

2018年9月12日
No.2018-10

英国、ドイツの官民ファンドの現状と 改革の方向

— 官民ファンドの統合と民間との協調が進展 —

理事長 翁 百合

《要 点》

- ◆ 2018年秋、産業革新機構が改組され、新たに産業革新投資機構が立ち上がる予定となっている。現在、わが国では、いわゆる「官民ファンド」は省庁毎に14も設立され、成長戦略に照らした一定の役割を果たしているとの評価もある一方、ガバナンスやその投資パフォーマンス等、様々な課題も指摘されるようになっている。
- ◆ 英国とドイツにも、日本と類似の官民ファンドが存在しているが、特に、両国の官民ファンドは、近年シード段階、スタートアップ段階のハイテク関係などのベンチャー企業への投資を積極化している。また、最近はそれら官民ファンドについては、二つの改革の流れがある。
- ◆ 第一に、官民ファンドの統合の動きが進捗しつつある。英国では、多くの官民ファンドの組織やプログラムが2014年にBritish Business Bankとよばれる持ち株会社のもとに統合した結果、投資機能の向上、組織の効率化、人材の獲得、利用者の利便性向上などの面で効果が出始めている。ドイツでは、近年KfW（ドイツ復興金融公庫）とよばれる政策金融機関のもとで、2005年からシード段階の企業に積極的に投資を行っている官民ファンドであるハイテク起業基金が、その他に存在していた2つのプログラムと2018年内に統合されることが決まっている。ドイツにおける統合に向けた動きの背景にも、ベンチャー企業から成長段階までの投資を連続的に支援することで、投資機能を強化していこうという目的がある。
- ◆ 第二に、民間資金の活用拡大への取組みが本格化している。英国の官民ファンドは、Limited Partnershipとよばれるスタイルで民間ファンドや民間ベ

ンチャー・キャピタルに出資するスタイルが多いほか、近年増加しているチャレンジャーバンクやフィンテック系の PtoP レンダーとも連携・協力して中小企業支援を行っている。ドイツでは、ハイテク起業基金自体に対する民間企業の出資が拡大しているほか、ハイテク起業基金が出資した企業が成長した段階で、民間企業からの追加投資を促すべく、ベンチャー企業の成長に必要なネットワーク形成に尽力している点が特徴的である。

- ◆ わが国でも官民ファンドの再編に向けて動き出すところであるが、英国とドイツの現状に照らすと、①人材の集約、間接部門の重複の回避といった点からも 14 ある官民ファンドの統合、または統合的運用を目指していくことや、②民間の投資家をもっと積極的に呼び込み、ベンチャー企業とのビジネス・エコシステムを形成することに一層配意していくことが望ましい、と考えられる。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、理事長・翁百合宛にお願いいたします。

Mail okina.yuri@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

2018 年秋、産業革新機構が改組され、新たに産業革新投資機構が立ち上がる予定となっている。現在、いわゆる「官民ファンド」は省庁毎に 14 も設立され¹、成長戦略に照らした一定の役割を果たしているとの評価もある一方、ガバナンスやその投資パフォーマンス等、様々な課題も指摘されるようになってきている²。

本稿では、筆者が 2018 年 2 月に実際に訪れた英国とドイツの官民ファンドの改革の状況の概要を紹介しつつ、その後の動向も踏まえて日本への示唆を探る。

1. ドイツと英国の官民ファンド改革で特筆すべき点

ドイツ、英国の両国は、欧州の中でも最近「官民ファンド」（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ことによって、産業等の支援を行っているファンド）の改革を進めている最先端の 2 カ国といえる。欧州では、このほかにも歴史的に企業への政府の関与の強いフランスなどで、官民ファンドは積極的に活用されている。

ドイツと英国の官民ファンドの最近の動向として、特筆すべき点として、以下の 3 点が指摘できる。

- (1) シード段階など、ベンチャー企業向けのエクイティ投資が積極化している。
- (2) 投資機能の向上、人材確保、組織の効率化のために、ファンドを一元化する動きが進展しつつある。
- (3) 両国の官民ファンドは、ベンチャー育成のための民間投資家とのエコシステム構築をサポートする対策を講じており、民間投資家育成を意識した取り組みを講じている。このため、いわゆる民業圧迫論のような議論は少ない。

