## 2019 年度

## 学士論文

なぜ日本において官民ファンドは機能不全に陥っているのか ー官民ファンドにおける「成功」の条件と課題ー

> 一橋大学社会学部 4116120H 白石 あずさ

田中拓道ゼミナール

# 目次

序章	問題の所在	3
1	日本におけるリスクマネー供給の現状	3
2	官民ファンドの現状	4
3	本稿の構成	5
第 1		
1	先行研究の整理と課題	
2	リサーチクエスチョン	7
3	分析方法 ·····	8
第 2	章 官民ファンドにおける「成功」の条件	9
1	財政投融資の理論的根拠	
2	官民ファンドという形態を選択する理論的根拠	
3	官民ファンドが満たすべき条件	13
4	官民ファンドとガバナンス論	14
5	官民ファンドにおけるガバナンス分析基準の設定	18
6	仮設の提示	19
第 3	章 海外の類似取り組みの事例検証	20
1	イギリスの事例検証	21
2	ドイツの事例検証	24
3	イギリスとドイツの共通点	28
第 4 :	章 日本の事例検証	29
1	日本の事例検証	29
2	日本における官民ファンドの本質的な課題	35
終章		37
1	本稿のまとめ	37
2	今後の課題	38
参考	文献	38

## 序章 問題の所在

## 1 日本におけるリスクマネー供給の現状

日本では、リスクマネー供給が喫緊の課題となっている。イノベーションの創出には、 リスクが伴う多額な資金供給が必要不可欠である。第4次産業革命の下、新たな技術が産 業構造を大きく変えようとしている現代社会において、中長期のリスクマネーの役割がか つてなく重要になっている。

リスクマネーとは、一般的にリスクの高い投資へ向かう資金を指す。どの程度のリスクを意味するかは使い方によって異なり、統一的な定義はない。狭義では、元本既存リスクが相対的に大きいエクイティ性の資金、中でも非公開(新興)企業や新規事業への投資資金を指すケースが多い。投資対象をベンチャー企業に絞り、「新しい挑戦から生ずるリスクを許容する資金」(石井 2011: 2)と捉えるケースもある。より広義に解釈すれば、債券投資、貸し出しなどデット性の資金や信用度の高い上場大企業への投資も一定の信用リスクや価格変動リスクに晒されたリスクマネーとして捉えることもできる(保志・神尾2014: 57)。官民ファンドを分析する本稿では、官民ファンドが対象とする「リスクが高く、民間だけでは十分に供給しきれないエクイティ性の資金」を広くリスクマネーと定義する。

円滑なリスクマネー供給は、日本にとって長年の課題である。公的な文書としては 2002年の「骨太の方針」の中で、政府が迅速に行うべき市場環境整備の 1 つとして「リスクマネー供給の円滑化」が掲げられている。さらに遡ると、1993年に公表された経済改革研究会報告「経済改革について」においても「リスク・マネーの円滑な供給」が新規事業の発展にとって必要と記されており、25年以上前から円滑なリスクマネー供給が日本経済の課題として認識されていた。しかし、現在においても日本は同様の課題を抱えている。日銀が 2019年9月に発表した資金循環統計(速報)によると、日本国内には 1860兆円の家計金融資産がありながらその約 53%に当たる 991兆円が現預金の形で眠っており、豊富な家計金融資産が成長分野の投資へと向かっていない。家計金融資産の有効活用は、国民の安定的な資産形成だけでなく、国内成長企業への資金供給にとっても重要である。

リスクマネー供給状況を先進諸国と比較すると、資金供給構造は各国で異なっているものの、家計からのリスク資金供給比率において日本ほど低い国はない。家計金融資産における株式や投資信託などリスク資産はアメリカの 5 割弱、ヨーロッパの 3 割に対し、日本は 1 割強にとどまる¹。家計金融資産が相対的にリスク回避的であるアジア新興国と比較しても、日本のリスク回避傾向の強さが際立っている。

特に日本では、家計から年金や投資信託などを通じて間接的に供給されるパイプが細く、同様の国においては起業活動率が不活発な傾向が見られる(保志・神尾 2014)。また、日米における時価総額トップ10企業(2019年10月時点)を比較すると、日本では最も新しい企業が1981年設立のソフトバンクで上位企業の顔ぶれに変化が少ないのに対し、ア

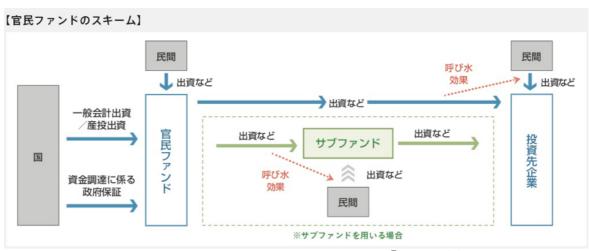
<sup>1</sup>日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」 (2019 年 8 月 29 日公表) によると、2019 年 3 月末時点で家計の金融資産構成におけるリスク性資産の割合は、日本では株式 10.0%、投資信託 3.9%、債務証券 1.3% (計 15.2%) /米国では株式 34.4%、投資信託 12.0%、債務証券 16.5% (計 52.8%) /ユーロエリアでは株式 18.8%、投資信託 8.8%、債務証券 2.3% (計 29.9%) となっている。

メリカでは過去20年以内に設立された企業が3社<sup>2</sup>入っている(A.T.カーニー2017:11)。 時価総額トップ企業の変遷からも産業の新陳代謝が進んでいないことが明らかであり、成 長企業へのリスクマネーの円滑な供給は依然として日本経済の課題である。

### 2 官民ファンドの現状

リスクマネーの供給源として、ベンチャーキャピタルやエンジェル、クラウドファンディング等民間による出資に加え、政府が出資する産業投資がある。産業投資とは「政策的必要性が高く、リターンが期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野にエクイティ性資金等を供給する産投機関に対する出資および貸付」(財務省 2019: 1)を意味する。租税負担に拠ることなく、財投機関債(国債)の発行や出資先からのリターンを財源とし、産業投資機関が実際の出資を担う。産業投資機関として近年大きな存在感を示しているのが、官民ファンドである。政府からの出資や貸付け又は補助金の交付を受けた官民ファンドは、投資対象を政府の成長戦略の実現や地域活性化への貢献、新たな産業・市場の創出など政策的意義がある事業に限定して、企業やサブファンドに投資する。民業補完の原則の下、民間だけでは担うことが難しいリスクをとり、民間投資を喚起すること(呼び水効果)を目的とする。民間資金がリスクマネーとして十分に供給されていない状況にある中、民間主導の経済成長の実現を目指している(会計検査院2018: 1)。2013年に閣議決定がなされた「日本再興戦略」では、政府による産業競争力強化策の1つとして官民ファンドが挙げられており、政府の成長戦略を背景に近年多くの官民ファンドが設立されている3。

#### 図 0-1 官民ファンドのスキーム



出典:『財政投融資レポート 2018』

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 1990 年以降に設立された 3 社(Alphabet、Amazon、Facebook)に加え、Apple と Microsoft も 1975 年 以降に設立された比較的若い企業である。

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> 財政投融資(とりわけ産業投資)の発展から現在の官民ファンドの興隆までの歴史的経緯や産業投資に 係る政府の政策は田中(2015)、財政制度等審議会(2019)を参照。

14 の官民ファンドに対して、2019 年 3 月時点では政府から約 9180 億円、民間から約 3486 億円、計 1 兆 2666 億円の出資がなされている。また、14 ファンドからの実投融資額 は合計で約 1 兆 8903 億円、誘発された民間投融資額(呼び水効果額)は約 4 兆 3566 億円に上る。近年のベンチャー企業向けの投資のうち、産業革新機構(現・産業革新投資機構)からの投資が約 2 割を占めるなど、官民ファンドはリスクマネー供給において一定の存在感を示している(松浦 2019: 48)。

しかし、官民ファンドは市場におけるリスクマネー供給の一端を担う一方、政策目的と 収益性⁴という矛盾する概念の両立や民業補完の徹底は極めて困難とも評されており、公的 資金を扱う官民ファンドのあり方については議論が絶えない。2018年4月の会計検査院の 検査報告によると、14 の官民ファンドのうち 6 つのファンドが、業務開始から 2016 年度 末までの支出額が回収額・保有有価証券評価額等を上回り、赤字となっている。官民ファ ンドのうち、特に赤字が目立つ4つのファンド「海外需要開拓支援機構(クールジャパン機 構)、農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)、海外交通・都市開発事業支援機構 (JOIN)、海外通信・放送・郵便事業支援機構(JICT)]の累積損失は前年比 6 割増の 367 億円を計上した(『日本経済新聞』 2019.7.1)。こうした状況を踏まえ、財政投融資 を管理する財務省は各ファンドに収益改善を求め、複数のファンドが 10 年ほどで累積損失 を解消する計画を提出した。損失を計上した A-FIVE は 2019 年度に前年度比 9 倍の 110 億 円の投資を計画し、クールジャパン機構は 2020 年度の予算として前年度計画に比べて 2.4 倍の 400 億円を要求している(『日本経済新聞』 2019.10.6)。投資の拡大による利益の 増加を目指すが、そもそも民間企業では担いきれないリスクの高い案件への投資を対象と しているため、むやみな投資の拡大は損失を膨らませる結果になりかねないとの意見もあ る。一方、確実な利益を求めて民間で十分に出資できる低リスク高リターンな案件への投 資を増やせば、民業圧迫の可能性が高まり民業補完の原則に反することに繋がる。

A-FIVE や産業革新投資機構 (JIC) のように、投資実績が乏しく人権費等の運営経費が収支を圧迫しているファンドや役員報酬の水準等を巡り監督官庁との対立が報じられているファンドもあり、官民ファンドの運営実態も問題視されている。

リスクマネー供給を促す役割を期待されている官民ファンドだが、日本では本来の役割を果たせず、うまく機能しているとは言い難い。そこで本稿では、官民ファンドの必要性や存在理由、あるべきガバナンスの姿について理論的根拠まで遡ることで官民ファンドにおける「成功」の条件を明らかにし、日本における課題そして本来の目的に沿って機能するための条件を考察したい。

#### 3 本稿の構成

本稿の構成は次のとおりである。第 1 章では、日本において機能不全に陥っている官民ファンドの現状や課題について先行研究を整理する。先行研究が抱える課題を踏まえた上で、本稿におけるリサーチクエスチョンと分析方法を提示する。第 2 章では、官民ファンドにおける「成功」を支える条件を検討する。金融部門への政府介入や官民ファンドを選

-

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> 産業投資は、特別会計に関する法律第50条において「産業の開発及び貿易の振興のために国の財政資金をもって行う投資」と規定されており、政策性と収益性という2つの要件をそれぞれ満たす必要がある。

択する理論的根拠から官民ファンドが本来の目的に沿って機能するために満たすべき条件を導出する。それに加え、ガバナンス論を応用して官民ファンドのガバナンスのあり方を考察することで、いかなる条件のもとで官民ファンドが機能するのか明らかにしたい。その上でリサーチクエスチョンに対する仮説を提示する。第 3 章ではイギリスとドイツ、第 4 章では日本における法制度や事例を概観することで仮説の妥当性を検証し、官民ファンドが機能不全に陥っている本質的な原因を追求する。そして終章では全体の議論をまとめ、本稿の結論と限界、今後の課題を提示したい。

## 第1章 先行研究の整理とリサーチクエスチョン、仮説の提示

## 1 先行研究の整理

本節では、官民ファンドの課題に関する先行研究を整理することで官民ファンドが抱える課題を明らかにするとともに、本稿がさらに追求すべき課題を検討する。

官民ファンドが抱える課題として、第 1 に複数の官民ファンドの機能や役割が重複しており、非効率であること。第 2 に組織・事業のガバナンスが不十分であること。第 3 に官民ファンドの存在が市場の発達を遅らせるリスクがあり、官依存の市場になりかねない点が挙げられる(田中 2015: 102)。

1点目の重複問題に対して、「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第1回)」では「出資の対象分野の重複の可能性にも留意して運営する必要がある」との言及もあるが、実質的な改革や再編はなされていない。官民ファンドの目的を①既存産業の強化、②新産業の育成、③地方創生の3つに分類した場合、現存する14のファンドのうち①は9つ、②は8つ、③は6つのファンドが該当しているとの指摘もある(丹羽2018)。田中(2015)は「機能を整理して設立されたものではなく、政権の成長戦略という名目と予算(特に補正予算)ありきを前提に、各省が競って設立した」(p. 96)官民ファンドの設立背景に重複問題の原因があるとし、各官民ファンドの関係性やその非効率性を問題視している。松浦(2019)は、目的が重複したファンドの乱立は業務分野の重複や経営資源の分散に加え、「公共政策的センスを持つリスクマネー投資のプロフェッショナル人材の確保」(p. 70)といった人材面にも影響すると述べている。

2点目に関しては、まず官民ファンドのガバナンスの拠り所となっている「官民ファンドの運営に係るガイドライン」(2013年9月27日、官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議)が抱える問題点が指摘されている。定期的に運営状況等を検証する基準となるガイドラインだが、「ガイドラインの質問事項はほとんど抽象的であり、評価は主観的に行われる可能性が高い」(p.81)と懸念を示している。

官民ファンドのガバナンス自体を評価する重要業績指標(KPI)も不十分という指摘が多い。KPI が抱える基本的な問題は、その多くが投融資や業務の拡大を測るものであり、民業補完性を測るものとなっていない点である。官民ファンドは、「投資の収益の論理と政策目的(公共政策)の論理の重複領域(官民ファンドのストライクゾーン)で機能させることが課題であり、投資の収益・政策目的の両面に対し、各ファンド個別の投資準則・モニタリング指標を設定する必要がある」(冨山 2014)。リスクも収益も高いのであれば、民間ファンドが対応するのが自然である。ハイリスク・ハイリターンの案件について

は、民間と競合する分野であり、利益度外視の官民ファンドに民間ファンドは太刀打ちできないとの批判も見受けられる。その上でも官民ファンドの存在意義を発揮するためには、「各官民ファンドの KPI について、民業補完を実際に担保するための指標を導入すべき」(p. 99)である。しかし実際は、民間のプライベート・エクイティファンドや海外の政府系ファンドが設置している投資基準と比較しても、日本の評価基準はかなり抽象的なものとなっている。これは、前述の3点目の課題にも関係する。民業補完の原則が曖昧になることにより、官民ファンドの存在が民間市場の発達を遅らせるリスクがある。

これらの課題を踏まえた上で、田中(2015)は官民ファンドには「政府の失敗を招くことのないように、従来以上の注意と民業補完を担保するガバナンスの強化が必要」としている。薄井(2016)も同様の問題意識を共有しており、官民ファンドが民資金の活性化を促進してきた一定の実績を評価した上で、「官民ファンドにおける民業圧迫の恐れや投資分野の重複、収益の確保などの課題も指摘されているところであり、所管官庁による厳格なチェックやガイドラインによる検証体制の充実等、ガバナンスの強化を図るとともに、各ファンドに対して、出資の際の審査体制、リスク管理体制の更なる整備等を求めていく必要」(p. 48)があるとしている。

