線（東京～名古屋）飯田駅が開業

「未来」における予測確度が高い要素を抽出し、シナリオ作成時の前提認識とする。

12-4. 【STEP4】未来における不確実要素の選定

ここでは、「未来」を考察する上で、「未来」に重要な影響を及ぼすと考えられ、なおかつ「未来」における変化（影響）の予測確度が低い要素（不確実要素）を「影響要素」として複数設定する。

今回はシナリオ・プランニングのテーマに合わせて、「日本のマクロ動向（政治・経済・社会）」「金融市場」「飯田下伊那地域の社会動向」「飯田下伊那地域の産業動向」の 4 つの視点から 16 個の影響要素を抽出した。



そして、これら抽出された影響要素全 16 個に関して、それぞれの影響要素において想定される変化の可能性のパターンを 3 つ（「変化 a=楽観的」「変化 b=中立的」「変化 c=悲観的」）設定する。

【マクロ】影響要素① 日本の地方政策	
ポイント	日本政府による地方政策の方向性はどのようになるか？
変化 a	「地方創生」が優先的に推し進められ、地方創生に関する様々な政策が実施されると同時に予算も多く割り当てられる。
変化 b	「地方創生」のスローガンはあるが、他の政策とのバランスのなかで推し進められている。
変化 c	「地方創生」の掛け声はトーンダウンし、他の政策と比べ政策の優先順位は低い。

【マクロ】影響要素② 日本の景気動向	
ポイント	東京五輪以降の日本経済の景気はどのような状態か？

変化 a	好況。需要に牽引されて巡航速度でのインフレ状態。
変化 b	景況感にバラツキ。地域や産業・業種によって状況は様々。
変化 c	不況。デフレに襲われる。

【マクロ】影響要素③ 日本における都市の求心力	
ポイント	ヒト・モノ・カネ・チエ（情報）はどの程度都市に集中するか？
変化 a	都市と地方にバランスよく分散。
変化 b	やや都市に集中。
変化 c	都市に極度に集中。

【マクロ】影響要素④ アジア諸国の「ものづくり」における成長	
ポイント	アジア諸国の工業の水準はどの程度まで成長しているか？
変化 a	技術水準においてまだ日本が優位にある。
変化 b	技術水準においてほぼ日本と肩を並べるまでに成長。
変化 c	技術水準において日本を上回る。

【飯田（社会)】影響要素⑤ UI ターン	
ポイント	飯田下伊那地域への UI ターンの人数（／年）はどの程度か？
変化 a	2015 年の水準よりも 10%以上増加。
変化 b	2015 年の水準とあまり変わらず。
変化 c	2015 年の水準よりも 10%以上減少。

【飯田（社会)】影響要素⑥ 域内の人材育成	
ポイント	域内における高度専門人材の育成政策はどの程度成功しているか？
変化 a	域内人口に対して全国平均を上回るペースで輩出。
変化 b	域内人口に対して全国平均とほぼ同程度のペースで輩出。
変化 c	域内人口に対して全国平均を下回るペースで輩出。

【飯田（社会)】影響要素⑦ 地域内格差	
ポイント	飯田下伊那地域内における地区･職業等による格差はどの程度存在しているか？
変化 a	地域内において大きな格差は存在しない。
変化 b	地域内においてある程度の格差は存在するが、住民にとって許容の範囲内。

変化 c	地域内において大きな格差が存在し、不満等が発生している。

【飯田（社会)】影響要素⑧ 消費スタイル	
ポイント	飯田下伊那地域における消費行動のスタイル（手段）はどのようになるか？
変化 a	消費行動の多くは地域内において行う。
変化 b	消費行動は地域内と地域外の両方において行う。
変化 c	消費行動の多くを地域外やインターネットなどで行い、地域内においてはあまり行わない。

【飯田（産業)】影響要素⑨ 航空宇宙クラスター	
ポイント	飯田下伊那地域の航空宇宙クラスターはどの程度成功するか？
変化 a	大成功。大きな収益をあげるクラスターに成長。
変化 b	ある程度成長するが、下請体質から脱却できず付加価値は高くない。
変化 c	他地域の航空宇宙クラスターとの競争が激しく、存続が厳しい状況。

【飯田（産業)】影響要素⑩ 南信州ブランド	
ポイント	「南信州」ブランドはどの程度浸透するか？
変化 a	地域外において幅広く認知される。
変化 b	地域外において「知る人ぞ知る」レベルの認知。
変化 c	地域外においてほとんど認知されていない。

【飯田（産業)】影響要素⑪ 日本の農業政策の影響	
ポイント	日本の農業政策により飯田下伊那地域の農業はどのような影響を受けているか？
変化 a	TPP 等もうまく活用し収益機会を拡大している。
変化 b	農作物によって状況は様々。
変化 c	ほぼ壊滅状態。

【飯田（産業)】影響要素⑫ 人々のマインド（積極性）	
ポイント	人々は新たな取り組みや変化に対してどの程度積極的（協力的）に行動するか？
変化 a	行政や業界団体レベルでも個別企業レベルでも積極的に取り組

	む。
変化 b	行政や業界団体レベルでは積極的に取り組もうとするが、個別企業レベルではあまり積極的に応じない。
変化 c	行政や業界団体レベルでもそれほど積極的に取り組もうとせず、個別企業レベルではむしろ消極的。

【金融】影響要素⑬ 株式市場	
ポイント	株式市場のモメンタムはどうか？
変化 a	日本の株式市場は活況。
変化 b	日本の株式市場は停滞気味だが、海外の株式市場は活況。
変化 c	世界的に株式市場から投資マネーが流出。

【金融】影響要素⑭ 金利水準	
ポイント	日本の金利水準はどのように推移しているか？
変化 a	ゼロ金利状態が継続。
変化 b	緩やかに金利が回復。
変化 c	金利の急騰（日本国債の暴落）。

【金融】影響要素⑮ 為替市場	
ポイント	外国為替市場における円相場はどのように推移するか？
変化 a	1 ドル＝120 円以上の円安。
変化 b	1 ドル＝100 円~120 円のレンジで推移。
変化 c	1 ドル＝100 円以下の円高。