以上のような点を念頭に両国の官民ファンドの状況を具体的に見ていくこととしよう³。

2. ドイツにおけるハイテク起業基金の取組みとファンド一元化の動き

(1) ハイテク起業基金設立の背景とベンチャー支援における評価

ドイツでは、連邦政府の主導の下、連邦政府、KfW（ドイツ復興金融公庫）及び民間企業の出資により、ハイテク起業基金が 2005 年に創設された。この背景には、間接金融主体の金融システムを持つ日本と同様、ドイツでは創業間もないシード段階の企業に対しては資金が集まりにくく、これを政府として支援していくことが必要という認識が官民で共有されていたことがある。

¹ 14 のファンドは以下の通り。(株) 産業革新機構、(独) 中小企業基盤整備機構、(株) 地域経済活性化支援機構、(株) 農林漁業成長産業化支援機構、(株) 民間資金等活用事業推進機構、官民イノベーションプログラム（東北、東京、京都、大阪の各大学）、(株) 海外需要開拓支援機構、耐震・環境不動産形成促進事業、競争力強化ファンド（(株) 日本政策投資銀行）、特定投資業務（(株) 日本政策投資銀行）、(株) 海外交通・都市開発事業支援機構、国立研究開発法人科学技術振興機構、(株) 海外通信・放送・郵便事業支援機構、地域低炭素投資促進ファンド事業。

² たとえば、2018 年 4 月に会計検査院が官民ファンドの運営状況の検証を行い、統一的に対応すべき点として財務面や支援業務の実施状況などについて、多くの項目の指摘を行っている（会計検査院[2018]参照）。また、官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会が半年に 1 回これまで 10 回開催されてきており、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」に沿った運用が行われているかなどについて、横断的な検証を行い、様々な課題が指摘されている（内閣官房ホームページ、官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会資料を参照）。

³ これらの他にも英独の官民ファンドには、たとえば政府からのモニタリングなど様々な制度的具体的な工夫があるが、その点については、財務省[2018]に詳細に紹介されているので、参照されたい。

第1基金が設立されてから現在まで12年が経ったが、この間段階的に3つの基金が組成されている。3つの基金規模は、各約3億ユーロ、合計で約9億ユーロであるが、ドイツのシード段階の投資件数（年間70~80件）の4割程度をこのハイテク起業基金が担っており、この基金が、ドイツのベンチャー支援においてかなり重要な役割を果たすようになってきていることがわかる。

また、投資先としての「ハイテク起業」の定義は、特許は必須とはしないが、知的財産を有している設立1年以内の中小企業に限定している。業種としては、ライフサイエンス、素材、ヘルスケア、通信、メディア、光学技術など、様々であり、全体で40名程度の民間の市場からリクルートしてきた、目利き能力のある投資マネージャーを、これらの業種を3つに括った各グループに配置している。日本の官民ファンドと同様に、中立性の高い委員で構成される委員会、政府の意向とは独立に投資決定が行われている。

投資件数は2018年8月現在までに3基金で500を超える。シード段階ということもあってそのうち約3分の1はまだリターンが出ていない。一方、既に投資回収が終了した（エグジットした）企業は約5分の1の97社となっており、それなりのパフォーマンスをあげてきているとハイテク起業基金としては評価している。

各基金は存続期間が13年と定められ（投資期間が6年、回収期間が7年）ており、第1基金は2018年に終了時点を迎えるが、より高いリターンを得るために、期間延長を検討しているとのことであった。なお、最初に基金が当該企業に投資をしてから、エグジットするまでの成長の過程で、民間企業による追加投資を積極的に促している点が特徴として指摘できよう。

（2）民間資金の活用への努力

ハイテク起業基金の3つの基金には、連邦政府、KfWのほか、ダイムラー、BOSCH、SAP、ポストバンク等のドイツを代表する民間企業が出資をしている。第1基金は2005年、第2基金は2011年に組成され、第3基金は昨年2017年に組成された。