以上のように先行研究では、官民ファンドが抱える課題として「複数の官民ファンドの機能や役割が重複していること」と「組織・事業のガバナンスが不十分であること」が共通して指摘されている。そして、これらの課題の根本には「収益性と政策目的(公共性)を両立しつつ、民業補完の役割をいかに果たしていくか」という官民ファンドという存在そのものが抱える根源的な課題が存在している。

ここまで先行研究における官民ファンドが抱える課題を整理してきたが、先行研究自身の課題として以下の3点が考えられる。

1 点目は、官民ファンドに対する多くの分析が理論や実際のデータ、事例に基づいておらず、客観性や論理性に欠けることだ。この点に関しては、田中(2015)も「多くの官民ファンドは設立間もないことからファンドそのもののパフォーマンスについてのデータがないため、分析は外形的なものにとどまっている」(p. 92)と自身の研究の限界について言及している。

2点目は、機能不全の要因として組織・事業のガバナンス不足が共通して指摘されているが、ガバナンスに関する定義が曖昧であることだ。各官民ファンドにおいて、プリンシパル(監督省庁)とエージェント(政策実現を委託された民間ファンド経営者)の関係性が重要である。しかし、両者の関係性のあるべき姿を根拠に基づいて提示している研究は少ない。

3点目は、官民ファンドの必要性や役割の根拠までさかのぼっている研究がないことだ。 官民ファンドありきで議論が展開されており、政府が市場部門へ介入する必要性や官民ファンドというツールが持つメリットの理論的根拠に欠ける。これは、2点目に指摘した曖昧さにも繋がると考えられる。

### 2 リサーチクエスチョン

本稿のリサーチクエスチョンを「なぜ日本では官民ファンドが機能不全に陥っているのか、官民ファンドが『成功』するための条件とは何か」と設定する。

官民ファンドありきの議論に陥らず、その必要性や理論的根拠まで遡って官民ファンド

における「成功」の条件を明らかにしたうえで、機能不全に陥っている本質的な原因を検 討することを本稿の目的とする。

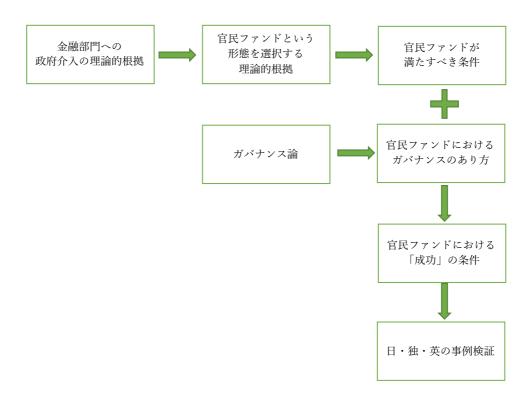
本稿では、官民ファンドの「成功」を「本来の役割に沿って機能している状態」と定義する。一般にファンドの成功は収益性で判断される。各官民ファンドの支援基準や KPI においても、個別の事業支援を通して得られる総収入額が長期的に必要な総支出額を上回るよう、長期収益性を確保する必要性が示されている。しかし、官民ファンドは「投資収益の論理」と「政策目的(公共政策)の論理」の重複領域(官民ファンドのストライクゾーン)を対象としており、投資収益のみで成否を判断することはできない。また、累積損失が生じている一部ファンドを含んだ場合でも、官民ファンド全体を見ると累積損益はプラスとなっている5。しかし、官民ファンドの機能不全に対する指摘は後を絶たない。運営実態の透明性の欠如や責任の所在が不明確であることも国民の信頼低下を招いている。以上のように、官民ファンドの成功・失敗は投資収益だけで判断することはできず、現状として成否に関する共通基準は設定されていない。そこで、本稿では差し当り官民ファンドの「成功」を「本来の役割に沿って機能している状態」と定義する。その上で、本来の役割とそれを果たすために満たすべき条件、機能する上で欠かせないガバナンスのあり方を検討したい。

## 3 分析方法

上記のリサーチクエスチョンに対して、本稿では次のような分析方法で検証する。官民ファンドの興隆は比較的新しい事象であり、研究や理論の構築が進んでいない。そこで、官民ファンドを構成する要素に分解して分析し、機能するために満たすべき条件を総合的に導出する。まず、「金融部門への政府介入(≒財政投融資)の理論的根拠」と「官民ファンドという形態を選択する理論的根拠」を明らかにする。これらを組み合わせることで、「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を明らかにする。続いて、ガバナンス論を参照し、官民ファンドのガバナンスを分析する視点を考察する。これをもとに日本・ドイツ・イギリスの類似制度の事例を比較することで、「官民ファンドが取るべきガバナンス」の条件の中で日本の官民ファンドが満たしていない条件、すなわち本質的な課題を明らかにし、「なぜ日本では官民ファンドが機能不全に陥っているのか」という本稿の問いに対する解を仮説として提示する。

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup>「今後の産業投資について」(財政制度等審議会財政投融資分科会、2019 年 6 月 14 日公表)参照。

図 1-1 本稿の分析方法



出典:筆者作成

本稿の研究意義として、以下の 3 点が挙げられる。1 点目は、官民ファンド設立時から 蓄積されてきたデータや JIC などの具体的な事例を用いて分析を行うことで、設立間もない時にはできなかったより具体的な分析を実現し、先行研究に新規性をもたらすことだ。 2 点目は、一般的な学説や理論をもとに官民ファンドの「成功」の定義や条件を明らかに し、事例を用いて検証することで、より客観的かつ論理的に官民ファンドの課題を導き出 せることだ。そして、3 点目は全般的に研究が進んでおらず、先行研究が少ない当該分野 への貢献である。

## 第2章 官民ファンドにおける「成功」の条件

## 1 金融部門への政府介入の理論的根拠

本節では、金融部門への政府介入が正当化される理論的根拠を考察する。日本では、金融部門に介入する政府の活動を財政投融資と呼ぶ。財政投融資を所管する財務省は、財政投融資を「税負担によらず、国債の一種である財投債の発行などによって調達した資金などを財源とする国による投資活動」と定義し、「リスクが高く、民間では十分に対応できないものの、政策的必要性から資金をのちに回収することを前提に、長期・固定・低利の

融資やリスクマネーの供給」(財務省 2019: 1)をすることを目的としている。官民ファンドは財政投融資の手法の 1 つである産業投資に該当し6、資金の多くは財政投融資の枠組みにより提供されている(松浦 2019: 50)。財政投融資が活動の裏付けとする金融部門への政府介入の理由を明らかにすることで、一形態である官民ファンドの理論的根拠を検討する。

金融部門への介入理由として現在でも妥当性を持つものは、「リスク負担」と「非対称情報の解消」が挙げられる(岩本 2001: 4-8)。政府によるリスク負担の最終的な帰着は納税者であるため、国民全体にリスクを分散させることが可能である。また、通時的リスクを負担する能力においても政府は民間に優越する。政府は、民間企業のように倒産する可能性がなく永続性を前提としているため、リスクの時間分散機能を有する(池尾 2002: 3)。したがって、民間よりも大きなリスクを負担する能力がある政府は、民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供、という条件下では金融部門への介入が正当化される。

リスク負担に加え、金融市場において情報の非対称性が生じている場合も政府介入は理論的に有効である。資金需要者が市場で必要な資金を調達することができない現象(信用割当)は、資金需要者に関する情報を資金提供者が保有していない状況のもとで生じる。 Jaffe and Russel(1976)や Stiglitz and Weiss(1981)は、情報の非対称性が生じた金融市場において、たとえ政府が民間部門と同じような不完全な情報しか保有していなくても、介入によって経済厚生を改善させる可能性があることを明らかにした(岩本 2001: 5)。 現在の金融市場においては、特にベンチャー市場での資金供給において情報の非対称性に起因する問題が生じやすい傾向がある。ベンチャー企業にはトラックレコードが乏しいため、投資家が存続可能性や成長性を見極めることは難しい。また、担保となる資産も不足するため市場が効率的に機能できず、有望なベンチャーであっても資金調達ができない状況が生じてしまう。こうした状況において、政府から出資を受けることによって当該企業の質の高さが民間ベンチャーキャピタル(VC)や投資家にシグナリングされる。これは保証効果と呼ばれ(Lerner 2009; Guerini and Quas 2016)、政府の投資によって民間 VC の資金供給が促される(鈴木 2019: 16-25)。

上記のように、①民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供(リスク負担)、②情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供(情報の非対称性の解消)という条件の下では、政府による金融部門への介入は妥当性を持つと言える。

<sup>6</sup>財政投融資の手法は、①財政融資、②産業投資、③政府保証の3つに分類される。産業投資は、長期リ

たが、近年は官民ファンドを通じたリスクマネー供給による民間資金の誘発を強化している(財務省 2019: 36-44)。

スクマネーを供給することで民間金融による資金供給を誘発する「質的補完」の役割を担う。補助金や交付金とは異なり、出資者に対して収益を還元する必要のある資金であるため、一般会計等による出資が元本回収程度の収益が見込まれる事業を対象とするのに対し、産業投資は元本を上回る一定の収益が見込まれる事業を対象とすることが可能となる。従来は、政策金融機関や独立行政法人等に対して資本性資金の供給や政策的必要性の高いプロジェクトを支援するための財務基盤強化を目的とした出資を中心としてい

## 2 官民ファンドという形態を選択する理論的根拠

前項で述べたように、「リスク負担」と「情報の非対称性の解消」という条件において 政府の金融部門への介入は正当化される。本節では、複数の介入策が想定される中で「官 民ファンド」を選択する理論的根拠を検討したい。

官民ファンドの設立が本格化する契機となったのは、第2次安倍内閣が2013年1月に閣議決定した成長戦略「日本再興戦略-JAPAN is BACK」である<sup>7</sup>。産業競争力の向上を目的とし、日本産業再興プラン、戦略市場創造プラン、国際展開戦略の3つのアクションプランが掲げられた。日本産業再興プランでは、産業の新陳代謝を促進するための緊急構造改革プログラムが示され、「民間投資を拡大し、設備の新陳代謝を図り、イノベーションの源泉を強くする」(p. 24)ための手法として官民ファンドの活用が想定されている。国内投資を促進するための施策として、税制・予算・金融・規制改革・制度整備といった複数の施策が提示されている<sup>8</sup>が、その中で官民ファンドを選択する必要性はどこにあるのか。官民ファンドに求められている独自の役割を考察することで、官民ファンドという形態を選択する理論的根拠を明らかにしたい。

官民ファンドに求められる役割として①財政再建と両立する経済の活性化、②ベンチャーエコシステムの拡大、③プロフェッショナルな人材の確保、④人材育成の4点が考えられる。

まず1点目に、財政投融資債と民間出資を中心的な財源とする官民ファンドは、財政の量的な引き締めと矛盾せずに民間経済活性化を実現する可能性を持つ。補助金による予算措置は、主に租税を財源として返済義務を課さずに資金を供与する無償資金であり、民間主導の経済成長を財政支出の増大で促進するという矛盾を抱える。一方、有償資金である財政投融資は財投債の発行等によって低利で調達した資金を用い、その償還・利払いも原則として貸付先からの元本の償還や利子・配当等のリターンで賄う。官民ファンドの場合は民間出資も財源としており、より租税負担を抑制した財政政策ツールと言える。

また、官民ファンドによる投資は規制改革や制度整備に比べて行政手続きコストが少なく、政策実行のスピードにおいても優位性を持つ。官民ファンド運営法人が行う直接支援の対象事業や間接事業におけるサブファンドに対する支援決定に際しては、監督省庁の主務大臣が政策目的に適合しているか確認することが求められる。監督省庁や主務大臣の関与は各法人の設置根拠法に基づいており共通ではないものの、主務大臣の認可や報告、意見聴取にとどまる<sup>9</sup>(会計検査院 2018: 57-59)。産業革新投資機構においては、認可ファンドによる個別の投資判断については各ファンドの投資プロフェッショナルに委ねる仕組みの導入が想定されており、より迅速性や政府からの独立性が強調されている(内閣官房2019: 9)。上記のような特徴から、官民ファンドには「公的負担を削減しつつ、国内外の

<sup>8</sup>緊急構造改革プログラムは「税制・予算・金融・規制改革・制度整備といったあらゆる施策を総動員することで、今年度以降も民間投資を喚起し、今後3年間で設備投資を2012年度の約63%から10%増加させ、リーマンショック前の民間投資の水準(年間約70兆円(2007年度までの5年間平均))に回復させること」(p. 24)を目標としている。

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> 「日本再興戦略」はアベノミクスの3本の矢(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)の「第三の矢」である成長戦略に該当する。

<sup>&</sup>lt;sup>9</sup> 各ファンドの主務大臣等の関与の状況に関する詳細は、会計検査院(2018)「会計検査院法第 30 条の 2 の規定に基づく報告書『官民ファンドにおける業務運営の状況について』|参照。

情勢変化のスピードに対応した経済活性化を実現する」という役割が求められていると考えられる。

2点目に、ベンチャーエコシステムの拡大への貢献が求められている。成長企業に対するリスクマネーの円滑な供給が進んでいない状況を打開するためには、民間による自律的なベンチャー投資環境を育成する必要がある。官民ファンドは対象事業への直接支援だけでなく、民間のベンチャーファンド等に対する LP 投資(ファンドオブファンズ)による間接支援を積極的に活用している<sup>10</sup>。自らが呼び水として成長企業への投資を行うことでベンチャーエコシステムを拡大し、官民ファンドが撤退した後も民間金融のみでリスクマネー供給を担える環境を整備することを目的としている。

また、官民ファンドの多くは根拠法において設置期限が定められており永続性を前提にした取り組みではない $^{11}$ 。基本的には当該設置期限に従って廃止、または民間事業者に引き渡しを行うことが予定されている(薄井 2016:44)。これは、民間が主導的な役割を果たすまでの暫定的な位置付けを考慮されているからである $^{12}$ (松浦 2019:51-52)。官民ファンドは、リスクマネー市場における民間のノウハウや人材育成等の環境整備が不十分な状況下で「民間金融によるリスクマネー供給サイクルを構築する」役割を果たす政策ツールとして設計されている。

3点目に、エクイティ投資機関かつ政策機関として存在する官民ファンドには「リスクマネー供給におけるプロフェッショナルな人材の確保」という役割が求められている。日本の金融システムや人材市場は、債券や預金といった元本保証のあるデットサイドに偏っておりエクイティ性投資における人材基盤が脆弱である。「投資収益の論理」と「政策目的(公共政策)の論理」の重複領域に対する円滑なリスクマネー供給を実現するには、リスクマネーの知見に加えて公共政策的センスも必要とされる(冨山 2017)。対照的なスキルを集約するために、官民双方の人的資源を活用し、人材交流を生み出せる官民共同出資のファンドが果たしうる役割は大きい。