【金融】影響要素⑯ 日本の地域金融	
ポイント	日本の地域金融機関のリスク・テイク姿勢はどのように変化するか？
変化 a	リスク許容度の上昇。
変化 b	リスク許容度は現状とあまり変わらず。
変化 c	リスク許容度がさらに低下。

12-5. 【STEP5】クロス・インパクト・マトリックス

今回はワークショップを実施しなかったため省略した。

12-6. 【STEP6】システム・グリッド

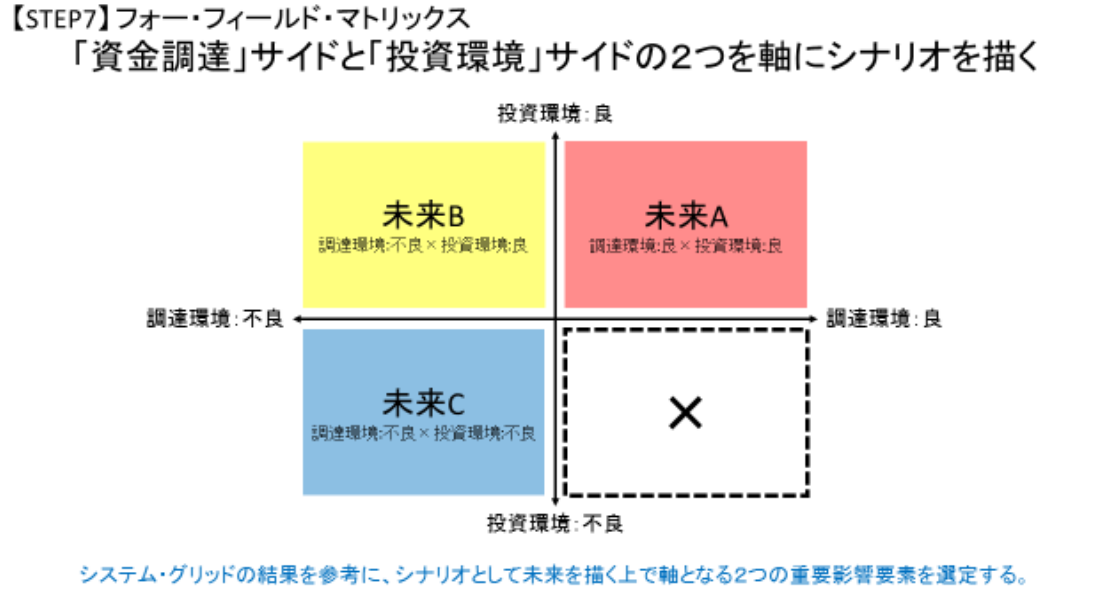
今回はワークショップを実施しなかったため省略した。

12-7. 【STEP7】フォー・フィールド・マトリックス

ここでは、シナリオを効率的に作成するために、シナリオを作成する上でベースとなる 2 つの「未来の軸」を設定する。

今回は、シナリオとして「未来」を描くために 16 個の影響要素（×それぞれに 3 つの変化のパターン）を設定したが、この場合、描かれるシナリオの数は 16 の 3 乗個となり、膨大な数に上ってしまう。そこで、シナリオ・プランニングのテーマに合わせて重要であるシナリオを効率よく作成するために、あらかじめ「未来」を考察する上で重要となる要素をシナリオの軸として設定し、この軸によって規定される各象限において残りの影響要素の変化のパターンをロジックに基づいた推測により確定させていくことになる。

今回は、シナリオ・プランニングのテーマに合わせて「資金調達」サイドと「投資環境」サイドの 2 つをシナリオの軸として設定し、それぞれ「未来 A：資金調達良好×投資環境良好」「未来 B：資金調達不良×投資環境良好」「未来 C：資金調達不良×投資環境不良」としてシナリオを描く。（なお、右下の象限である資金調達良好×投資環境不良はリスク性の高い本ファンドにおいては論理的に推測しにくいためシナリオとして棄却した）



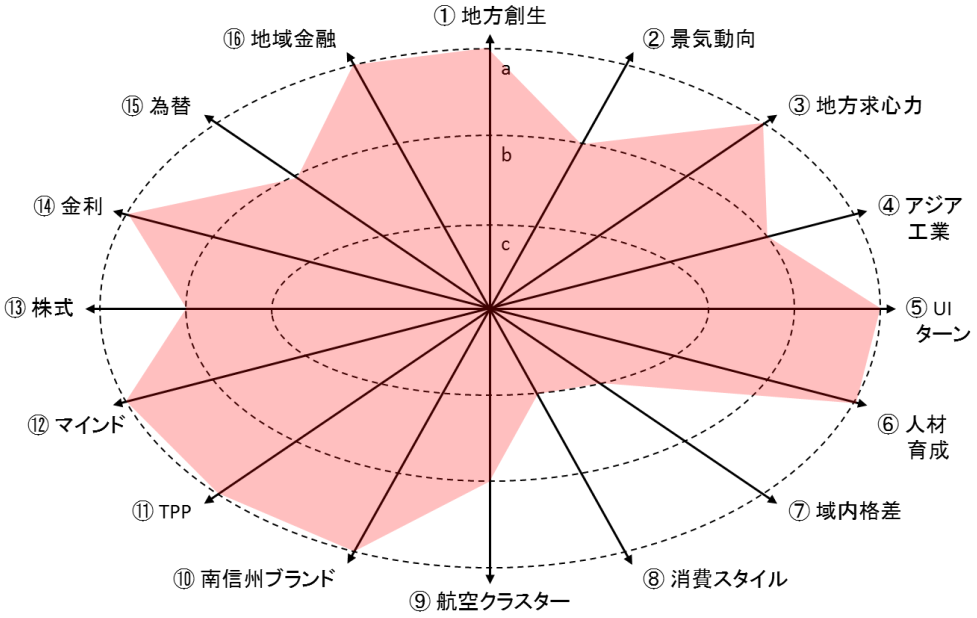
12-8. 【STEP8】スパイダー・チャート

ここまでの STEP を経て、いよいよ「未来」を描く。STEP7 フォー・フィールド・マトリックスにおいて設定したシナリオの軸（「資金の調達環境」×「マクロの投資環境」）をベースに、それぞれの「未来」において STEP4 で設定した全ての影響要素の変化のパターンを埋めていく。そして、その結果を「スパイダー・チャート」という形で表すことで、それぞれの「未来」の特徴（様子）を視覚的に理解することができる。最後に、「スパイダー・チャート」で視覚的に表現された「未来」の特徴を文章に翻訳することで、それぞれの「未来」を描いたシナリオが完成する。