非常に興味深いのは、これらの基金に対する民間企業の出資比率や出資する企業数が段階的に上昇していることである。第1基金は6%で6社、第2基金は15%で18社、第3基金は34%で34社と増加している。こうした民間企業の出資比率や出資者の増加は、ハイテク起業基金に対する支援の必要性に賛同する企業が増えていること、ハイテク起業基金の今までの投資パフォーマンスがそれなりに成功していると民間企業に評価されていることに加え、シード段階の企業の支援のために、もっと民間企業の投資を促そうという国としての意図があると考えられる。

さらに、前述のとおり、投資対象となったシード段階の企業に対しては、基金からの初期投資のあとの成長をサポートする段階で、民間企業からの追加投資を積極的に促している。ハイテク起業基金は、投資先企業がそうした民間企業からの追加投資を受けられるように、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などを定期的に関催しており、ベンチャー企業の成長にとって重要となるネットワーク形成に尽力していることは特筆に値するといえよう。民間からの追加投資金額は約13億ユーロ、追加投

資件数は合計で 1200 件にもものぼっている。

(3) ファンド一元化の取り組み

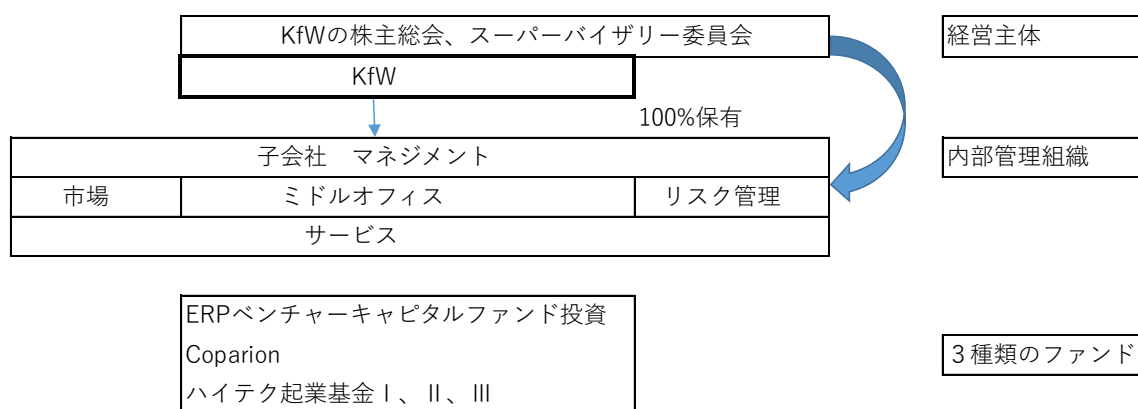
連邦政府の公共政策目標を遂行するため、中小企業向けや海外プロジェクト向けのファイナンスなど主に貸付を行う政策金融機関である KfW は、デットの資金供給を長く民間に対して行ってきたが、エクイティ投資については、従来ハイテク起業基金のほかにも、2つのプログラムが存在していた。

ひとつがコパリオン(Coparion)とよばれる公的ベンチャー・キャピタル・ファンドである。このファンドは、KfW と連邦経済エネルギー省が共同で出資している。そして Coparion と民間投資家と一緒にあって、技術力のある、シード段階よりもう少し時間の経った、成長過程の企業への資金提供を行っている。

もうひとつが、ERP ベンチャー・キャピタル・ファンド投資である。このファンドは、2015 年に設立され、ドイツや欧州の民間ベンチャー・キャピタルに対して、KfW と民間企業が一緒にあって資金提供を行っている。こちらも対象企業は、技術力のある、シード段階よりもう少し時間の経った企業となっている。

従来は3つのプログラムが別々に存在していたが、2018 年中にこれらを一つにまとめた、KfW の 100%子会社を設立する予定となっている。子会社に一元化する理由は、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、成長過程までを俯瞰してみる事が可能になり、一層効果的に投資を進められること、これによりベンチャー・キャピタル市場に対して KfW としてコミットメントを強めることにある。また、ファンドの管理を効率性の追求に加えて、より専門的な人材を採用し、集約する、という理由もある。数の多い日本の官民ファンドの現状と照らし合わせても興味深い取り組みといえるだろう。