4点目に求められる役割として、リスクマネー供給市場における人材育成機能が挙げられる。ベンチャーキャピタル(VC)産業が未発達の段階では、VC に対する投資家の信頼や投資効果に対する起業家の認識が欠如している。ベンチャー企業側も成長段階におけるファンドからの過剰なモニタリングを警戒し、積極的な資金調達に踏み出せない。ベンチャー投資案件が少ない日本では、投資家がリスクマネー投資におけるトラックレコードを積むことが難しい状況が生じており人材基盤の構築が進んでいない。

民間ファンドに比べてリスク許容度が高い官民ファンドには「ベンチャー案件の掘り起こしと将来的な民間市場でのプレイヤーとなる人材の育成」という役割が求められる。ベンチャー案件が集約する官民ファンドで経験を積むことで、リスクマネー供給におけるファンド運営者(ゼネラルパートナー=GP)が育成される。同時に VC 関連の実務を担う弁護士や会計士の増加も見込まれ、将来的に民間市場を担う人材基盤が構築される(鈴木

٠

<sup>10</sup> 官民ファンドのスキームに関しては図 0-1 参照。

 $<sup>^{11}</sup>$  設置期限は各ファンドによって異なり、概ね  $10{\sim}20$  年の期間が定められている。詳しくは「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第 11 回)」別紙 1 参照。

 $<sup>^{12}</sup>$  二階俊博経済産業大臣 (当時) は、平成 21 年 4 月の参議院本会議において、産業革新機構を時限組織とする理由について、同機構が「オープンイノベーションの成功事例を先導的に創出することにより、その自律的な計画を促進するため」と答弁している(第 171 回国会参議院会議録第 16 号 平成 21 年 4 月 10日 p. 3)。

## 3 官民ファンドが満たすべき条件

ここまで「金融部門への政府介入の理論的根拠」と「官民ファンドという形態を選択する理論的根拠」を検討してきた。本節では、これらを組み合わせることで「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」(図 2-1)を整理したい。

まず、官民ファンドを通じて政府が金融市場に介入するにあたり「民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供(1-①)」と「情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供(1-②)」を活動の基本指針とする必要がある。具体的には、一般的な存続期間が10年程度である民間ファンドよりも長期の存続期間を設定し、情報の非対称性が生じやすい市場(とりわけ今日ではベンチャー市場)での資金供給に特化した取り組みが求められる。

また、前述のように財政投融資の枠組みで提供される官民共同出資のファンドという形態とるにあたり、「財政再建と両立する経済の活性化(2-①)」、「ベンチャーエコシステムの拡大(2-②)」、「プロフェッショナルな人材の確保(2-③)」、「人材育成(2-④)」の 4 つの役割が想定される。これらの機能を果たすための制度設計がなされていることが、本来の目的に沿った役割を果たすために満たすべき条件となる。

2-①に関しては、財政負担を抑制するために政府出資金の確実な回収を行うとともに、投資案件に対する民間資金の共同融資の誘発を促進する制度が必要である。ベンチャーエコシステムの拡大(2-②)のためには、民間事業者への引き継ぎを想定してファンドに設置期限を設けること、ファンドオブファンズによる間接支援の活用を推進することが求められる。プロフェッショナルな人材確保(2-③)の実現においては、人材面での効率性を高めるために官民ファンドを一定程度集約することが不可欠である。リスクマネー投資案件が少ない状況下で投資に資する知見を持った人材は少ない。多数の官民ファンドの乱立は希少なプロフェッショナル人材の確保において非効率的であり、再編・統合は最重要事項と言える(冨山 2017)。また、国内外からリスクマネーの知見を持った人材を採用するためには、民間ファンドと比較しうる報酬水準を設定することで十分なインセンティブを確保することが重要である<sup>13</sup>。2-④の人材育成については、リスクマネー案件の集約による人材基盤の構築をより強化するために、人材の育成に加えて人材の流動化を積極的に推進することが求められる。

.

<sup>13 「</sup>人材についても、世界水準の投資のプロを集めるため『民間ファンドと比較しうる報酬水準を確保したい』と経産省幹部が国会で答弁するなど、高額報酬を認める考えだった。」(『日本経済新聞』 2018.12.10)

図 2-1 官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件

B111X//// WHANGER COMMITTED CANT				
基本指針				
1-① 民間金融だけでは担いきれない高リスク事業	10 年期限でファンドを組成する民間ファンド			
に対する適切な長期金融の提供	よりも長期の存続期間を設定			
1-② 情報の非対称性による信用割当が生じている	情報の非対称性が生じやすい市場の資金供給			
状況での適切な金融の提供	に特化(e.g.ベンチャー市場)			
制度設計				
2-① 財政再建と両立する経済の活性化	政府出資金の確実な回収、			
	民間資金の共同融資の誘発			
2-② ベンチャーエコシステムの拡大	ファンドオブファンズによる間接支援の活用、			
	設置期限の設定			
2-③ プロフェッショナルな人材の確保	官民ファンドの集約化、			
	報酬面におけるインセンティブの設定			
2-④ 人材育成	人材の育成、有効活用を図るための流動化			

出典:筆者作成

## 4 官民ファンドとガバナンス論

ここまで理論的根拠から導出できる官民ファンドが満たすべき条件を整理した。これらの条件に加え、官民ファンドが機能するためには官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことがまず重要である。先行研究においても、機能不全の要因として組織・事業のガバナンスが不十分であることが共通して指摘されている。本稿では、ガバナンス論を応用することで官民ファンドにおけるガバナンスの分析基準を設定し、官民ファンドの実態分析を行う。

まず本節ではガバナンス論の背景を整理する中で、官民ファンドの分析においてガバナンス論を適用する理由を検討したい。

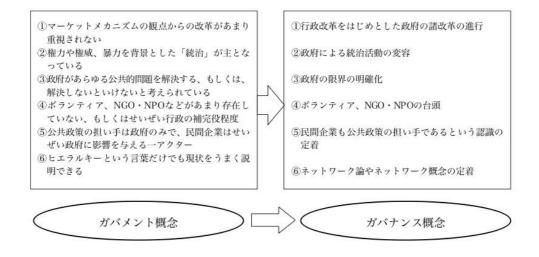
「ガバナンス」(governance)という概念が注目されるようになったのは、ここ数十年程のことである。日本の政治・行政学や公共政策論でガバナンスという言葉が学術雑誌上の比較的まとまった形で登場し始めたのは 1994 年以降とされる(戸政 2002: 307)。ガバナンス論が登場した背景には、1970 年代以降の国家的・国際的統治機関の統治能力に対する信頼の低下がある<sup>14</sup>。1980 年代以降、社会の統治における新しい考え方を模索し、特に政府の能力や役割、政府と社会の関係について根本的に再考しようという動きが登場した(宮川・山本 2009: 4)。低下しつつあるガバメントの統治能力に対する代替肢として「ガバナンス」が脚光を浴び、社会科学における新しい概念として様々な角度から議論が展開されるようになった(岩崎 2011: 5)。その後のガバナンス論の展開は「国家中心アプローチ」と「社会中心アプローチ」の 2 つの立場からなされた。前者は、国家の存在を前提とし、依然として国家が中心に位置したままガバナンスが行われるという見方をしている。国家と他のアクターは垂直的な関係を持ち、従来のガバメント論の延長線上に位置するものとして捉えることができる。一方、後者において国家は他のアクターと同様に扱われている。アクター同士の水平的なネットワークが重視されたガバナンス論独自の発想と言える。

-

 $<sup>^{14}</sup>$  ガバナンス論興隆化の背景的要因に関する共通認識については、宮川・山本( $^{2009:4-7}$ )参照。

ガバナンスは辞書的用法では「統治」と訳されるが、これは「統治」の他に「経営」 「運営」「管理」「統制」「調整」など様々な意味を包括している実態を反映していない。 学問上の一般的な定義は確立しておらず、政治・行政学や公共政策論における一種の流行 語としてあらゆる場面で使用されることが混乱の要因にもなっている。例えば、宮川 (2009)はガバナンスを「人間の社会的集団の統治に関わるシステムを構成する諸社会的行 為者の相互関係の構造と行為者間の相互作用プロセスとの発現形態」より簡単に言えば 「統治システムの構造とプロセスの発現パターン」と定義する。山本(2005)は「超国家 (transnational)、国民国家(national)、サブ国家(sub-national)、それぞれのレベル のアクターが governability (統治能力) を発揮し、governing (統治活動) を遂行している 状態 | と定義し、ガバナンスという概念が注目されている理由として、国民国家の内外に おいて政府と非政府の相互依存が増大していることを挙げている。ガバナンスの定義は多 様だが、いずれにしてもガバナンス概念を用いる意味はガバメント概念との対比、すなわ ち「ガバメントからガバナンスへ」という文脈において発揮する(戸政 2000: 312-313)。 ガバメントには「政府」や「統治」という意味が含まれている。政治学において従来か ら研究領域とされてきた「統治」に該当し、主に「一国内で、憲法をはじめとする法制度 中に統治機構として予定された政府諸機関・諸組織が、どのように機能し、どのようなプ ロセスを経て立案・決定が行われていくのか」ということが、ガバメントという言葉で表 現されてきた(岩崎 2000: 75)。しかし、前述のような 1970 年代以降の「政府=公共・ 統治」という図式の変化に伴い、従来から使われてきたガバメントの概念では公共的な時 間や空間全体を見通すことができなくなってしまった(戸政 1997)。具体的には、「立 案・決定だけでなく、執行や評価のプロセスも統治に含まれ」、「民間アクター(企業、 専門家、住民、NGO など)も、これら一連のプロセスに実際に参画」する形へと変化し ている(図2-2)。

### 図 2-2 ガバメントからガバナンスへ



出典: 戸政(2000: 312)

ガバメント概念の限界を克服するための新たな概念としてガバナンスが登場した。ガバナンスは、ガバメントの統治能力の低下に伴い、他の様々なアクターがそれを補完もしくは代替するために必要に応じてネットワーク化して政策決定過程へ関与することによってもたらされた新しい現象である。以上を踏まえて本稿では、政府による立案・決定という狭義の政策決定過程での垂直的な関係性における概念(ガバメント)に対して、ガバナンスを「民間アクターの参画も含んだ立案・決定・執行・評価の過程の水平的な関係性における概念」として捉える。

以上のように、ガバナンス論は国民国家の内外において政府と非政府の相互依存が増大し、統治形態が「ガバメントからガバナンスへ」変化している社会的状況を背景に発展した概念である。ガバナンス論の興隆は行政サービスの多様化15と深く結びついている。「一国政府単独で社会的問題を解決することが技術的かつ内容的に困難になってきたとの認識から、地方や現場への権限委譲、市場、委託あるいは他の主体との協働・連携により対応するようになってきた」(宮川・山本 2009: 29)ため、新たな統治メカニズムの開発が進展した。官民ファンドは、「民間だけでは担いきれないリスクマネー供給を補完する」という題目で民業補完を強調している。しかし、経済活性化という政策目的の達成のために資金調達や運営・収支管理に民間資源を活用しているという点において、行政サービスの多様化の一形態であり、統治形態がガバメントからガバナンスへと変化する過程で登場した新たなサービス供給形態として捉えることができる。これはガバナンス論の対象領域と一致しているため、官民ファンドの分析にガバナンス論の視点や枠組みを利用することが妥当と言える。

先行研究における官民ファンドのガバナンス分析の問題点として、組織・事業のガバナンス不足を機能不全の要因と指摘しているものの、理論に基づいておらず客観性や論理性に欠けることが挙げられる。そこで、ガバナンス論の視座を取り入れることで先行研究において不足しているガバナンス分析の視点を明らかにしたい。不足点として、以下の2点が挙げられる。

まず第1に、従来のガバメントの視点(立案・決定)の欠如である。佐川(2003)は、政治学におけるガバナンスを「官一民アクターが、有機的に連関する超国家・ナショナル・サブナショナルの三つのレベルで、政策の立案—決定—執行—評価のプロセスに参画するようになっているという今日的現象を説明する概念」(p. 76)と説明している。ガバメント論が対象とする立案・決定にとどまらず、政策過程の執行・評価も射程に入れた点でガバナンス論は新規性を持つ。しかし、先行研究における官民ファンドの分析においては執行・評価に重心がおかれ、「統治に関わる多様なアクターがどのように機能し、どのようなプロセスを経て立案・決定を行うのか」という従来のガバメントの視点が欠如している。より具体的には、プリンシパルである監督省庁とエージェントである官民ファンドがどのようなプロセスを経てファンドの活動に関する立案・決定を行いファンド経営者に政策の実行を委託するのか、という視点を考慮する必要がある。

第2にコーポレート・ガバナンスの規定概念の欠如が挙げられる。ガバナンス概念は政治研究にとどまらず、企業研究においても広まりを見せてきた。前者のパブリック・ガバナンスに対して、後者はコーポレート・ガバナンスとされ、近年の企業研究において最も

-

 $<sup>^{15}</sup>$  行政サービスの多様化とは、「これまで政府機関が自ら供給してきた財・サービスの供給につき、政府の役割を変更したり制限することにより民間事業者の関与を増やす形態への変化」とみなすことができ、最広義の「民営化」(privatization)と定義することができる(宮川・山本 2009: 28)。

多く議論されているトピックである。コーポレート・ガバナンスは、20世紀初頭の大規模株式会社の発展に伴う「所有と経営の分離」を契機に議論が盛んになった。19世紀の資本家は企業の所有者であると同時に経営者でもあったが、株式市場の発展とともに株主が企業の所有者となり、企業運営の支配権は実質的に経営者へ移行していった。

コーポレート・ガバナンスの規定概念は明確に定まってはいないものの、狭義では「経営者の任免に関わる制度」、広義では「経営者の意思決定全般に影響を及ぼす制度・慣行」として捉えようとする立場がある。その上で田中(2003)は、コーポレート・ガバナンスが指し示す中心的な論点として「①経営者は誰のために経営すべきかを問う『主権』の問題、②誰がどのように経営者を監視、動機付け(インセンティブ)を提唱すべきかを問う『監視』の問題、③企業の競争力構築という観点から経営の意思決定の仕組みをどうすべきかを問う『企業競争力』とガバナンスの関係」の3点が挙げられるとする(p100-102)。正村(2016)は、コーポレート・ガバナンスを「『本人/代理人』という水平的な関係の中で、株主が経営者をコントロールする仕組み」(p. 42)と説明する。

官民ファンドの多くは株式会社の形態を取り、株主として政府や監督省庁がいかにファンド経営者をコントロールするかが重要な論点となる。先行研究では、経営に対する監視や評価に関する指摘は見受けられる。しかし、経営者の任免に関わる制度や動機付けに関する分析は少なく、「経営者の意思決定全般に及ぼす制度や慣行」をカバーしきれているとは言い難い。本稿の分析ではガバナンス論を参照することで明らかになった先行研究の不足点を補い、新たな視点でガバナンス分析を行う。