以下では、今回のシナリオ・プランニングによって描かれた「飯田下伊那地域再生ファンド」に関する 3 つの「未来」シナリオを紹介する。

12-8-1. 未来 A『Hotel California』

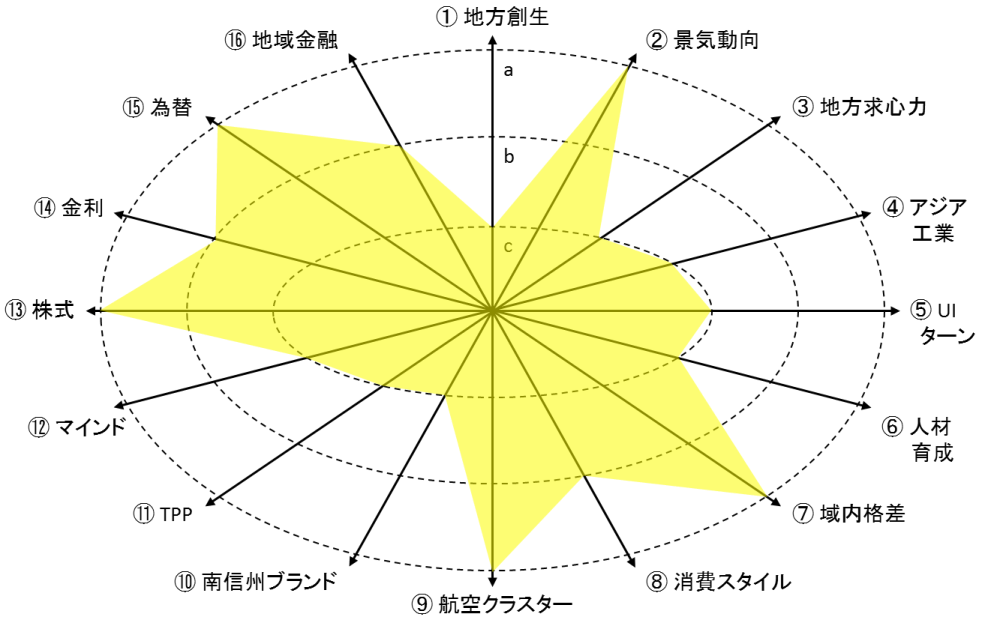
「飯田下伊那地域シナリオ」における 1 つ目の「未来」は、タイトル『Hotel California』である。アメリカのロック・バンド、イーグルスが 1977 年に発表した楽曲のタイトルがモチーフであるが、未来の日本において経済の合理性よりも平等性（画一性）を重視することで資本主義のスピリットを欠いた（"We haven't had that spirit here…"）、ある種のまやかしの快適さを表現している。



【未来の特徴】
・日本において経済・社会の発展のバランスが重視されている世界。経済の合理性・効率性よりも平等性・公平性が重視され、あらゆる場面において、トップラインの伸長よりもボトムラインの底上げが優先されている。そのため、日本の地域政策においても都市部の発展よりも地方の活性化に重点が置かれている。それらの結果として、日本におけるさまざまな「格差」は無くなりつつあるが、その代償として、経済・社会のトップラインの発展が阻害されており、日本の経済成長は鈍化している。
・日本の金融市場は「ぬるま湯」の状態であり、金融政策は比較的緩和的であり、金融機関等のリスク許容度も上昇しているが、株式市場や不動産市場等が過熱している訳ではない。
・飯田下伊那地域の社会情勢は、高度専門人材の育成や UI ターンの増加により地域内の人材の多様性は高まるが、その反面で、「持つ者」と「持たざる者」の出現による地域内格差（地区間や職種間等において）が発生している。（この点では、「地域」内部等のミクロなレベルにおいては、日本のマクロ政策と逆説的な結果が発生していると言える）
・飯田下伊那地域の経済情勢は、人材の高度化・多様化により経済の代謝が向上している。「新たな取り組み」に対して前向きな風土が形成されていく中で、景気変動等による地域経済の不安定化に対するリスクヘッジのために、これまでの工業に依存した一本足の産業構造からの転換を図り、地域産業の多様化・多層化をより推し進めていく必要があるという課題認識が広がっている。
【ファンド・パフォーマンス評価】
・「飯田下伊那地域再生ファンド」にとっては資金調達・投資案件の両面において非常にビジネスの行い易い状況であると言える。日本全体における地方創生への意識の高まりから、政府・自治体等による支援や、投資家・地域関係者からの積極的な協力が期待できる。ただし、日本のマクロレベルでの格差是正が推し進められる裏で、地域の内部というミクロレベルにおいて格差が発生し始めているため、投資戦略の実行にあたっては地域の理解と協力を得るために、地域内部におけるさまざまな声とのバランスを取りながら進めていく必要がある。

12-8-2. 未来 B『壁の向こうのカーニバル』

「飯田下伊那地域シナリオ」における 2 つ目の「未来」は、タイトル『壁の向こうのカーニバル』である。未来の日本において経済の合理性・効率性が重視されることで都市部と地方の地域格差は拡大、順調な発展を遂げ繁栄する都市部の対局で取り残されていく地方の姿を表現している。



【未来の特徴】

・日本において経済・社会の合理性・効率性が重視されている世界。日本の経済成長を加速させるため、ボトムラインの底上げよりもトップラインの伸長があらゆる場面で優先されている。そのため、日本の地域政策においても、地方の再生・活性よりも、都市部の発展に重点が置かれている。日本全体としては順調に経済成長を遂げており景気の状態も良いが、地方ではその恩恵をほとんど受けていない状況にある。