(図表 1) 官民ファンド統合後の組織のイメージ



(資料) KfW 資料に加筆

コラム KfW の資金調達構造とグリーンボンドの発行

KfW は、政策金融機関であり、政府出資（80%が連邦政府、20%が州政府）を受けて

いるが、その負債の 99%は民間の資本市場から政府保証付債券で調達している。当然のことながら格付けは AAA と高いため、毎年 800 億ユーロ程度と非常に大規模な発行を行っているが、国内外から安定的な調達が可能となっている。投資先は中央銀行や民間銀行、一般の機関投資家などから構成される。

2014 年頃から、再生可能エネルギー関係の風力発電、太陽光発電などのプロジェクトに対して銀行を通じて融資をしているプログラムに対して、グリーンボンドの発行をスタートした。2017 年段階では、グリーンボンドで調達した資金の用途は、風力発電プロジェクトが 82%と圧倒的なシェアとなっている。グリーンボンド格付けも取得し、年々発行が大規模化し、様々な通貨建てで発行するようになっており、ドイツのグリーンボンド市場の 65%を占めるにいたっている（世界全体では 5%のシェア<2017 年>）。日本の財投機関債などについても、こうした動きは参考になるといえよう。

3. 英国における British Business Bank の取り組み

(1) 政策金融の BBB への一元化

一方の英国では、2008 年のリーマンブラザーズ証券の破綻以降、中小企業を中心に資金調達が厳しい状況が続いたこともあって、政府系金融がかなり活用されるようになり、様々な融資、投資のプログラムが次々と作られることになった。このため、利用者にとって窓口が多くなって利便性が心配されたことや、様々なファンド、会社が多くなり非効率となったことなどを背景に、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 年に決定され、2014 年から British Business Bank（以下 BBB）としてスタートした。

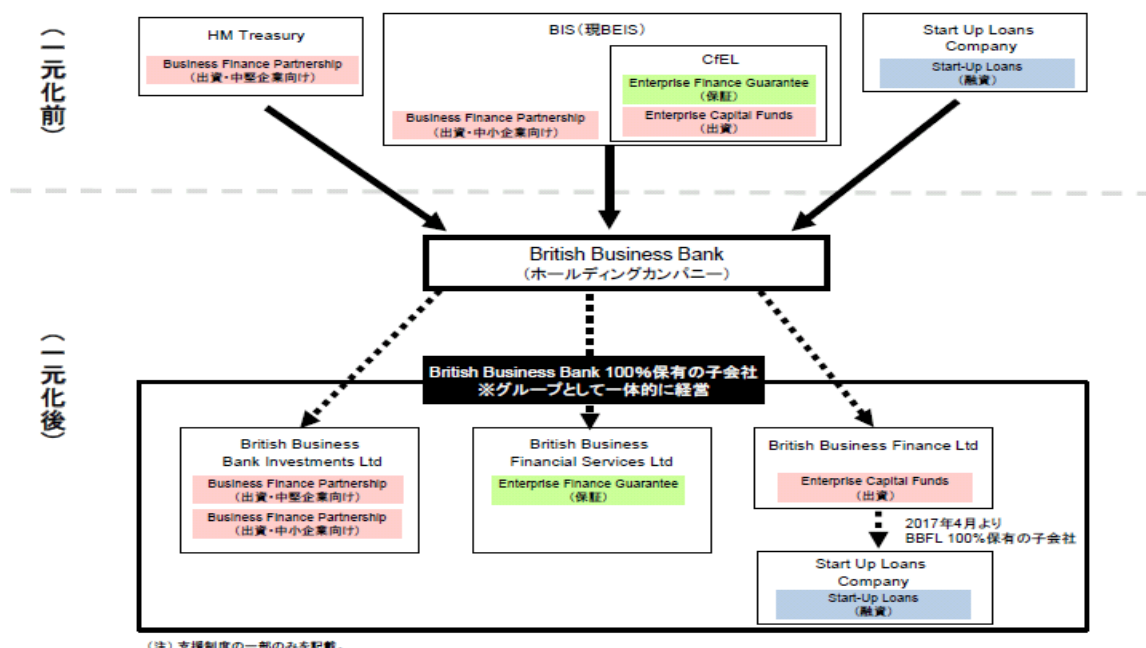
この結果、現在はほとんどの政策金融が、持ち株会社 BBB の下に一元化されている（図表 2）。子会社には、直接融資、民間への融資に対する保証も行っている組織もあるが、その多くが投資会社である。