一方でガバナンス論自体が比較的新しい研究分野でもあり、その限界を認識する必要もある。ガバナンス論の限界としてまず1点目に、分析理論や分析的用法が依然として未発達であることが挙げられる。Pierre(2000)によると、ガバナンスは統治の理想形態としての「規範概念」とそれを援用する形で統治の現状(統治構造・プロセス等)を分析する手段としての「分析ツール」の2つに分類できる(進邦 2003:15)。ガバナンス論自体が抱える問題点として、規範的な色彩が強く、「ガバナンスの実現=より良い未来」という暗黙の前提で展開してきたために議論が実態から遊離したものになっている点が多く指摘されている(戸政 2000: 315)。岩崎(2011)は民主主義と比較した上で、「民主主義が実態概念ないし分析概念として用いられるのに対し、ガバナンスについては規範概念として用いられる傾向」が強いと説明する。「具体的な分析枠組みや分析手法といったものがまだまだ未熟」で、「実態分析をしているというよりは、その分析のためのツールを作っている最中という感じであり、抽象性が高いことは否めない」(戸政 2000: 319-321)。ガバナンスの失敗や機能不全、ないし逆機能という視点を精緻化していく必要性がある(岩崎・秋山 2011: 186)。

2点目に、新たな公共サービス供給方法に対応するモデルが不足している点が挙げられる。供給方式の多様化については目的に応じて様々な類型化がなされてきた<sup>16</sup>。しかし、民間資金の活用やサービス受給者の非開放性といった特徴を持った官民ファンドは、従来の類型に当てはまらない中間的な位置に属する供給方法といえる。一般的な公共サービスとは異なり、財源が租税ではない。また、サービス受給者も限られているため、国民に対する情報開示が曖昧になる可能性がある。実際に個別投資案件の情報公開の必要性等も議論されており、情報開示に関するガバナンスという面でも従来の議論を追従するだけでは

-

 $<sup>^{16}</sup>$  Weizsacker (2005) や Golfsmith and Eggers (2003) などによって供給方式の多様化について類型化がなされてきた。詳しくは宮川・山本(2009)の第1章を参照。

不十分である。既存のモデルの限界は、行政が担当してきた公共領域を行政と企業や市民を含めた様々な関係者が協働する「第三セクター」のガバナンス分析においても指摘されている。この点に関して宮川・山本(2009)は、「中間領域のサービス提供の方式について、その理論や方法に関する議論については、まだ確たる理論はないように思われる。その範囲が広く、しかも、その意図するところがお互い相反するような議論があるからである。理論的な整備は急を要することである。しかし、今になっても、まだ公と私、そして、その中間領域のサービス・ドメインが確定していないからである。以前グレーでありブルーの領域である。」(p. 151)と述べている。同様に、官民ファンドのガバナンス分析における適切な理論や方法は確立されていない。これらを踏まえると、官民ファンドのガバナンス分析においてはガバナンス論を参照しつつも、官民ファンドの特殊性を考慮した分析基準を新たに設定・理論化する必要がある。

## 5 官民ファンドにおけるガバナンス分析基準の設定

本稿では「なぜ日本では官民ファンドは機能不全に陥っているのか」というリサーチクエスチョンを掲げる。この問いに対して、「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」と「官民ファンドにおけるガバナンスのあり方」を海外の類似取り組みの成功事例と比較し、差異を明確にすることで日本が抱える本質的な課題を考察する。本章の1節から3節にかけて、官民ファンドの理論的根拠に立ち返ることで「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を明らかにした。本節では、先行研究やガバナンス論を参考に、官民ファンドのガバナンスを分析する際に適切な基準を検討する(図 2-3)。この分析基準を軸として次章以降で海外の類似取り組みや日本の官民ファンドを分析し、日本が抱える本質的な課題を明らかにしていきたい。

先行研究における分析の基準として、「官民ファンドの法的枠組み」、「任務・目的」という 2 つの視点が共通する。本稿においても上記の 2 点を各国事例比較に適用する。日本だけではなく、各国において政府系ファンドのあり方を巡る変化が近年見られており、最新の動向を含めた分析を行う。

これに加え、前節で整理した先行研究の不足点(立案・決定過程の欠如、コーポレート・ガバナンスの規定概念の欠如)を踏まえて「立案・決定過程」、「経営者の意思決定全般に及ぼす制度や慣行」についても比較を行う。

これらの視点はガバナンス論を官民ファンドに適用することで導出した。しかし、ガバナンス論自体も分析ツールとして限界があり、官民ファンドといった新たな公共サービス供給形態に対応する理論的な整備がされていない。官民ファンドと一般的な公共サービスの大きく異なる点として、民間資金の活用が挙げられる。これらの特徴を考慮し、「資金の出所」や「民間との協調」に関しても各国の状況を分析していきたい。

#### 図 2-3 ガバナンスの分析基準

| 立案・決定過程 | 資金の出所 | 民間との協調 | 上間との協調 | 上間とのは認識 |

出典:筆者作成

## 6 仮設の提示

本節では「なぜ日本では官民ファンドが機能不全に陥っているのか」というリサーチクエスチョンに対する仮説を提示する。

第1に、官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件(図 3-1)に関する点である。政策金融のこれまでの歴史や官民ファンドの運用状況、実績から「政府が金融市場に介入すべき理論的根拠」から導き出される部分に関しては、ある程度条件が満たされていることが証明できるのではないだろうか。2000 年代に高まった政策金融の民業圧迫に対する批判を背景とした政策金融改革が進み、「民業補完の原則」の遵守意識は強い。現在の産業投資では、民間企業の投資対象とは直接的にバッティングしない比較的リスクの高い事業への資金供給を重視している。財政制度審議会が 2019 年6月に公表した「今後の産業投資について」においても、長期間の時限措置の設定や産業投資が対象とすべき投資案件に関して明確な記述がなされている。

第2に、複数のファンドの機能や役割が重複していることが官民ファンド全体の非効率性をもたらしているのではないだろうか。官民共同出資の組織という特性から、官民ファンドにはリスクマネー供給におけるプロフェッショナルな人材の確保という役割が求められている。限られた人材を効率的に確保するためには、官民ファンドを一定程度集約化することが不可欠である。しかし、日本においては政策目的が重複した官民ファンドが複数存在している。丹羽(2018)によると、官民ファンドの目的を①既存産業の強化、②新産業の育成、③地方創生の3つに分類した場合、現存する14のファンドのうち①は9つ、②は8つ、③は6つのファンドが該当する。また、業界や事業種を限定したファンドがある一方で「中堅・中小・小規模事業者への経営支援」(中小企業基盤整備機構機構)や「我が国経済の持続的な成長に資すること」(海外需要開拓支援機構)といった広範な事業をカバーする政策目的を掲げたファンドもあり、投資対象事業の住み分けも明確ではない。

統廃合に向けた最新の動きとしては、2019 年 12 月には農林漁業成長産業化支援機構 (A-FIVE) の新規投資業務を 2020 年度末で終了することが正式に発表され、実質的な廃止の方向性が示された。A-FIVE は 2019 年 3 月末の時点で 92 億円の累積損失を計上しており、財務省も農水省に対して抜本的な事業の見直しを求めていた(『日本経済新聞』 2019.12.20)。しかし、後述する海外類似制度における一元化改革の動向と比較すると、日本の取り組みは大きく遅れをとっている。省庁ごとに官民ファンドが分立している状況は特有であり、人材の集約に限らず投資効果や間接部門の非効率化にも繋がる。官民ファンドの重複問題については先行研究においても共通して指摘されており、依然として日本が抱える課題と言える。

第3に、産業革新投資機構(JIC)が休止状態に陥った一連の騒動を踏まえると、官民ファンドが機能不全に陥っている本質的な原因としてガバナンスとりわけ「立案・決定過程」や「経営者の意思決定に係る制度」の設計における政府の認識不足が考えられのではないだろうか。前述の通り、官民ファンドが省庁ごとに分立した状態は人材面を含めた非効率化に繋がるため以前から課題として認識されていた。この課題に対し、2018 年以降成長分野への効果的な資金供給と収益構造の改善を目的として、産業革新機構(INCJ)を軸にした官民ファンド再編を検討する動きがあった。政府は個別に扱っていた出資案件の情報を一元管理し、最適な出資ファンドを話し合いで決める仕組みを導入した上で、2021 年までにファンドの統廃合を判断する方針を検討していた。2018 年 5 月に成立した改正産業競争力強化法では、INCJ の傘下に他の官民ファンドを取り込める仕組みを導入し、業務が重複

しがちなファンドの省を超えた統合を見込んだ。同年 6 月に閣議決定した「統合イノベーション戦略」にも「官民ファンドの連携や統合により収益構想の改善を図る」と明記されている(『日本経済新聞』 2018.6.20)。9 月に改正産業競争力強化法が施行され、産業革新機構(INCJ)を改組する形で産業革新投資機構(JIC)が発足。JIC が他の官民ファンドの株式を保有することも可能な仕組みとなっており、官民ファンドの集約に向けた動きが現実となった(翁 2018:8)。しかし、JIC は 2018 年 12 月に経済産業省と民間出身の取締役との対立を原因に取締役9人が一斉に辞任し、事実上の休止に陥った。これに伴い、JIC を軸とした官民ファンド再編の動きは止まらざるを得ない状態となった。

官民ファンドの一元化や政府からの独立性の向上といった課題を解決する可能性を持った JIC だったが、報酬問題を契機とした所管官庁との対立を原因に休止状態となり、官民ファンド改革の流れは停滞してしまった。従来から認識されていた課題を克服しうる存在であった JIC が頓挫した原因に、日本において官民ファンドが機能不全に陥っている本質的な原因が存在するではないだろうか。 JIC がこうした事態に陥った原因は、政府の不当な介入や民間の自主性を脅かす信義則違反にある。これらは、前節で設定したガバナンス分析基準の「立案・決定過程」、「経営者の意思決定に係る制度」の設計、「民間との協調」における問題に該当する。次章以降では海外の類似取り組みと日本の官民ファンドの事例を検討するが、上記の点に着目して分析を進めたい。

## 第3章 海外の類似取り組みの事例検証

2018: 2) 。

本章では海外の類似取り組みの分析を行う。本稿においては欧州、特にイギリスとドイツの事例を取り上げる。分析対象として上記 2 カ国を選択した理由は以下の3点ある。1点目に、日本の官民ファンドと同じように、政府が出資しつつ民間の資金と協調してエクイティ投資を行うファンドが存在していること。2点目はリスクマネー供給状況、とりわけベンチャー関連市場における供給状況が日本国内市場と類似していること。すなわち、日本における官民ファンドと同様にリスクマネー供給の必要性を認識された上で創設されたプログラムであること。そして3点目に、官製ファンドの活動目的に民業補完や民間との協調を設定していることである。

官製ファンドとしては各国の所有するソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)がまず想定される。SWF は設立の法的根拠や組織形態が各国の事情を反映しているために多岐にわたっており、国際的に定義が統一されていない。武田(2008)は、「一般政府によって所有・運営される特定目的投資ファンドを指し、多くの場合、石油・天然ガス関連の税収や貿易黒字の蓄積によって拡大した財政収支黒字や外貨準備等を原資に、クロスボーダーで活発な投資を行う」(p. 1)組織を指すと説明している。主要国際機関等による定義を参照すると、IWG<sup>17</sup>の場合「一般政府によって設立・所有される特定目的投資ファンドであり、マクロ経済的使命のもと、海外資産投資も含む一定の投資ストラテジーを採用し、資

20

<sup>17</sup> International Forum of Sovereign Wealth Funds(IWF)は IMF 主導でベスト・プラクティス策定の目的で 2008 年 4 月に立ち上げられた国際作業部会である。ベスト・プラクティスの策定作業開始当時は IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) と称されていた組織を発展・拡大した(武田

産の保有・運用・管理を行う主体」、OECD は「何らかの国家的課題を達成するために政府によって直接・間接に保有・運用される資産・基金のこと」と広義に定義する。SWF の投資目的は、最近では「次世代への所得移転・価値保蔵やエネルギー価値変動への備え、インフラ・ギャップへの対応」(武田 2018: 17)に重点が置かれている。また、SWF 原資の約 6 割が原油・天然ガス関連のコモディティに偏っている状況も鑑みると、官民ファンドとは組織形態や目的が大きく異なる。本稿ではこれらの理由から日本の官民ファンドと組織の形態や原資、設立目的が共通しているイギリスとドイツの組織に焦点を絞った分析を行う。

各国の事例分析は次のような流れで行う。まず、基本事項として制度の法的枠組みと任務・目的を確認する。そして、第 2 章で提示した「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」(図 2-1)を各国が満たしているか検討する。続いて、ガバナンスについて図 2-3 で提示した基準に沿って分析する。従来の研究で主に着目されている評価や執行段階におけるガバナンスに加え、政治過程のより事前段階に該当する「立案・決定過程」におけるガバナンスや「経営者の意思決定に係る制度」設計のあり方を明らかしたい。さらに、官民共同出資の政府系ファンドという特性を踏まえて「資金の出所」や「民間との協調」に関する各国の状況を確認する。

## 1 イギリスの事例検証

本節では、イギリスの British Business Bank (BBB) における取り組みを整理する。

## ○法的枠組み

BBB は BEIS(ビジネス・エネルギー産業戦略省)が所有する公開有限会社(public limited company)として設立された。設立背景は 2008 年のリーマンショックに遡る。当時、資金調達が厳しい状況が続き各省庁は中小企業を支援する金融プログラムを独自に設けていた。利用者にとって窓口が多くなり利便性が低下したことや様々なファンドや会社が乱立して非効率になったことを背景に、各プログラムの統合的管理の必要性が認識された。これらの政策金融機関の組織やプログラムを一元化することが 2012 年9月に決定し、イギリス財務省 HM Treasury(HMT)、BIS(現 BEIS)<sup>18</sup>、Capital for Enterprise Limited(CfEL)<sup>19</sup>など複数の省庁等がそれぞれ所管していた中小企業向け金融プログラムを統合する形で 2014 年から BEIS の完全子会社として新機構 British Business Bank が創設された。この結果、ほとんどの政策金融が持株会社 BBB の下に一元化され、BBB は子会社を通じた投融資を行なっている。子会社には、アーリーステージの中小企業向けのベンチャーファンドに対して投資するプログラム(VC Catalyst)、中小企業の競争力促進を目指す民間ファンド向けの投資プログラム(Investment Program)を経営する British Business Bank Investments Ltd、政策目的に沿った事業を実施するために民間ファンドに投資するファンド British Business Finance Ltd、その傘下で子会社としてスタートアップ企業に融

<sup>18 2009</sup> 年に Department for Business, Innovation and Skills (BIS: ビジネス・イノベーション職業技能省) が誕生し、2016 年に Department for Business, Energy & industrial Strategy (BEIS: ビジネス・エネルギー産業戦略省) に組織改変した(財務省 2018: 22)。

<sup>&</sup>lt;sup>19</sup> BIS100%所有の事業体(同上)。

資をする Start-Up Loans Company などがある。イギリス政府は一元化が効率性の向上や優秀な人材の確保に寄与したと評価している。

HM Treasury BIS(現BEIS) Start Up Loans Company (三元化前) Start-Up Loans (融資) Business Finance Partnership (出資・中堅企業向け) nterprise Finance Guarantee (保証) British Business Bank (ホールディングカンパニー) British Business Bank 100%保有の子会社 British Business Bank Investments Ltd British Busines Finance Ltd Enterprise Capital Funds (出資) British Business Financial Services Ltd Enterprise Finance Guarantee (保証) ness Finance Partnership (出資・中小企業向け) 2017年4月よりB 100%保有の子会 Start Up LoansCompany

図 3-1 British Business Bank の一元化のイメージ

出典:財務省(2018:22)

## ○任務・目的

BBB は中小企業向けの金融市場の機能強化に取り組むことで経済成長をもたらすことを使命とし、中小企業の各段階(創業期、成長期、安定期)のニーズに応じた金融を提供するプログラムを推進している。2018 年度から 2019 年度にかけては、中小企業向けに①金融の供給量を増やすこと、②より多様な金融市場の創出を支援すること、③金融へのアクセスの地域格差を解消すること、④ニーズに最適な資金を調達することで中小事業を奨励すること、⑤中小ビジネス向け金融に関するノウハウの中心的存在となること、⑥納税者からの資金を効率的に管理することの6つを主な目標として設定した。

#### ○条件

ここでは、第2章で提示した「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」に則ってBBBにおける取り組みを分析する。

まず、政府による金融部門への政治介入の妥当性を担保するために次の2点を基本指針として満たしている必要がある。1点目は「民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供(1-①)」を担うことである。具体的には、一般的に10年期限で組成する民間ファンドよりも長期の存続期間を設定する等、長期にわたる支援を担保する仕組みを設けることが求められる。BBB は各ファンドの設置期限を公表しておらず、具体的な存続期間を把握できない。ただ、政府は Brexit 後も BBB がエクイティの提供者としての役割を存続すると表明しており20、民間では担いきれない長期金融の提供を今後とも継続することが明らかである。

. .