・日本の金融市場は活況である。ただし、基本的に投資マネーが集まるのは、高いリターンが期待される「勝ち馬」のみであり、投資における価値観では「リターン」のみが重視されているため、投資案件において資金が集まる勝者と敗者の差が大きい。

・飯田下伊那地域の社会情勢は、都市部の発展に取り残されて置いてきぼりの状態である。地域の住人も「持たざる者」のみであり、社会の活力は失われている。

・飯田下伊那地域の経済情勢は、好況に沸く中京圏との経済的結びつきが強い

「航空宇宙クラスター」の一人勝ち状態である。そのため「航空宇宙クラスター」に該当しない産業では人材の不足やモチベーションの低下等が深刻である。また「航空宇宙クラスター」に該当する企業でも、基本的には下請企業の集積であるので、給与水準等は都市部ほど上がらず、低位安定の状態である。

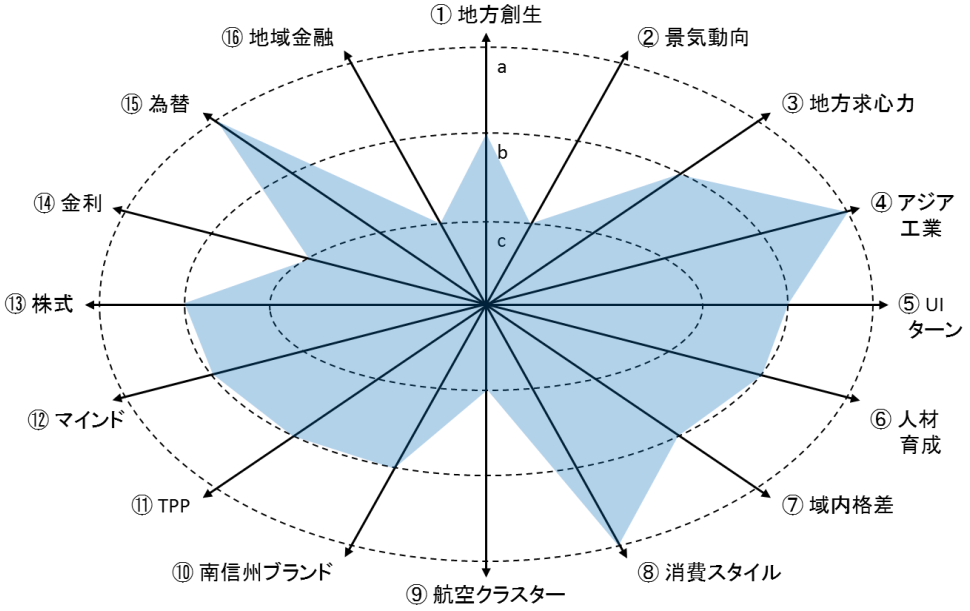
【ファンド・パフォーマンス評価】

・日本全体としては好景気であり、金融市場も活況であるため、投資ファンドとしてはビジネスが行い易い状況であると言える。しかし、「飯田下伊那地域再生ファンド」にとっては厳しい状況が想定される。資金調達サイドでは、投資家の価値観が「リターン」に偏重している中で、期待リターン水準やリターン効率において本ファンドよりも魅力的な投資案件が数多く存在すると考えられることから、資金調達には苦慮することが想定される。投資案件サイドでは、地域のマインドとして「航空宇宙クラスター」以外の産業を育成する意思もモチベーションも低下していると考えられることから、地域の理解や協力を得ることも容易ではないと想定される。

・このような状況においては、「地方再生トータル・ファンド」によるファンド・オブ・ファンズ形式を有効に機能させ、投資ポートフォリオ戦略を慎重に考えていく必要がある。例えば、実際に地域への投資実行を行う「地域再生ファンド」間で、「収益重視」や「社会性重視」などの役割を明確化させ、資金配分のバランスを調整していくことで、ファンド全体としてのパフォーマンスの向上を図っていくことが重要である。その中で「飯田下伊那地域再生ファンド」は地方再生に取り組むという社会性をアピールする役割として、ファンド規模は当初の想定よりも縮小させつつも、地域とのつながりを高めていく戦略を採るべきであると考える。

12-8-3. 未来 C『X デー』

「飯田下伊那地域シナリオ」における 3 つ目の「未来」は、タイトル『X デー』である。「日本国債の暴落による長期金利の急騰」や「東京五輪後の大不況」など、現代の日本においてまことしやかに「いつか起こるかもしれない危機」として語られている「X デー」が現実のものとなってしまった世界を表現している。



【未来の特徴】

・日本において経済・社会は極めて危機的な状況にある。日本国債の暴落による長期金利の急騰など「いつか起こるかもしれない危機」として語られていたことが、東京五輪の終了をトリガーに一気に現実のものとなった。しかし、この大恐慌は、都市部の社会への影響は甚大であった反面、地方の社会への影響は比較的軽微であった。そのため、かつて地方から都市部へ移住していた人々の中には、地元に回帰する人も見られる。

・日本の金融市場は、大崩壊の状態にある。投資マネーは「Flight from Japan（日本からの逃避）」を合言葉に日本の株式市場、債券市場、為替市場から資金が海外へ流出している。

・飯田下伊那地域の社会情勢は、大きな打撃を被った都市部と比較して、わりと日常のままである。

・飯田下伊那地域の経済情勢は、中京圏の産業が大きな打撃を被った影響で「航空宇宙クラスター」も撃沈している。今後の地域経済に対する危機意識か

ら、工業以外の代替産業の構築の必要性を認識しているものの、資金の不足やこれまでの取り組みの不十分さから、なかなか進展していかない。

【ファンド・パフォーマンス評価】

・「飯田下伊那地域再生ファンド」にとってはピンチであると同時にチャンスでもある。ピンチとしては、日本の金融市場の大崩壊により資金の流れが枯渇しており、金融機関や投資家のリスク許容度も極端に低下していることから、資金調達の困難さが指摘できる。逆に、チャンスとしては、都市部が大打撃を被ったことで、地方の重要性が再認識される可能性がある。そのような中で、「地方再生トータル・ファンド」によるファンド・オブ・ファンズ形式により、地域の枠を越えて地域横断的に投資ポートフォリオを組み、地域内資源と地域外資源を有効に結びつけることができる「地方企業再生ファンド」のスキームは、非常に経済的・社会的意義が高いと考えられる。また、「飯田下伊那地域再生ファンド」においても、飯田下伊那地域の内部でこれまでの主要産業であった工業に代わる代替産業の育成の必要性が認識されている中で、「資金」と「経営ノウハウ」と「外部資源とのリレーション」を提供できる本ファンドの存在は、地元の理解と協力を得やすいのではないかと考える。