<sup>&</sup>lt;sup>20</sup> イギリスにおけるエクイティの提供規模は European Investment Fund(欧州投資基金、EIF)、BBB の順となっている。そのため、VC ファンドは EU から離脱すること(Brexit)で、最大の資金供給源であった EIF からの支援がなくなることに懸念を示していた。政府は Brexit による影響を考慮し、BBB が EIF に代わる組織となるよう新規子会社ファンドの創設等の打開策を検討している(財務省 2018: 9)。

2点目は「情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供(1-②)」を担うことであり、ベンチャー市場のように情報の非対称性が生じやすい市場に対する資金供給に特化する必要性がある。前述の通り BBB は中小企業に対するファイナンス支援に特化しており本条件を満たしていると言える。

続いて、官民ファンドに求められる役割から導き出される 4 つの条件について検証する。 1 つ目に「財政再建と両立する経済の活性化(2-①)」が求められる。実現には政府出資金の確実な回収が前提となる。BBB では、各ファンドの個別収益ではなく BBB 全体としての収益を確保する仕組みを導入している。政策目的に沿った事業を実施する British Business Finance Ltd(BBFL)は赤字となる可能性が高い。そのため、商業ベースのリターンを確保する British Business Bank Investments Ltd(BBBIL)の収益を活用し、組織全体の収益を黒字にする仕組みとなっている(財務省 2018: 2)。また、中長期国債の利率である  $2\sim2.5\%$ 以上のリターンを確保することを KPI の 1 つに設定している。

2 つ目の役割として「ベンチャーエコシステムの拡大(2-②)」に寄与することが挙げられる。BBB のプログラムの多くは LP 投資を実施している。民間ファンドや VC に出資することで間接投資を行い、出融資先のモニタリングは行うものの個別の資金提供案件の意思決定には介入しない。BBB からの支援を終えた後もリスクマネー供給市場が自律的に機能するような制度設計が意識されている。

3 つ目は、リスクマネーの知見と公共政策的センスを持った「プロフェッショナルな人材の確保(2-③)」である。希少な人材を効率的に集めるためには、官民ファンドを集約化した上で優秀な人材を惹きつけるに値するインセンティブを設定することが不可欠である。前述の通り、BBB は統合管理の必要性を認識されて設立された機構である。政府は一元化によって各プログラムに横断的なリソースをプールできるようになり、より優秀な人材の確保ができるようになったと評価している。報酬制度については、官の給与上限を超える特別枠や年金等のベネフィットを利用することで民間同等の給与水準が確保されている。具体的には、官のトップである首相の給与を超えるポジションを約 20 個設定している。この特別枠以外は、民間業界をベンチマークとして下位 4 分の1の会社と同程度の水準を確保している。実際には給与だけではなく、BBB 傘下のファンドで得られる経験やミッションに賛同する人材が多く集まっている。民間同等の給与水準やボーナスシステムといったインセンティブを導入することで民間金融セクターやファンド業界から優秀な人材を集めている(A.T. Kearney 2017: 5)。

4 つ目に、リスクマネー供給の必要性を認識された上で創設されたプログラムであることを踏まえ、人材基盤の構築をより強化するために「人材育成(2-④)」を推進することが求められている。BBB では、シニアミドル、ミドル、ジュニア層は BBB の組織拡大に合わせて短期間で多くの人材を採用したこともあり、経営幹部層と比較すると経験がそれまで豊かではない。そのため British Private Equity & Venture capital Association(イギリスベンチャーキャピタル協会、BVCA)と協力し、BBB の職員に対してイベントや研修の機会を提供することで人材の育成に取り組んでいる。

上記のように、BBB は本稿で設定した「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を満たしており「成功」していると言える。官民ファンドが機能するためには官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことが重要である。以下、BBB の「成功」を支えるガバナンスのあり方を第2章で考察した分析基準に沿って検証する。

### ○立案・決定過程

立案・決定過程における BBB と政府の関係については、政府からの独立性を強く意識した仕組みが取り入れられている。 BBB は BEIS や HMT と協議を行った上で政府との関係性について KPI を設定した。まず、BBB の運営について BEIS は業務の独立性を担保して個別案件に関する投資の意思決定には介入しないと定められている。政府は投資活動には介入せず、BBB 内部のエコノミストチームが民業補完となる投資対象領域の特定や政府向けの投資戦略・案件提案の作成を担う。エコノミストチームは HMT やイングランド銀行、民間企業等から転籍した経済学・統計の専門家 7 名(2017 年時点)で構成されている。

また予算承認に関しては、BBB が毎年今後5年間の事業計画を策定、HMT や BEIS に提出し承認を受ける。HMT は毎年度の実績に大幅な乖離があった場合に予算配分を見直すことでガバナンスを確保している。政府は投資委員会への参加、新規スキームの審査、予算承認を通じた影響力の行使が可能となっているが、投資活動には関与せずモニタリングに徹っしているため政府からの独立性は高い。

## ○経営者の意思決定に係る制度

経営者の動機付けに影響を与える制度として報酬制度が挙げられる。民間同等の給与水準やボーナスシステムといったインセンティブを導入している。BBBIL のように商業的リターンを求めるファンドの給与水準は類似業務を行う民間銀行よりは低くなっているものの、BBBIL で得られる経験やミッションへの賛同がインセンティブとなり優秀な人材が集まっている。

#### ○資金の出所

BBB のプログラムの多くは官民の共同出資によって実施されている。例えば、成長に必要な資金を得難いアーリーステージにおける VC を増やすことを目的とした Enterprise capital Funds は、官民の資金によって高成長が見込まれる事業に対する出資を行なっている。

#### ○民間との協調

BBB は民間金融機関との協調において、伝統的な市中銀行に加えて新興フィンテック企業も対象としており機動的で多様な中小企業支援の実現を目指している。また、イギリスベンチャーキャピタル協会(BVCA)との協力も特徴的である。前述の人材育成に加え、積極的な人材交流も行っている。LP投資や人材交流を通して民間の目利き力や専門能力を活用して積極的に民間投資家との協調を進めているため、民業圧迫論に関する指摘は見受けられない(翁 2018: 8)。BBB のプログラムに参加する VC ファンドからは、BBB が民間では対応できない資金需要を満たしている点や関与が最低限で活動しやすい点が高く評価されている(財務省 2018: 9)

#### 2 ドイツの事例検証

ここでは、官民ファンドの類似取り組みとしてドイツ復興金融公庫(Kreditanstalt für Wiederaufbau。以下 KfW)におけるエクイティ投資について整理する。とりわけ主要プログラムであるハイテク起業基金(High-Tech Gründerfonds)を取り上げる。

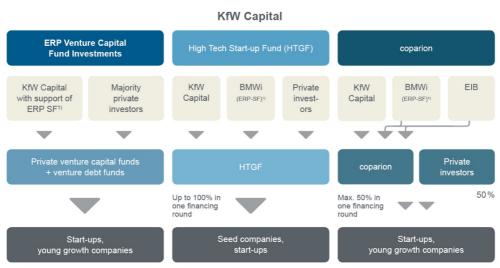
#### ○法的枠組み

KfW は連邦政府の公共政策目標を遂行するため、中小企業向けや海外プロジェクト向けのファイナンスなど主に貸付を行う政策金融機関である。KfW 法(Gesetz über die Kreditanstalt für Wiederaufbau、ドイツ復興金融公庫法)に基づいて1948年に設立された。資本の80%は連邦政府、20%は州政府が所有している。

日本と同様に間接金融主体の金融システムを持つドイツでは、創業間もないイノベーション企業に対するシード投資が停滞しており、政府による支援が必要という認識が官民で共有されていた。民間産業界との議論を経て、2005年にドイツ連邦経済エネルギー省の主導で同省、KfW、民間企業の出資によりハイテク起業基金(High-Tech Gründerfonds)が設立された。その後、KfW はハイテク起業基金の他にエクイティ投資について 2 つのプログラムを創設した。1つは、KfW と連邦経済エネルギー省が共同出資しているコパリオン(Coparion、公的ベンチャーキャピタル共同投資基金)である。技術力のあるシードより段階的に進んだスタートアップや早期成長期の企業に対して、コパリオンと民間投資家がともに資金提供を行っている。2016年に設置され、存続期間は 10年と定められている。2つ目は、ERP ベンチャーキャピタル基金投資(ERP-Venture Capital Fund)である。KfW が連邦政府と協力して 2015年に設立し、民間企業と共同でドイツや欧州における創業期または早期成長期向けの VC に投資している。

近年、イギリスと同じくドイツにおいても政府系ファンドの一元化が実施されている。 従来は3つのプログラムが別々に金融支援を行なっていたが、エクイティ投資にあたって シード段階からスタートアップまで俯瞰することで効果的に投資を進める、ファンドの管 理や専門的人材採用の効率化するという目的のもと、官民ファンド類似取り組みの一元化 が実施された。2018 年7月に KfW の 100%子会社である KfW キャピタルを設立し、同年 10月に3つのプログラムを統合した(図3-2)。

#### 図 3-2 KfW Capital 組織図



1) The Federal Government uses parts of the ERP Special Fund to promote start-ups and SMEs, including through debt and equity capital.

出典: KfW 公式 HP

#### ○任務・目的

ハイテク起業基金は、民間では投資しにくいハイテク技術に基盤を持つシード段階の企業への資金提供を目的としている。投資対象である「ハイテク企業」を、①特許は不要だがそれに相当する知的財産を有する、②設立 1 年以内の、③従業員 50 人未満・年間売上1000 万ユーロ未満の中小企業に限定している。ドイツのシード段階の投資件数(年間 70~80 件)の4割程度をハイテク企業基金が担っており、ドイツのベンチャー企業支援において重要な役割を担ってる。

#### ○条件

ドイツにおける官民ファンド類似取り組みが「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を満たしているか検証する。

まず、政府による金融部門への政治介入の妥当性を担保するために、基本指針として「民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供(1-①)」、「情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供(1-②)」の2つの条件を満たす必要がある。

1点目に関しては、民間ファンドよりも長期の存続期間の設定し、長期支援を担保する仕組みを設けることが求められる。ハイテク起業基金は設立から現在に至るまで、段階的に3つの基金を組成してきた。2005年に第一基金(規模2.72億ユーロ)、2011年に第二基金(規模3.04億ユーロ)、2017年に第三基金(規模3.2億ユーロ)が組成された。各基金の存続期間は投資期間6年・回収期間7年の計13年で、民間ファンドよりも長期の投資回収期間を設定している。

2点目に関しても、ハイテク起業基金は情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供を果たしている。イノベーション企業に対するシード投資<sup>21</sup>が停滞している状況への問題意識を背景に設立されたこともあり、KfW は政策目的を明確に定義した上で投資活動を実施している。ドイツにおけるシード段階の企業への投資件数のうち約 40%が当基金による投資となっている。民間の活動が行き渡らない分野での投資を徹底して大きな役割を担っており、現時点では民間ファンドから基金に対するネガティブな反応は見られない(財務省 2018: 13)。

以上のように、ハイテク起業基金は政府が金融市場に介入する際に考慮すべき条件を満たしていると判断できる。次に官民ファンドに求められる役割から導き出される 4 つの条件について考察したい。

まず、1 点目は「財政再建と両立する経済の活性化(2-①)」である。ハイテク起業基金の投資実績を見ると、投資回収を行った企業は 2017 年時点では 89 社<sup>22</sup>あり、翌年には 97 社に増加した。まだ投資リターンが出ていない企業は投資件数の約 30%に当たる 150 社となっている。第二基金、第三基金の存続期間が継続している状況を踏まえると、一定程度のパフォーマンスを上げていると評価されている。それに加え、ドイツにおいて特徴的であるのは、共同出資における民間からの出資の増加に注力している点だ。連邦政府と KfW を合わせた出資割合は、第一基金が 94%、第二基金が 85%、第三基金が 66%と徐々に減少している。一方で、民間企業の出資比率や出資企業数は段階的に上昇している。そ

-

<sup>&</sup>lt;sup>21</sup> 一般的に「商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び開発を継続している」(財務省 2018: 13)段階(シード段階)に対する投資を指す。

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> 内訳は第一基金で 66 社、第二基金で 23 社(財務省 2018: 12)から投資回収(Exit)を実現している。

れぞれ出資企業数は6社、18社、34社と増加しており、ダイムラーや BOSCH 等ドイツを代表する民間企業が出資している。政府出資金を確実に回収するとともに、民間資金を誘発することで公的負担の削減を実現している。

2点目に「ベンチャーエコシステムの拡大(2-②)」に寄与することが求められる。上記では具体策としてファンドオブファンズによる間接支援の活用や設置期限の設定を掲げたが、間接投資を主とするイギリス BBB とは異なり、ハイテク起業基金では各基金が直接投資を実施している。イギリスでは、エクイティ投資に関する専門知識や専門性は民間事業者に任せるべき、民間の VC ファンドを育てていくべきという観点からファンドオブファンズのプログラムが中心となっていた。一方ドイツでは、まだ民間 VC ファンドが十分に育っていないためハイテク起業基金がまず投資を担うという観点で直接投資を中心に行なっている(財政制度等審議会財政投融資分科会 2018 年 5 月 31 日)。それに代わり、民間企業の投資を促進することによって、政府不介入の状態でも民間市場のみでリスクマネーが供給される環境の整備に取り組んでいる。また、投資対象となったシード段階の企業に対しては初期投資後の成長段階でも追加投資を受けられるよう、民間投資家と基金の投資先企業とのマッチングイベントを定期的に開催し、ベンチャー企業にとって重要となるネットワーク形成に尽力している。

3点目は「プロフェッショナルな人材の確保(2-③)」である。官民ファンドを集約化した上で適切なインセンティブを設定することが求められる。ドイツでは、ファンドの管理や専門的人材採用の効率化するという目的のもと一元化が実施されている。2018年10月に KfW キャピタルに3つのプログラムが統合された。報酬に関しては、ボーナスシステムを創設当初から儲けている。システムの変更を経て現在では、投資マネージャーについては投資額より回収金額が多ければボーナスとなり、管理部門については勤務年数に応じて利益があった場合にボーナスを支給することでインセンティブを確保している。

4 点目に、人材基盤の構築をより強化するために「人材育成(2-④)」を推進することが求められる。ハイテク起業基金において人材育成に向けた具体的な取り組みは見受けられない。理由として、シード投資を当機構が牽引していくという目的の下、人材の育成よりも既にプロフェッショナルな経験や知見を持った人材を採用することに重点を置いていることが考えられる。職員全体のうち 45%が起業の経験を持ち、52%が研究者出身となっている。

以上のように、ドイツでは民間金融市場だけでは不足するシード段階の投資を牽引する という目的意識の下で取り組みが行われている。次に、ハイテク起業基金がいかにガバナ ンスを確保し、政策目的に沿った運営を行なっているのか第2章で考察した分析基準に沿 って検証する。

## ○立案・決定過程

立案・決定過程での政府との関係については、BBBと同様、政府からの独立性を強く意識した仕組みが取り入れられている。基金内部の専門家チーム<sup>23</sup>による審査の後、投資委員会で審査して投資が決定される。投資委員会には政府からの委託委員が含まれるが、政府の意向とは独立して自らの経験に基づき投資判断を行うよう定められている。個別の投資案件については所管官庁である連邦経済エネルギー省の意向は求めない。投資先に対し

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> 投資分野ごとに専門家が3つのチーム(IT・オートメーション・光学、生命科学・素材。エネルギー、通信・メディア・ソフトウェア)に分けられている。

て月1回現状や数値データ、コスト、流動性等に関する報告書の提出を求め、基金と監査法人が作成した投資先に対する内部監査の報告書を連邦経済エネルギー省に提出する。年1回行われる基金の内部モニタリングは外部監査機関に依頼し、連邦経済エネルギー省に監査結果を報告している。連邦経済エネルギー省は、基金によるスタートアップ企業支援が与える国民経済への影響に関する学術的評価を行うことでモニターとしての役割を担っているものの、経営者の意思決定における政府からの独立性は高い。

日本の官民ファンドと同じように、ハイテク起業基金の一部は政府による出資である。 政府からの独立性は活発な投資活動と収益の向上に寄与する一方で、国民への説明が疎か になる可能性も懸念されている。この点に関してドイツでは、情報開示については投資契 約に基づく守秘義務事項以外は最大限公表すると規定している。

#### ○経営者の意思決定に係る制度

経営者の意思決定に影響を及ぼす制度として、まず報酬制度についてはボーナスシステムを設定している。また、主務省である連邦経済エネルギー省は戦略の策定と監督は行うが、個々の投資決定は基金に任せており、政府が経営者の意思決定に過剰に干渉しないよう制度設計がなされている。

#### ○資金の出所

ファンド運営資金の多くを民間企業が担っている点はドイツの特徴である。民間企業の出資比率は、第一基金が 6%、第二基金が 15%、第三基金が 34%と段階的に増加している。出資企業数を見ても6社、18社、34社と増加しており、多様な民間企業が官民ファンドの取り組みに賛同している。具体的には、ダイムラーや BOSCH、シーメンス等ドイツを代表する企業が出資している。

#### ○民間との協調

イギリスでは人材面における民間企業と政府系ファンドの協調が重視されていた。ドイツでは、前述のように資金面において民間との協調が推進されている。また、産業界との協議の末に基金が創設された背景や基金がシード投資において大きな役割を果たしていることから、現時点で民間市場からの批判的な反応は見られない。

## 3 イギリスとドイツの共通点

以上の分析を踏まえると、イギリスとドイツの官民ファンド類似制度は概ね「成功」の 条件を満たし、本来求められている役割に沿って機能していることが明らかになった。

また、両国に共通する特徴として以下の5点が挙げられる。第 1 に、政策金融機関の子会社という法的枠組みで官民共同出資のファンドが設立され一元化が推進されている点である。イギリスにおいては成長段階に応じて中小企業向けのファンドが設立されており、いずれのファンドも BBB が株式を 100%保有する子会社である。従来は複数省庁が各々ファンドを所有していたが、2014 年に新機構 BBB のもとに一元化した。ドイツでも同様にKfW が企業の成長段階に沿ったファンドを複数所有していた。近年はそれらを新たに設立した KfW の完全子会社に統合した。

第 2 に、ファンドの任務や目的が中小ベンチャー企業支援に絞られている点である。複

数のファンドが存在している場合でも、業種や業界によって分立しているのではなく企業 の成長段階で分けられている。

第3に、ファンドの支援活動に関する立案・決定過程において、政府からの独立性や経営者の自主性が確保された制度設計がなされている点である。イギリス、ドイツ共に個々の投資案件の意思決定に政府が関与する余地はなく、政府は事後評価やモニタリングを行うことでガバナンスを維持している。また、構造的にも監督省庁直結の組織ではなく政策金融機関を介しているため、政府からの距離が確保されている。

第 4 に、民間ファンドと同程度の水準を維持する報酬制度となっている点である。また、 2 国とも業績に連動したボーナスシステムを設定している。民間市場から優秀な人材を採 用するために、インセンティブをもたらす報酬体系の設計が意識されている。

そして第 5 に、民間との協調を重視している点である。イギリスでは人材面での協調が進んでいる。LPファンドの形態を導入することで民間投資家の能力を十分に活用し、官民の人材交流も積極的に行っている。ドイツには資金面での民間企業との協調を重視し、段階的に官民ファンドに協力する民間企業数やファンドへの出資額を増やしている。

## 第4章 日本の事例検証

## 1 日本の事例検証

本章では日本における官民ファンドの分析を行う。まず、法的枠組みや任務・目的を概観する。続いて、本稿では官民ファンドの機能不全を指摘しているが、具体的にどの点で機能不全に陥っているのか「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」に照らし合わせて検討する。そして、ガバナンスのあり方を考察することで機能不全をもたらす原因を明らかにしたい。

## ○法的枠組み

官民ファンドの設立が本格化した起点は、2013 年に長引く円高・デフレ不況からの脱却を目的として閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」である。本対策において「民間投資の喚起による成長力強化」、「中小企業・小規模 事業者・農林水産業対策」、「日本企業の海外展開支援等」、「地域の特色を生かした地 域活性化」等の項目を重点分野として、民間投資を喚起して持続的成長を生み出す成長戦略の実現に向けた施策が盛り込まれたことを背景に、2012 年度から 2015 年度にかけて相次いで官民ファンドが存在し創設された<sup>24</sup>。各省庁が 16 の官民ファンド運営法人を所管し、14 の官民ファンドが存在し

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup>株式会社地域経済活性化支援機構法(平成 21 年法律第 63 号。25 年 3 月 17 日以前は株式会社企業再生支援機構法)、株式会社海外需要開拓支援機構法(平成 25 年法律第 51 号)、国立大学法人法(平成 15 年法律第 112 号)、産業競争力強化法(平成 25 年法律第 98 号)、国立研究開発法人科学技術振興機構法(平成 14 年法律第 158 号。27 年 3 月 31 日以前は独立行政法人科学技術振興機構法)、株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法(平成 26 年法律第 24 号)、株式会社日本政策投資銀行法(平成 19 年法律第 8 5 号)、株式会社海外通信・放送・郵便事業支援機構法(平成 27 年法律第 35 号)等が相次いで制定又は改正された。これらの法律に基づいて国からの出資や貸付け、補助金の交付を受けた株式会社等の

ている(図4-1)。

図 4-1 関係閣僚会議及び幹事会による検証対象の官民ファンド

検証対象の官民ファンド	創設年度	所管府省庁	官民ファンド運営法人	
株式会社産業革新機構 注(1)	平成21年度	経済産業省	株式会社産業革新機構	
株式会社地域経済活性化支援機構 注(1)	21年度 注(2)	内閣府等 注(3)	株式会社地域経済活性化支援機構	
株式会社農林漁業成長産業化支援機構 注(1)	24年度	農林水産省	株式会社農林漁業成長産業化支援機構	
株式会社民間資金等活用事業推進機構 注(1)	25年度	内閣府	株式会社民間資金等活用事業推進機構	
株式会社海外需要開拓支援機構 注(1)	25年度	経済産業省	株式会社海外需要開拓支援機構	
株式会社海外交通·都市開発事業支援機構 注(1)	26年度	国土交通省	株式会社海外交通·都市開発事業支援機構	
株式会社海外通信·放送·郵便事業支援機構 注(1)	27年度	総務省	株式会社海外通信・放送・郵便事業支援機構	
競争力強化ファンド	24年度	財務省	株式会社日本政策投資銀行	
特定投資業務	27年度	<b></b>		
独立行政法人中小企業基盤整備機構 注(1)	10年度 注(4)	経済産業省	独立行政法人中小企業基盤整備機構	
国立研究開発法人科学技術振興機構 注(1)	26年度 注(5)	文部科学省	国立研究開発法人科学技術振興機構	
	27年度 注(6)	文部科学省	国立大学法人東北大学 注(7)	
 	28年度 注(6)	文部科学省	国立大学法人東京大学 注(7)	
官民イノベーションプログラム	27年度 注(6)	文部科学省	国立大学法人京都大学 注(7)	
	27年度 注(6)	文部科学省	国立大学法人大阪大学 注(7)	
耐震・環境不動産形成促進事業	24年度	国土交通省 環境省	一般社団法人環境不動産普及促進機構	
地域低炭素投資促進ファンド事業	25年度	環境省	一般社団法人グリーンファイナンス推進機構	
計14官民ファンド	225	20	計16法人	

出典:会計検査院(2018)

#### ○任務・目的

任務や目的はファンドごとに異なるが、官民ファンドは産業投資の枠組みで提供されており、「政策的必要性が高くリターンが長期的に期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野に、長期リスクマネーの供給(エクイティ、メザニンファイナンス)により、官民の適切なリスク分担の下、民間が負担しきれないリスクを政府が負担し、民間金融による資金供給を促す『質的補完』の役割を発揮」(財務省 2019)するという題目で創設されている。その上で各官民ファンドは各々の設置根拠法に基づいて任務や目的を掲げている $^{25}$ 。

#### ○条件

「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を官民ファンドが満たしているのか制度や事例をもとに分析する。

まず、政府による金融部門への介入の妥当性を担保するための条件を満たしているか検討する。1 つ目の条件は「民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供(1-①)」を担うことである。長期金融の実現を判定する要素として、民間ファンドよりも長期の存続期間を設定しているか否かが重要となる。時限措置に関して、2019年10月に公表された「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」

法人が官民ファンド運営法人として制定された(会計検査院 2018:1)。

<sup>&</sup>lt;sup>25</sup>詳細は会計検査院 (2018: 17) を参照。

(官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会)によると、官民ファンドとして認定される 14 の機構のうち 9 の機構において  $10\sim20$  年の設置期限が明記されている $^{26}$ 。 残る 5 機構については期限が決められておらず、 $5\sim10$  年を目処に根拠法に基づいた見直しが定められており $^{27}$ 、いずれにしても長期金融を前提とした制度設計となっている。

2つ目は「情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供(1-②)」を担うことであり、情報の非対称性が生じやすい市場への資金供給に特化する必要性がある。政府は民間投資の状況を踏まえた上で、日本経済の課題を「新産業の創出」と「ビジネスの新陳代謝の促進」、「日本企業の海外展開」に特定した。各省庁は所管している官民ファンドの投資対象市場を上記の課題に即して設定している。そのため、制度としては民間だけでは担いきれない市場への投資を想定しているものの、各省庁がそれぞれ政策目的を掲げており投資対象が多角化している実態も否めない。

以上のように、政府による金融部門への政治介入の妥当性を担保するためには「民間金融だけでは担いきれない高リスク事業に対する適切な長期金融の提供」と「情報の非対称性による信用割当が生じている状況での適切な金融の提供」を満たす必要があり、日本の官民ファンドは少なくとも制度上ではこれらの条件を満たしていると言えるだろう。続いて官民ファンドに求められる役割から導き出される4つの条件について考察する。

1 つ目に「財政再建と両立する経済の活性化(2-①)」が求められる。前述の通り、一部の官民ファンドでは投資実績の低調により累積損失が生じている状況にあるものの、全体で累積損益はプラスとなっている。累積損失を生じている個別ファンドへの批判を受け、財務省は「今後の産業投資について」(2019 年 6 月公表)において、「収益性については、投資として必要なリスクテイクを行いつつ、産業投資全体として収益性を確保することが重要である。そのために、産業投資は、産投機関の個別の収益性についても、適切にガバナンスを行う必要がある。」と記載している。その上で、「産業投資全体の収益性について管理を行うとともに、産投機関の収益性について、産投機関との事前の取決め等を通じて管理を行っていくことが必要である。また、産投機関の収益性に課題が生じた場合の対応についても、予め枠組みを構築しておくことが必要である。」と述べているが、具体的な取り組みは推進されていない。また、官民ファンドに対する民間企業による出資比率の伸びは横ばいとなっており、民間資金の共同融資の誘発も進んでいない。

2 つ目の役割として「ベンチャーエコシステムの拡大(2-②)」に寄与することが挙げられる。まず設置期限に関しては、前述の通り 14 の機構のうち 9 の機構において  $10\sim20$  年の設置期限が明記されているものの、残る 5 機構については期限が決められていない。長期的な金融支援と民間市場への介入からの撤退のバランスを取ることは難しく、すべての官民ファンドに設置期間が設けられている訳ではない。

3 つ目は、「プロフェッショナルな人材の確保 (2-③)」である。人材を効率的に集めるためには、官民ファンドを集約化した上で優秀な人材を惹きつけるに値するインセンテ

\_

<sup>&</sup>lt;sup>26</sup> (株)産業革新投資機構、(株)INCJ、(株)地域経済活性化支援機構、(株)農林漁業成長産業化支援機構、(株)民間資金等活用事業推進機構、官民イノベーションプログラム、(株)海外需要開拓支援機構、特定投資業務((株)日本政策投資銀行)、(株)海外通信・放送・郵便事業支援機構の9機構(内閣官房 2019「官民ファンドの運営に係るガイドラインに夜検証報告(第 11 回)」参照)