・資金調達サイドにおける課題に対しては、資金調達規模（投資案件規模）と資金調達チャネルの見直しを行う必要がある。この世界のような極めて厳しい経済環境（投資環境）では、金融機関や投資家だけでなく、投資対象地域の人々（地元当事者）のリスク許容度も低下していると考えられる。そのため、規模の大きな投資戦略とそれに伴う資金調達は現実的でないと考えられる。そこで、投資案件の規模を地元当事者のリスク許容度に合わせて縮小させ、必要資金調達額が小さくなったところで対象投資家を個人に変更し、資金調達チャネルとしてクラウド・ファンディングを用いることも有効であると考える。クラウド・ファンディングであれば、個人投資家に対するアクセサビリティが高く規模が小さい投資案件においては効率的に資金が調達できる。また、個人投資家は基本的に金融機関や機関投資家よりもリスク許容特性が多様であるため、資金調達における訴求ポイントも複数設定でき、効果的に資金調達を行える可能性がある。

12-9. 【STEP9】インプリケーション：ファンド・パフォーマンス評価

シナリオ・プランニングによって描かれた飯田下伊那地域に関する 3 つの「未来」（未来 A『Hotel California』、未来 B『壁の向こうのカーニバル』、未来 C『X デー』）における「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・パフォーマンスについて、最後に、ファンド・パフォーマンスのシミュレーションを行い、ファンド・スキームおよびファンド・ストラテジーの評価を試みる。

まず、「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・パフォーマンスをシミュレーションするにあたり、想定される投資案件における経営指標のベンチマークとして、以下の基準指標を設定した。これらは、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」において、主要な投資対象として想定される企業群の経営指標を類推するために、中小企業庁による「平成 26 年度 中小企業実態調査」から、飯田下伊那地域に存在する企業と同程度の規模の企業（従業員数 6 人～20 人かつ非子会社企業）に関する経営データを基に設定した。

シミュレーションにおいてベンチマークとする経営指標

基準項目	基準指標
利益率	2.44%
総資産回転率	119.73%
ROA	2.92%
ROE	4.93%
借入金利	2.22%

これらの基準指標をベースに「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・ストラテジーと「飯田下伊那地域シナリオ」において描かれた 3 つの未来を組み合わせて考察を行った「飯田下伊那地域再生ファンド」のファンド・パフォーマンス・シミュレーションの結果を以下で述べる。

◇資金調達サイド

資金調達に関するシミュレーションは、当初の「飯田下伊那地域再生ファンド」の資金調達目標額である 90 億円をどの程度集めることができるか、そして、調達資金の出資者構成における地元金融機関の比率をどの程度想定するか、また、その際の借入金利の水準をどの程度として想定するかという観点でシミュレートした。

「資金調達達成率」については影響要素①「日本における地方政策のあり方」、影響要素②「日本の景気動向」、影響要素⑬「株式市場のモメンタム」、影響要素⑭「日本の金利水準」、影響要素⑯「日本の地域金融機関のリスク許容度」を参考に設定した。

「金融機関比率」については影響要素⑭「日本の金利水準」、影響要素⑯「日本の地域金融機関のリスク許容度」を参考に、どの程度、地元金融機関から融資を受けられるか（受けるか）を考察して設定した。

「借入金利」については影響要素①「日本における地域政策のあり方」、影響要素⑭「日本の金利水準」、影響要素⑯「日本の地域金融機関のリスク許容度」を参考に、基準金利 2.22%をベースに各影響要素の影響を考慮して設定した。

具体的なシミュレーションの数値結果は以下の通りである。

「飯田下伊那地域再生ファンド」シミュレーション（資金調達サイド）				
シナリオ	資金調達達成率	資金調達額	金融機関比率	借入金利
未来A『Hotel California』	100%	90億円	25%	2.00%
未来B『壁の向こうのカーニバル』	50%	45億円	40%	3.00%
未来C『Xデー』	25%	23億円	10%	5.00%
基準指標				基準金利
				2.22%
参照影響要素	①地方政策		⑭金利水準	①地方政策
	②景気		⑯地域金融	⑭金利水準
	⑬株式市場			⑯地域金融
	⑭金利水準			
	⑯地域金融			

◇投資案件サイド

投資案件に関するシミュレーションは、当初の「飯田下伊那地域再生ファンド」が目標としていた売上高をどの程度達成し、飯田下伊那地域の経済の活性化にどの程度貢献できるか（ファンド KPI①地域経済基準)、そして、ファンドとしてどの程度の収益を獲得し、投資家に対してどの程度のリターンを還元できるか（ファンド KPI②ファンド収益基準）という観点でシミュレートした。

「売上高」については「資金調達サイド」のシミュレーションでシミュレートした各シナリオにおける資金調達額（投資金額）に対して、基準指標である売上高／投資比率（総資産回転率）119.73%をベースに「景気動向」による景

気エクスポージャーをウェイト付けして算出した。なお「景気動向」による景気エクスポージャーは影響要素②「日本の景気動向」、影響要素⑩「南信州のブランド力」、影響要素⑪「TPP の影響」、影響要素⑮「為替動向」を参考に本ファンドの投資案件の売上高にどの様な影響を与えそうかを考察して設定した。また、この売上高の結果をベースにファンド KPI の 1 つである「地域経済基準」に関して、当初の飯田下伊那地域へのコミットメントをどの程度達成できたかを「コミット達成率」として算出した。

「営業利益」については、基準指標である営業利益率 2.44%をベースに、営業利益率 3.50%を目標値として設定し、影響要素②「日本の景気動向」、影響要素⑥「飯田下伊那地域における高度専門人材の育成」、影響要素⑩「南信州のブランド力」を参考に、物価水準の動向、付加価値の可能性、雇用賃金の水準などにどの様な影響があるかを考察して設定した。

「金融機関利払」については「資金調達サイド」のシミュレーションでシミュレートした、地元金融機関からの借入額と借入金利をベースに算出した。

「税率」については影響要素①「日本における地域政策のあり方」、影響要素②「日本の景気動向」を参考に地方再生に関する取り組みに対する優遇税制の可能性や、景気動向に対応した税率の調整などの可能性を考慮して設定した。

これらの結果から、投資案件の営業利益から地元金融機関への利払と税金を控除した「ファンド利益」としては、未来 A『Hotel California』が 1.84 億円、未来 B『壁の向こうのカーニバル』が 0.94 億円、未来 C『X デー』が 0.24 億円となった。

◇ファンド・パフォーマンス・シミュレーション結果

今回のシナリオでは、ファンド KPI の 1 つである「地域経済基準」に関して、飯田下伊那地域への経済に対するコミットメント達成率が最も高かったのは未来 A『Hotel California』で 82.5%であった。一方、コミットメント達成率が最も低かったのは未来 C『X デー』で 14.89%であった。

また、ファンド KPI のもう 1 つである「ファンド収益基準」に関して、ファンドのリターン水準が最も高かったのは未来 B『壁の向こうのカーニバル』で 3.49%、ファンドのリターン水準が最も低かったのは未来 C『X デー』で 1.15%であった。なお、未来 A と未来 B に関してはファンドのリターン水準が地元金融機関からの借入金利を上回ったため、レバレッジとしての一定の効果があったと評価できるが、未来 C に関してはファンドのリターン水準が地元金融機関からの借入金利を下回ったため、未来 C のような状況では地元金融機関からの関係性のあり方については見直しが必要であると考えられる。

また、ファンド利益におけるファンド、地元関係者、一般投資家への利益分配比率は、ファンド運用報酬 20%、地元関係者向け配当性向 20%、一般投資家向け配当性向 40%を基本方針としている。ただし、未来 C のような当初の計画に対して十分な資金調達が困難で、なおかつ投資案件の収益も十分に確保しづらい状況においては、資金調達におけるメインの投資家属性を個人に切り替えて、資金調達チャネルとしてクラウド・ファンディング（購入型）を採用することで、投資家に対するリターン還元方法を現物リターン（市田柿や昼神温泉の優待券など）にするなど柔軟な対応が必要になると考えられる。それらの結果、今回のシミュレーションでは、一般投資家に対するリターン水準としては未来 A『Hotel California』では 1.63%、未来 B『壁の向こうのカーニバル』では 1.67%、未来 C『X デー』では現物リターン（金銭的リターン 0）となった。

具体的なシミュレーションの数値結果は以下の通りである。

「飯田下伊那地域再生ファンド」シミュレーション（投資案件サイド）								
シナリオ	売上高	景気動向	コミット達成率	利益率	営業利益	金融機関利払	税率	ファンド利益
未来A『Hotel California』	91.59億円	0.85	82.52%	3.00%	2.75億円	0.45億円	20%	1.84億円
未来B『壁の向こうのカーニバル』	53.88億円	1	48.54%	3.50%	1.89億円	0.54億円	30%	0.94億円
未来C『Xデー』	16.52億円	0.6	14.89%	2.50%	0.41億円	0.12億円	20%	0.24億円
基準指標	基準売上高/投資比率		目標値	基準営業利益率				
	119.73%		111億円	2.44%				
参照影響要素		②景気		②景気			①地方政策	
		⑩南信州		⑥人材			②景気	
		⑪TPP		⑩南信州				
		⑮為替						

「飯田下伊那地域再生ファンド」シミュレーション結果					
シナリオ	ファンド・リターン	一般投資家リターン			
未来A『Hotel California』	2.72%	1.63%	備考	ファンド運用報酬	20%
未来B『壁の向こうのカーニバル』	3.49%	1.67%		配当性向（地域関係者）	20%
未来C『Xデー』	1.15%	現物リターン		配当性向（一般投資家）	40%

以上のシミュレーション結果を踏まえて、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」において想定されるリターン水準は、ファンドとしては 1.15%～3.49%、一般投資家に対しては現物リターン（金銭的リターン 0）～1.67%となった。

◇その他リスク評価

今回のような「地方企業再生ファンド」において、投資における定量的なリスク評価は非常に困難である。通常の証券投資であれば、投資におけるリスクは証券価格のボラティリティ（σ）もしくはマーケット感応度（β）などで統

計的に容易に測定できる。

ただし、今回の「飯田下伊那地域再生ファンド」のような「地方企業再生ファンド」は投資対象の価値・価格が不明瞭な投資案件が対象であり、また過去の実績もトレースできないため、通常の証券投資に見られるような投資対象の価格のボラティリティ（σ）やマーケットに対する感応度（β）を直接的に統計的に算出することは不可能である。

そこで、今回は、このような「地方企業再生ファンド」におけるリスク測定の 1 つの試みとして、証券パフォーマンス分析で用いられるマーケット・モデル：ri （個別証券リターン）＝ β×rm（マーケット・リターン） ＋ α をベースに、個別証券リターンを「企業価値の変化」、マーケット・リターンを「景気動向」に置き換えて、最小二乗法による回帰分析で β を算出してみた。