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> (株)中小企業基盤整備機構機構、耐震・環境不動産形成促進事業 ((一社)環境不動産普及促進機構)、(株)海外交通・都市開発事業支援機構、国立研究開発法人科学技術振興機構、地域低炭素投資促進ファンド事業 ((一社)グリーンファイナンス推進機構) の 5 機構 (同上)

ィブを設定することが不可欠である。しかし、日本においては省庁ごとに官民ファンドが 分立しており、海外の一元化の流れと比較しても官民ファンド再編は大きく遅れを取って いる。さらに、報酬面に関しては「経営者の意思決定に係る制度」の分析において詳しく 記述するが、民間ファンドと同水準の報酬の設定には至っておらず、十分なインセンティ ブの設定がなされていない。

4 つ目に、リスクマネー供給の必要性を認識された上で創設されたプログラムであることを踏まえ、人材基盤の構築をより強化するために「人材育成(2-④)」を推進することが求めらる。日本においても人材育成が求められていることは認識されているものの、具体的な取り組みには至っていない。

以上のように、「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」に関しては日本では十分に満たされてるとは判断できず、「成功」の定義には当てはまらない。また、1 つ目の仮説に「政府が金融市場に介入すべき理論的根拠」から導き出される部分に関してはある程度条件が満たされていることを掲げた。分析の結果、制度上では確かに長期金融の実現や情報の非対称性の解消を意識した取り組みとなっているものの、実態としては満たされていない現状が明らかになった。

#### ○立案・決定過程

立案・決定過程における制度設計は政府とファンドの関係は独立性や自主性を重視したものとはなっていない。官民ファンドが行う直接・間接支援の投資対象の決定について、各ファンドが判断した上で、政策目的に関する基準に適合しているか主務大臣の立場から関与することが原則定められている。運営法人は、投資部等の担当部署を設置して支援業務を行い、投資決定に至る一般的な流れは以下のような流れになっている。案件発掘は主に金融機関からの相談や事業者からの依頼により行われ、最終的な支援決定をファンド内部の支援決定機関に委ねられている。決定機関の審議に至るまでに、独立した立場の社外の実務経験者を委員に加えた複数回の審議を行う。投資案件の決定における政府の関与の状況は組織形態ごとに異なり、支援決定時に主務大臣への報告を要するファンドから出資額によって事後報告を容認されているファンドなど多岐にわたる。

株式会社の形態をとる農林漁業成長産業化支援機構、海外交通・都市開発事業支援機構、 海外通信・放送・郵便事業支援機構の 3 法人は、支援決定を行う場合に主務大臣の認可を 必要とすることが設置根拠法で定められている。主務大臣は、支援基準に適合しているか 審査したうえで認可を決定する。海外交通・都市開発事業支援機構、海外通信・ 放送・郵 便事業支援機構は、海外インフラ支援など活動内容の特性上、外交・対外経済政策におけ る関係機関との連携を必要とするという理由で、主務大臣が外務大臣、財務大臣、経済産 業大臣と事前協議を行った認可を行う必要がある。主務大臣の認可を必要としないファン ドにおいても、支援決定に際して主務大臣に意見を述べる機会を提供することや報告する こと、所管官庁職員の支援決定審査委員会へのオブザーバーとしての参加が設置根拠法で 定められている。このように日本では官民ファンドの意思決定に際して主務大臣や所管官 庁の関与が求められる。その中で産業革新機構(INCI)に関しては、基本的には主務大臣 の意見聴取が必要と規定されるものの、ベンチャー企業に対する支援においては迅速性が 重要という理由から、出資総額が10億円以下であるなど一定の条件を満たしている場合に 限り事後報告が認められている点が特徴的であった。さらに、改正産業競争力強化法を基 に INCI を改組して 2018 年9月に設立された産業革新投資機構 (JIC) では、個々の投資 案件で所管する経済産業大臣の意見聴取を必要としない。ファンドの自主性を尊重して事

後評価や成果主義を徹底することで、意思決定の迅速性や柔軟性の実現を図る制度設計となっていた。

#### ○経営者の意思決定に係る制度

海外事例の分析では、経営者の意思決定全般に影響を及ぼす制度・慣行として報酬制度 を取り上げた。日本では政府からの出資を主要な原資とする官民ファンドの報酬に対する 議論は後を絶たない。会計検査院による業務状況報告を参照すると、各ファンドの人件費 は明記されているものの、各ファンドが設計している具体的な報酬制度は明らかにされて いない。農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)では、2018年度末に 92 億円の累計損失 を計上している状況下でも、運用成績に関係なく役員報酬や退職慰労金を固定額で支払っ ていた制度が問題となった。これを受けて2019年6月に業績連動による役員報酬の導入が 検討されていることを農林水産省が明らかにした。JIC においては、当初役員に対して年 間 1550 万円の基本報酬給に加えて、短期業績連動報酬を最大 4000 万円、長期業績連動報 酬を原則最大 7000 万円支払う報酬案が経済産業省によって提示され、JIC の取締役会にて 決議された。制度上では経営陣の報酬は年間 5500 万円程度となり、業績によっては 1 億円 を超える可能性もあった。省庁所管団体の幹部の報酬が、省庁の事務次官(約 2300 万円) や日本銀行総裁(約 3500 万円)の年間報酬を大きく超えることは異例であり、官民ファ ンドの報酬に関する議論が巻き起こった(『朝日新聞』2018.11.3)。その後、報酬案に対 する批判的な報道や高額報酬問題を受けて経産省が取締役会の決議を白紙撤回し、前述の 通り IIC 自体の活動休止へと繋がった。

また、報酬制度だけでなくファンド運営に対する監督や評価、人事権のあり方も経営者 の意思決定に大きな影響を与える。官民ファンド運営法人に対する監督は、設置根拠法等 において所管官庁が行うことが原則となっているが、運営法人の形態ごとに監督省庁によ る認可や評価のあり方が異なる28。政府出資株式会社 8 法人は、設置根拠法において主務 大臣が監督し、監督上必要な命令を行うことができると規定されている。8 法人のうち政 府系金融機関である株式会社日本政策投資銀行を除く7法人では、取締役及び監査役の選 任や解任、予算の決定等には主務大臣の認可を必要とすることが定められている。日本政 策投資銀行の人事や予算承認に関しては、主務大臣の認可が必要な役員人事は代表取締役 等の選定と解職に限定され、予算の決定に認可を必要としない。独立行政法人2法人につ いては、独法通則法において業務全般に関する国の監督の規定は定められていない。業務 運営が著しく適性を欠く場合や毎事業年度の業務実績評価に基づいて必要がある場合など の限られた状況で、主務大臣が業務運営の改善を命じることが可能となっている。法人ト ップの人事権や目標設定権は主務大臣にあり、主務大臣の任命を受けた上で目標に向けて 法人が自主的に業務を運営する。主務大臣は法人の業務実績を事後的に評価し、目標期間 の終了時点で業務の見直しを行う。国立大学4法人に関して、国立大学法人法において業 務全般に対する国の監督規定はない。法令に違反する行為がある場合には、文部科学大臣 が必要な措置を講じることが求められている。基金設置法人 2 法人は、基金を設置するた めの補助金の交付申請を国に対して行い、国が当該交付申請に対して交付の有無と交付額 を決定する。補助金によって基金を創設しているため、主務大臣等はファンドの業務の実 施について基金設置事業の交付要綱を基に必要な措置や勧告、助言、援助を行うことが可

-

<sup>&</sup>lt;sup>28</sup> 官民ファンド運営法人には①株式会社(8 法人)、②独立行政法人(2 法人)、③国立大学法人(4 法人)、④一般社団法人(2 法人)の4つの組織形態がある。

能となっている。役員人事に関しては、国が関与することはない。

## ○資金の出所

ファンド資金については、2016 年度末時点では官民ファンド全体に対する出資 1 兆 13 億円のうち政府出資が 78%を占めている。政府出資金等 7812 億円のうち、政府出資金は一般会計が計 1211 億円、財政投融資特別会計が計 5365 億円の合計 6577 億円となっている。一方、民間出資は 551 億円、自己資金は 1650 億円であった。2019 年度末には、ファンド全体への出資額は 1 兆 2666 億円を計上した。そのうち政府からの出資は 9180 億円(全体に対する出資割合 72.5%)、民間からの出資額は 3486 億円(27.5%)に上る。

## ○民間との協調

官民の協調は十分に推進されているとは言い難い。資金面に着目すると、官民ファンドの投融資が呼び水となった民間からの投融資額は 2019 年末に約 4 兆 3566 億円を計上しており、官民ファンドによる実投融資額を大きく上回っている(会計検査院 2019: 2)。しかし、前節で確認した通り官民ファンドに対する出資比率の伸びは横ばいとなっている。

## ○産業革新投資機構(JIC)をめぐるガバナンス問題点

ここで、JIC の一連の休止騒動について取り上げる。JIC は設立以前に認識されていた官 民ファンドの課題を解消しうる存在として構想されていた。しかし、政府と民間出身経営 者とのガバナンスをめぐる対立を背景に頓挫した背景を持つ。日本が抱える本質的な課題 を探るために重要な事例として、騒動について整理したい。

JIC の前身組織である INCJ は 2009 年 7 月、オープンイノベーションの推進を通じた次世代産業の育成を目指し、革新性を有する事業に投資することを目的に 2024 年度末までの起源で設立された。2016 年度末までに 114 件の支援を手がけ、1 兆 2483 億円の利益を上げた。しかし、その利益は半導体大手のルネサスエレクトロニクスの株式含み益が大半を占めていた。また、本来の目的であるベンチャー投資では、100 件の投資案件のうち資金を回収できたのは 2 割弱にとどまった。液晶大手のジャパンディスプレイなど経営不振企業の救済色の強い案件で収益を確保し、設立時に期待された先端技術を持つ企業支援という役割からの乖離が見られた<sup>29</sup>。そうした中、経済産業省は 2017 年 12 月に INCJ を改組する方向を打ち出し、産業競争力強化法を改正する形で新機構 JIC を設立した。旧機構と異なり個々の投資案件に所管の経済産業省の意見聴取を必要とせず、より政治からの独立性が担保された。国際的な視野や活動能力、活動実績のある人材を経営陣や実行部隊に配置し、グローバルトップレベルの政府系長期リスクキャピタルを目指した。

しかし、2018 年 12 月田中正明社長ら民間出身の取締役 9 人が一斉に退任し、JIC は事実上の休止状態に入った。原因として、報酬問題をきっかけとした経産省と取締役の対立があった。JIC が経産省に申請した経営陣の報酬案を経産省が認可しなかったことが信義則違反に当たるとして、ファンドの運営方針を巡って同省と JIC 経営陣の軋轢が強まり、その後の両者の話し合いは進展せず辞任表明に至った(『日本経済新聞』2019.10.4)。報酬問題が深刻化した背景には前身 INCJ における高額報酬への批判と日産自動車のカルロス・ゴーン元会長の逮捕の影響が考えられる。

当初 JIC は、経済産業省官房長が JIC に提示した文書をベースに固定給 1500 万円程度に

<sup>&</sup>lt;sup>29</sup>産業投資機構 (INCJ) の実績や問題点については、中田 (2017) を参照。

業績連動報酬を加えて 1 億円超も可能とする報酬規定を 2018 年 10 月の取締役会までに決 定した。報酬体系に関しては、田中元社長による INCI の詳細な業績連動報酬の開示要求 に対して嶋田隆経産次官が難色を示すなど取締役と所管省庁である経済産業省との間で議 論がなされていた。世耕経産相(当時)は「優秀な人材をしっかり確保するための一定の 相場観はある」と容認の姿勢を見せていたが、11 月上旬に高額報酬が発生しうる報酬体系 が報道されると経産省は従来の方針を転換した。菅官房長官は「1億円を超えるのは、ま ずいんじゃないの。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)でも、3 千万円くらいでし ょ。」と発言して否定的な考えを示し、取締役と経産省間で取り決められた報酬体系を事 実上却下した。同時期の11月19日、カルロス・ゴーン元日産自動車会長が逮捕されたこ とを契機に IIC の報酬体系に対する政府からの批判は更に強まった。巨額報酬を原因とす る逮捕劇を背景に首相官邸は「高額報酬は世論の理解が得られない」と懸念を示した。こ れを受けて経産省は IIC に報酬案の白紙撤回を申し入れ、最終的に GPIF 理事長並みの 3150 万円に引き下げるよう提案した。報酬以外にも JIC の運営に経産省の関与を強める内 容も合わせて求めたことから、「政府全体としての明確な指針がなく、途中で(方針が) 変わることに問題がある | として 12 月 10 日に民間出身の取締役9人が全員辞任し、新規 投資の凍結と事実上のファンドの休止が発表された(『日本経済新聞』2018.12.29)。

## 2 日本における官民ファンドの本質的な課題

本節では、イギリス、ドイツ、日本の事例分析を踏まえて「なぜ日本では官民ファンドが機能不全に陥っているのか」と言う問いに対する解を検討したい。

「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」を各国が満たしているか検討した結果、以下の図 4-1 のようになった。各国とも政府が金融市場に介入する理論的な根拠から導き出される条件(1-2、1-2)については満たしていることが明らかになった。一方、官民ファンドに期待されている役割から導き出される条件は各国でばらつきが見られた。とりわけ日本は他の2カ国と比べて大きな遅れをとっている部分も多く機能不全が目立つ。

図 4-1 各国の官民ファンド類似取り組みの現状

	日本	イギリス	ドイツ
1-①			
高リスク事業に	$\circ$	$\circ$	0
対する長期金融			
1-2			
情報の非対称性の	$\circ$	$\circ$	$\circ$
解消			
2-①			
財政再建と両立する	$\triangle$	$\circ$	$\circ$
経済活性化			
2-②			
ベンチャー	$\circ$	$\circ$	$\circ$
エコシステムの拡大			

2-③ プロフェッショナル 人材の確保	×	0	0
2-④ 人材育成	×	0	Δ

出典:筆者作成

「成功」のための条件と日本の事例を照らし合わせ、さらに欧州の 2 カ国比較した結果、 日本の本質的な課題として以下の 3 点が考えられる。 1 点目は、欧州におけるファンドー 元化の流れと日本の官民ファンドの現状が相反している点である。イギリスとドイツでフ ァンドが政策金融機関の 100%子会社として統合されている一方、日本では各省庁が独自 にファンドを所管している。官民ファンドが機能するための条件の 1 つに「プロフェッシ ョナルな人材の確保」が挙げられるが、実現には人材の効率化を図って官民ファンドをあ る程度集約化することが不可欠である。さらに、集約化は人材面だけでなく投資管理や間 接部門の効率化にも繋がり、欧州では一元化が肯定的に評価されている。一元化が実際に は進展していないものの、日本においても課題としての認識はなされている。財務省は、 「経済・産業構造が急速に変化する中で、投資分野が限定された産投機関を通じて投資を 行おうとした場合、案件形成、案件形成後の機動的な事業構造の見直し、企業サイドにと って一元性のある支援、及び投資人材の確保等において困難が生じたり、間接部門の重複 による非効率化を招いたりしていると指摘されている。こうした課題や海外での取り組み 状況を踏まえれば、我が国においても、より高い政策効果の発揮や効率化につながると見 込まれる場合には、産投機関のあり方の見直しを検討すべきである」(財務省 2019: 16) と問題意識を明らかにしている。

2点目は、官民ファンド全体を概観した場合に任務・目的が多岐にわたることである。イギリスとドイツにおいては、成長段階に応じた中小ベンチャー企業への投資に目的が限られている。日本では、各省庁が所管業務の内容に沿った目的をファンド毎に設定している。会計検査院は 2018 年度の報告書にて「官民ファンドの支援対象分野については、同一の事業者に対して重複して支援が実施される可能性があることから、支援の実施に当たり、一層効率的、効果的に取り組む観点から、引き続き官民ファンド間の情報交換、投資手法等の共有等に勤めることが望ましい」(p. 8)と述べている。この点に関しても前述の一元化と同様に課題として認識がなされているものの、具体的な取り組みが進んでいない。

3点目に、政府からの独立性やファンドの自主性が確保されていない点である。一例として個別投資案件の決定に関して、イギリスとドイツと比較すると日本では所管官庁や主務大臣の関与が強い。要因として、他国では親会社である政策金融機関を介している一方、日本においては所管官庁の下に直接的に設立されている構造的な問題も考えられる。民間出資額や JIC の報酬案撤回の事実等から考察すると、他国と比べて官民ファンドの運営にあたって民間の自主性を尊重する意識が政府に欠如している。あくまで政府が掲げた目標に向けて設定した政策を実現するためツールという認識が強く、政府によるコントロールを重視している。国の財源を使用しているため、国による一定のコントロールは必要である。しかし、補助金や行政指導とは異なり、官民共同で出資しているというメリットを生かして機能するためには、政府からの独立性を強めることが不可欠である。

## 終章

## 1 本稿のまとめ

本稿のリサーチクエスチョンは「なぜ日本では官民ファンドが機能不全に陥っているのか、官民ファンドが『成功』するための条件とは何か」であった。この問いに対する解を導き出す上で、まず本稿では官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件やガバナンスの分析において着目すべき点を検証した。先行研究において理論的根拠に基づいた分析が不足していることを踏まえ、官民ファンド一般に適用しうる成功の条件や分析基準を考察した。

これらを踏まえ次のような仮説を提示した。1つ目に、複数のファンドの機能や役割が重複していることが官民ファンド全体の非効率性をもたらしている。2つ目に、「立案・決定過程」や「経営者の意思決定に係る制度」における政府の認識不足が機能不全に陥っている本質的な原因である。

そこで第3章以降では、イギリスとドイツの類似取り組みと日本の官民ファンドを分析し、仮説を検証した。第3章ではイギリスとドイツの事例を検証した。「官民ファンドが本来の役割に沿って機能するために満たすべき条件」と各国の取り組みを照合したところ、両国とも概ね条件を満たしており「成功」していると判断できた。また、上記 2 カ国の共通点として「政策金融機関の子会社という法的枠組みで官民共同出資のファンドが設立され、一元化が推進されている」、「ファンドの任務や目的が中小ベンチャー企業支援に絞られている」、「ファンドの支援活動に関する立案・決定過程において、政府からの独立性や経営者の自主性が確保された制度設計がなされている」、「民間ファンドと同程度の水準を維持する報酬制度となっている」、「民間との協調を重視している」という 5 点が明らかになった。

第4章では日本の事例を検証した。官民ファンドが現状に至るまでの経緯や制度設計を概観すると「成功」の条件が満たされている状況とは言い難い。また、特に財政再建との両立や人材面で機能不全に陥っていることが明らかになった。機能不全に至る要因は、イギリスとドイツと比較すると以下の3点が導き出された。1点目は、ファンド一元化の流れと日本の官民ファンドの現状が相反していること。2点目は、官民ファンド全体を概観した場合に任務・目的が多岐にわたること。そして3点目は、政府からの独立性やファンドの自主性が確保されていないことである。特に3点目に関しては上記2点の課題を解消する可能性を有していた産業革新投資機構が失敗に至った原因でもあり、より本質的な課題と考えられる。

以上のように、仮説として提示したファンドの重複問題や政府のガバナンス認識不足が、日本において官民ファンドが機能不全に陥っている原因であることが海外事例との比較を行った上でも明らかとなった。重複問題は、先行研究において指摘されていた課題でもあった。近年の欧州における統合改革や日本の官民ファンドをめぐる動向を踏まえた上でも、依然として機能不全の要因であることが明確になった。政府のガバナンスに対する認識の欠如に関しては、立案・決定過程おける制度や経営者の意志決定に影響を与える制度、JICの一連の騒動に着目することで、ガバナンスの問題点をより詳細に考察した。従来は、いかに国がプリンシパルとしてファンド経営者をコントロールしていくべきかという視点が重視されてきた。本稿では、立案・決定過程における制度の海外事例との比較や JIC がファンド活動を開始する以前に所管官庁との対立によって休止に至った事実を通して、いか

にエージェントであるファンドに政策実現を委託していくべきか、というより事前の段階 におけるガバナンスの重要性を指摘した。

## 2 今後の課題

最後に本稿の課題として、次の 2 点を挙げる。 1 点目は、仮説に関する課題である。官 民ファンドやその類似制度は世界的には普遍的な取り組みではない。そのため、仮説が事 例依存的になってしまっている点は否めない。

2点目は、各国の取り組みの成否を「条件」と照合した上で考察したが、判断に使用した材料に関する課題である。日本の事例に関しては、政府が設定したガイドラインや報道を参考に、制度だけでなく実際の運営状況を鑑みてある程度判断することができた。しかし、イギリスやドイツの場合情報不足からホームページや日本政府が公表した情報に限られ、実態の分析まで至らなかった。特に、本稿では「経営者の意思決定に係る制度」をファンドが機能するための重要な要素としていたが、海外事例においては報酬制度以外の人事権等の制度を把握することができなかった。

3 点目は、分析枠組みに関する課題である。本稿では、先行研究が理論に基づいていないことやガバナンス論が分析ツールとして十分に発達していないことを理由に、官民ファンドの成功に必要な条件やガバナンス分析基準を独自に考察し理論化した。まず、政府が金融市場に介入する理論的根拠、介入する上で官民ファンドという形態を選択する理論的根拠を考察することで官民ファンドが本来の役割に沿って機能するための条件を導出した。ガバナンスに関しては、先行研究や従来のガバナンス論を参考に分析上に着目すべき点を考察した。これらに加えて、官民ファンドのガバナンスを検討する際に財政出動時のガバナンスや民間ファンドで取り組まれているガバナンスについても考察することで、より一般的な分析基準を設定に繋がった可能性が指摘できる。

## 参考文献

#### 1次資料

- A.T.カーニー株式会社(2017)「経済産業省 平成28年度産業経済研究委託事業(リスクマネー供給および官民ファンド等に関する国際比較調査研究)」
  - < https://www.meti.go.jp/meti\_lib/report/H28FY/000391.pdf>2019 年 10 月 14 日最終アクセス
- 会計検査院(2018)「官民ファンドにおける業務運営についての報告書(要旨)」
  - <a href="https://www.jbaudit.go.jp/pr/kensa/result/30/pdf/300413\_youshi\_02.pdf">https://www.jbaudit.go.jp/pr/kensa/result/30/pdf/300413\_youshi\_02.pdf</a> > 2019 年 12 月 28 日最終アクセス
  - -----(2018)「会計検査院法第 30 条の 2 の規定に基づく報告書『官民ファンドにおける業務運営の状況について』」

- 経済改革研究会(1993)「経済改革について」
- 経済財政諮問会議(2002)「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」
- 経済産業省(2018)「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会取りまとめ」
  - < https://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180629003/20180629003.html>2019 年 10 月 13 日アクセス
- -----(2018)「平成 30 年度株式会社産業革新投資機構の業務の実績評価について」 <https://www.meti.go.jp/policy/jigyou\_saisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/pdfhyouka\_fy30 jic.pdf > 2019 年 12 月 22 日最終アクセス
- 財務省(2019)「今後の産業投資について」、財政制度等審議会 財政投融資分科会(2019年6月14日公表) <
  - https://www.mof.go.jp/about\_mof/councils/fiscal\_system\_council/sub-
  - of\_filp/proceedings/proceedings/zaito300531\_gijiroku.pdf>2019 年 12 月 27 日最終アクセス
- 財務省(2018)「財政制度等審議会財政投融資分科会 議事録」、財政制度等審議会財政投融資分科会(2018年5月31日公表)
- 財務省理財局(2018)『財政投融資レポート 2018』
- 財務省理財局(2015)「ドイツにおける財政投融資類似制度」
  - <a href="https://www.mof.go.jp/about\_mof/councils/fiscal\_system\_council/sub-">https://www.mof.go.jp/about\_mof/councils/fiscal\_system\_council/sub-</a>
  - of filp/proceedings/material/zaitoa270622/1-2.pdf>2019年12月27日アクセス
- 首相官邸(2013)『日本再興戦略-JAPAN is BACK-』、日本経済再生本部
  - < https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\_jpn.pdf>2019 年 11 月 19 日 最終アクセス
- 内閣官房(2014)「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」、官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会
  - <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin\_fund/pdf/kenshohoukoku\_dai1.pdf>2019 年 12 月 3 日最終アクセス
- ――――(2019)「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第 11 回)」、 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会
  - <a href="https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin\_fund/pdf/kenshohoukoku\_dai11.pdf">https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin\_fund/pdf/kenshohoukoku\_dai11.pdf</a>> 2019 年 12 月 3 日最終アクセス
- 内閣府(2018)『規制改革実施計画』
  - <a href="https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/publication/180615/keikaku.pdf">https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/publication/180615/keikaku.pdf</a>>2019年12月3日最終アクセス
- ———(2018)『年次経済財政報告 平成 30 年度』、pp.266-267
- 日本銀行(2019)「資金循環統計(速報) (2019年第2四半期)」
  - <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sj.htm/>2019 年 10 月 14 日最終アクセス
- 日本銀行調査統計局(2019)「資金循環の日米欧比較」
- <a href="https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf">2019 年 10 月 14 日最終アクセス日本経済新聞</a>
- KfW Capital official Web site," Investment Focus of KfW Capital / ERP VC Funds Investments", <a href="https://kfw-capital.de/en/>2020年1月17日最終アクセス">https://kfw-capital.de/en/>2020年1月17日最終アクセス</a>

## 2次資料

アクセス

- 秋山和宏・岩崎正洋(2011)『国家をめぐるガバナンス論の現在』勁草書房
- 池尾和人(2002)「公的金融の在り方」、内閣府経済社会総合研究所、第8回 ESRI 経済政策フォーラム(2002年6月11日)、
  - <a href="http://www.esri.go.jp/jp/workshop/forum/020611/kicho81.pdf">http://www.esri.go.jp/jp/workshop/forum/020611/kicho81.pdf</a>>2019 年 11 月 15 日アクセス
- 石井芳明(2011)「ベンチャー政策評価の事例研究: ベンチャーファンド事業によるリスク 資金供給の有効性」、経済産業研究所、RIETI Policy Discussion Paper Series 11-P-016 岩本康志(2001)「日本の財政投融資」、『経済研究』、52(1)、pp. 2-15
- 薄井繭実(2016)「官民ファンドの現状と課題」、『立法と調査』、383、pp. 38-48
- 佐川泰弘(2000)「ヨーロッパにおけるマルチレベル・ガバナンス」、岩崎正洋・佐川泰 弘・田中信弘編『政策とガバナンス』pp. 75-95、東海大学出版会
- 進邦徹夫(2003)「日本におけるガバメントとガバナンス」、岩崎正洋・佐川泰弘・田中信 弘編『政策とガバナンス』pp. 15-38、東海大学出版会
- 鈴木正明(2019)「ベンチャー支援官民ファンドの意義と課題」、『証券アナリストジャーナル』、57(11)、pp. 16-25
- 武田紀久子(2018)「ソブリン・ウェルス・ファンド〜「サンティアゴ原則」から 10 年を経た現状と課題〜」、公益財団法人 国際通貨研究所
  - <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2018/NL2018No\_7\_j.pdf>2019 年 12 月 24 日 最終アクセス
- 田中信弘(2003)「コーポレート・ガバナンスにおける『監視』と『信頼』」、岩崎正洋・佐川泰弘・田中信弘編『政策とガバナンス』pp. 97-121、東海大学出版会
- 田中秀明(2015)「官民ファンドのガバナンス―政府による産業投資の可能性と限界」、じ 『中長期的にみたわが国公的金融のあり方』、pp. 61-105、金融調査研究会
- 戸政佳昭(2000)「ガバナンス概念についての整理と検討」『同志社政策科学研究 = Doshisha University policy & management review 』(2), pp. 307-326, 2000-12-20
- 冨山和彦(2014)『「質的補完」分野における産業投資のリスクと課題』、財政制度等審議
- ――――(2017)『官民ファンドの課題』、財政制度等審議会
- 中里幸聖(2015)「政策金融機関の設立、改革、見直し、その狙い」、『金融』、2015 年 3 月号、pp. 14-19
- 中田行彦(2017)「官民ファンドの功罪—産業革新機構とシャープ、ジャパンディスプレイ、東芝の事例から」、『年次学術大会講演要旨集』、32、pp. 835-830
- 丹羽恵久(2018) 『第 4 次産業革命時代におけるグローバル経済の動向とリスクマネー供給の在り方について』、「経済産業省 平成 2 9 年度産業研究委託事業最終報告書」、<a href="https://www.meti.go.jp/meti\_lib/report/H29FY/000275.pdf">https://www.meti.go.jp/meti\_lib/report/H29FY/000275.pdf</a>>2019 年 10 月 16 日最終
- 保志泰・神尾篤史(2014)「リスクマネー供給の現状と課題—国際比較でみた直接・間接の供給パイプ」、『大和総研調査季報』、2014 年春季号、No15、pp. 56-79
- 正村俊之(2016)「新公共管理後のガバナンスと情報問題」、『社会情報学』第 4 号 2 号、pp. 39-53 <a href="https://www.jstage.jst.go.jp/article/ssi/4/2/4\_39/\_article/char/ja/">https://www.jstage.jst.go.jp/article/ssi/4/2/4\_39/\_article/char/ja/</a> 2019 年 12 月 12 日最終アクセス
- 松浦茂(2019)「官民ファンドの動向と課題」、『レファレンス』、816、pp. 47-71

宮川公男・山本清(2002)『パブリック・ガバナンスー改革と戦略』日本経済評論社 -----(2009)『行政サービス供給の多様化』多賀出版