具体的な算出結果は以下の通りである。

企業価値評価

（単位：百万円）	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
営業利益	1,563,432	1,867,260	1,764,636	1,792,480	1,214,041	347,919	904,606	1,265,549	1,131,013	1,781,145
（営業利益/社）	3.806	4.619	4.970	4.717	2.946	0.875	2.356	3.413	3.016	4.781
（変化率）		21.37%	7.58%	-5.09%	-37.53%	-70.31%	169.29%	44.85%	-11.63%	58.55%
Tax	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
FCF	938,059	1,120,356	1,058,782	1,075,488	728,424	208,751	542,764	759,329	678,608	1,068,687
Debt	42,270,165	37,496,784	33,143,029	37,002,320	39,390,381	42,977,693	40,074,234	35,253,395	30,143,230	32,181,050
Equity	25,963,711	23,591,680	20,576,979	25,174,772	25,382,791	27,588,225	27,219,905	22,579,472	19,064,654	28,675,209
Interest	1,013,265	889,189	743,494	864,608	982,273	911,124	875,990	755,169	570,868	645,620
rD	2.40%	2.37%	2.24%	2.34%	2.49%	2.12%	2.19%	2.14%	1.89%	2.01%
rE	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
資本コスト	3.17%	3.19%	3.13%	3.26%	3.26%	3.12%	3.21%	3.13%	3.02%	3.46%
成長率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
総企業価値	29,553,956	35,115,616	33,841,399	32,953,395	22,336,630	6,689,796	16,919,123	24,290,579	22,465,591	30,853,824
企業数	410,788	404,218	355,085	380,034	412,029	397,671	383,955	370,835	375,030	372,514
企業価値	71.945	86.873	95.305	86.712	54.211	16.822	44.065	65.502	59.903	82.826
景気動向指数	112.89	116.93	117.51	109.02	85.48	100.01	102.08	105.13	108.88	113.07
（CI一致指数）										
企業価値変化率		20.75%	9.71%	-9.02%	-37.48%	-68.97%	161.94%	48.65%	-8.55%	38.27%
景気動向変化率		3.58%	0.49%	-7.23%	-21.59%	16.99%	2.07%	2.99%	3.56%	3.85%

平均変化率（企業価値）	17.26%		
標準偏差（企業価値変化）	61.66%		
相関係数（企業価値×景気変動）	0.055		
β値（Y：企業、X：景気）	0.347	R2：0.003	t値：0.146

◇ 証券パフォーマンス分析（マーケット・モデル）
個別証券パフォーマンス（ri）＝β×マーケット・パフォーマンス（rm）＋α
・個別証券パフォーマンス⇒企業価値変化
・マーケット・パフォーマンス⇒景気動向　　として類推

ここでは、企業価値の変化の算出にあたっては、中小企業庁による「平成 26 年度 中小企業実態調査」から、今回の「地方企業再生ファンド」の主要な投資対象になると想定される企業と同程度の規模の企業（従業員数 6 人～20 人かつ非子会社企業）に関する経営データを基に、年度ごとの経営実績数値をベースとした企業価値評価を繰り返すことで、企業価値の変化を算出した。また、景気動向の変化については、景気動向指数における CI 一致指数を採用した。

これらの分析の結果、企業価値の平均変化率は 17.26%、企業価値のボラテ

ィリティ（σ）は 61.66%、企業価値の景気動向に対する感応度（β）は 0.347 となった。ただし、企業価値の景気動向に関する感応度（β）に関しては、サンプル数の限界や、企業価値変化のボラティリティの大きさから最小二乗法における回帰分析の決定係数は 0.003、係数の t 値は 0.146 と信頼性が大きく欠けるものとなった。

いずれにせよ今回の分析からは、「地方企業再生ファンド」における投資リスクのハイリスク構造があらためて浮き彫りとなる結果となった。

また、今回の研究におけるファンド・パフォーマンス・シミュレーションは、本研究において構想した「地方企業再生ファンド」（ファンド・オブ・ファンズ形式）の全体像における、最終的な特定地域への投資実行を行う「特定地域再生ファンド」（「飯田下伊那地域再生ファンド」）のレベルのものであった。

ファンド・オブ・ファンズ形式を採用した今回の「地方企業再生ファンド」ではベビー・ファンドである「特定地域再生ファンド」を複数保有し、ポートフォリオ戦略を取ることで、本来ハイリスク構造となりがちであった「地方企業再生ファンド」の投資リスクを分散させることが狙いであった。

今回の研究では「地方企業再生ファンド」全体としてのポートフォリオ戦略を構築し、シミュレーションするには至らなかったが、今後、「地方企業再生ファンド」におけるポートフォリオ戦略構築時の 1 つの参考として、「地域経済のデカップリング」と「産業・業種のデカップリング」指標を以下に提示する。

地域経済のデカップリング

	北海道	東北	北陸	関東甲信越	東海	近畿	中国	四国	九州・沖縄	平均値
北海道		0.974	0.900	0.923	0.882	0.893	0.935	0.911	0.919	0.917
東北	0.974		0.944	0.973	0.962	0.963	0.979	0.957	0.976	0.966
北陸	0.900	0.944		0.948	0.939	0.921	0.949	0.987	0.955	0.943
関東甲信越	0.923	0.973	0.948		0.982	0.988	0.989	0.978	0.993	0.972
東海	0.882	0.962	0.939	0.982		0.984	0.977	0.958	0.985	0.959
近畿	0.893	0.963	0.921	0.988	0.984		0.975	0.959	0.991	0.959
中国	0.935	0.979	0.949	0.989	0.977	0.975		0.977	0.992	0.972
四国	0.911	0.957	0.987	0.978	0.958	0.959	0.977		0.983	0.964
九州・沖縄	0.919	0.976	0.955	0.993	0.985	0.991	0.992	0.983		0.974

日本銀行「地域経済報告－さくらレポート－」、総務省「消費者物価指数」より
2005年～2014年の各地域における消費者物価指数動向の相関性を算出

産業・業種のデカップリング

	農林水産	金融	建設	不動産	製造	卸売	小売	運輸倉庫	サービス	平均
農林水産		0.204	-0.231	0.404	-0.159	0.180	0.406	0.544	0.310	0.207
金融	0.204		-0.334	0.516	0.494	0.708	0.222	-0.139	0.746	0.302
建設	-0.231	-0.334		-0.663	0.309	0.068	-0.468	0.453	-0.036	-0.113
不動産	0.404	0.516	-0.663		0.162	0.474	0.653	0.186	0.519	0.281
製造	-0.159	0.494	0.309	0.162		0.903	0.129	0.292	0.803	0.367
卸売	0.180	0.708	0.068	0.474	0.903		0.355	0.387	0.945	0.503
小売	0.406	0.222	-0.468	0.653	0.129	0.355		0.248	0.378	0.240
運輸倉庫	0.544	-0.139	0.453	0.186	0.292	0.387	0.248		0.384	0.294
サービス	0.310	0.746	-0.036	0.519	0.803	0.945	0.378	0.384		0.506

帝国データバンク「景気動向調査」より
2015年1月～2016年1月における月次業界別景気DIの相関性を算出

これらは、「地域経済のデカップリング」に関しては日本銀行の「地域経済報告―さくらレポート―」における日本各地域（全 9 地域）の地域間ごとの景気動向の相関係数を算出したもので、「産業・業種のデカップリング」は帝国データバンク「景気動向調査」における業界ごとの景気 DI の相関係数を算出したものである。

証券投資におけるポートフォリオのリスク分析では、その構成要素が「個別証券のボラティリティ（σ）」と「各個別証券間の相関係数（ρ）」であるため、「地方企業再生ファンド」におけるポートフォリオ戦略立案時の参考になるものであると考える。

結論

本論文では、日本における地方経済・社会の再生・活性を最終的な目的として、そのためのアプローチの 1 つとして、地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生を目的とした「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームの構築を目指した。

今回の研究を通しても「地方企業再生ファンド」における地域経済・社会への貢献とファンド収益の追求という両輪の目標が非常に難しいものでることが確認できた。

ここで最後に、「地方企業再生ファンド」による「地方経済・社会・企業」の再生・活性を実現するために課題となることを 3 つ指摘しておく。

①いかにファンドとしての収益を極大化させ、リスクを極小化させるか

本論文でも何度か指摘したように、地方企業を対象とした投資案件は収益を獲得しづらく、またハイリスク構造になりがちである。そこで、例えば、収益をより効率的かつ効果的に獲得していくためには、地域の破綻物件等を低価格で取得して再生することが重要になってくるであろう。また、リスクを低減させるためには投資対象の地方企業およびファンド自身のディスクローズ水準を改善・向上させ、投資家に対する不透明性・不確実性・不正確性を取り除いていくことが重要になる。

②いかに地元当事者との意識の共有化を進めるか

地方再生においては地元当事者との関係構築が最も重要である。特に今回の「地方企業再生ファンド」のような地域の第三者が地方再生を試みる場合で

は、地元当事者から見て侵略者ではなく救世主として捉えてもらうことが重要である。そのためには、地元の破綻物件等の救済等は地元当事者にとっても心証が良いと考える。また、地元「行政」、地元「企業」、「ファンド」の 3 者間において密なコミュニケーションを取り、意向のすり合わせを絶えず行っていく努力が求められる。

③EXIT 戦略

今回のような「地方企業再生ファンド」において最も難しい課題が EXIT 戦略である。本来、プライベート・エクイティ・ファンドのような企業再生ファンドは EXIT における IPO などで大きな収益を獲得することを主な目的としている。ただし、今回のような「地方企業再生ファンド」では IPO による EXIT での収益の確保等が非現実的であるため、ファンド利益の想定が当初の目標よりも大きく劣後せざるを得なかった。今回の「地方企業再生ファンド」では EXIT 戦略として地元当事者への MBO や信託受益証券化して第三者へ転売するなども考えられるが、いずれにせよ、より調整が必要である。

おわりに、「地方企業再生ファンド」の実践においては、ファンド・スキームにおける資金調達サイドや投資案件サイドに関する投資ファンドとしての課題や、ファンド・ストラテジーにおける企業再生や地方再生としての課題が存在する。また、リターンの想定やリスクの評価において極めて高い不確実性が存在し、ファンドのパフォーマンスを事前に予測することは非常に困難である。

今回の研究では、「地方企業再生ファンド」のモデル・スキームとして、地域関係者による直接投資形式と、一般投資家による「地方再生トータル・ファンド」を用いたファンド・オブ・ファンズ形式の併用による資金調達方法と、複数の「地域再生ファンド」によるポートフォリオ戦略とクラスター投資戦略による投資運用方法を提案した。

また、ファンドの投資戦略の作成におけるパフォーマンス評価では、シナリオ・プランニングを用いた有効性と課題の検証を行った。

しかし、これらの提案と検証は、基本的に机上のものであり、真に効果的な「地方企業再生ファンド」を構築し、現実に地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生を実現させていくためには、現場での実践によるトライアル・アンド・エラーを繰り返して経験値（経験知）を蓄積させていくほかにないと考える。

いずれ機会があれば、実際に「地方企業再生ファンド」を組成して「地方企業の再生を通じた地方経済・社会の再生」に貢献できればと考える。その時

に、今回の研究が何らかの示唆となればと思う。

参考文献リスト

笹沼泰助著「PE 投資ファンドと企業再生」『証券アナリストジャーナル 2005 年 4 月号』日本証券アナリスト協会、2005 年
松尾順介著「企業再生における「入口」と「出口」の多様化」『証券アナリストジャーナル 2005 年 4 月号』日本証券アナリスト協会、2005 年
村本孜著「地域金融機関の統合・再編は必要か」『証券アナリストジャーナル 2015 年 1 月号』日本証券アナリスト協会、2015 年
赤井厚雄著「クラウド・ファンディングの現状と展望―実体経済を支える複線的金融の枠組みとして―」『証券アナリストジャーナル 2014 年 1 月号』日本証券アナリスト協会、2014 年
塩澤修平著「クラウドファンディングの可能性」『新都市 平成 27 年 4 月号』都市計画協会、2015 年
松尾順介著「投資型クラウドファンディングの現状と地域再生における課題」『新都市 平成 27 年 4 月号』都市計画協会、2015 年
キース・ヴァン・デル・ハイデン著、西村行功訳、グロービス監訳『シナリオ・プランニング』ダイヤモンド社、1998 年
キース・ヴァン・デル・ハイデン他著、西村行功訳『入門シナリオ・プランニング』ダイヤモンド社、2003 年
ピーター・シュワルツ著、垰本一雄・池田啓広訳『シナリオ・プランニングの技法』東洋経済新報社、2000 年
ウッディー・ウェイド著、関美和訳、野村恭彦監訳『シナリオ・プランニング』英治出版、2013 年
梅澤高明編著『最強のシナリオプランニング』東洋経済新報社、2013 年