まず、アーリーステージの中小企業に対して投資するベンチャーファンドに対して商業ベースのリターンを追求して投資する投資プログラム（VC Catalyst）と、中小企業の競争力促進のために投資する民間ファンドに対する投資プログラム（Investment Program）を経営するのが British Business Bank Investments Ltd である。また、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）も存在する。さらに、その傘下に、スタートアップ企業に融資をする子会社も存在する（Start-Up Loans Company）。

このような様々な投資会社が、British Business Bank として一元的に管理されるようになったことについて、次のような点でメリットがあったとの評価が関係者から聞かれた。まず、窓口が一元化され、中小企業などがどのプログラムを活用するのが最適か判断しやすくなり、利用者の利便性が高まったこと、さらに、優秀な人材の確保が可能となったこと、および横断的な経営が可能となり、効率性が向上したことなどである。

なお、給与水準に関しては、民間の水準と比較すると低いようであるが、経営幹部には比較的経験豊富な人材が集まるようになっている、とのことであった。

(図表 2) 英国の政策金融機関の一元化のイメージ



(資料) 財務省[2018]

(2) ベンチャー支援への態勢強化

BBB は、主に中小企業を支援するプログラムを推進しており、民間金融機関、ファンド等と協力しながら、スタートアップの企業や、その後の成長について重点的にサポートしている。融資と保証、そして投資を組み合わせる支援をしているのが特徴である。

スタートアップに関しては、前述のスタートアップ・ローンズという融資で支援するほか、ビジネスエンジェルとの共同出資の Angel Co Fund、アリーステージの企業向けの Enterprise Capital Funds、商業ベースのアリーステージ企業に対するファンドオブファンズである VC Catalyst、成長資金を提供する民間金融機関への出資をする Help to Grow などの各段階に合わせた多彩な出資プログラムがある。このほかにも保証も活用しており、Help to Grow に関しては、事業の成長に必要な資金を提供する民間金融機関に対して出資に加えて保証も行っているほか、民間金融機関の中小企業融資に保証を供与するプログラムも存在する。

(3) 民間との協調

BBB のプログラムをみると、その多くは Limited Partnership のスタイルである。すなわち、民間ファンド、または民間のベンチャー・キャピタルに出資し、そこが投資するというスタイルがほとんどである。すなわち、BBB は民間の目利き能力、専門性をうまく活用しながら、投資の実行を行っている。このため、政府とは独立した組織体として活動する一方で、政府はモニタリングをすることに徹しており、介入的な動きもみられない。

また、BBB の中に、エコノミストチームを備えており、市場の失敗がどこにあり、BBB が民業のチャンスを奪っていないかを分析する体制を整えている。

以上のように民間投資家との協調が進み、市場の失敗を分析する態勢をとり、十分な配慮をしていることは、民間投資家にも広く知られており、民業圧迫論はほとんど聞かれなかった。また、プライベートエクイティ・ベンチャーキャピタル協会と人材面で交流しており、BBB の人材の研修なども行うなど関係は良好である。

さらに、民間金融機関との協調の対象機関が多様であることは、特筆すべきである。伝統的市中銀行のほか、新しいプレイヤーであるフィンテック系の PtoP レンダーや、近年フィンテック企業等とのオープン API の展開を企図して新規に設立されているチャレンジャーバンクなどとも逸早くその連携相手となり、協力して中小企業支援を行っている。BBB が金融業界の新しい動きをよく分析しており、おそらくそうした金融機関と機動的に協力関係を結ぶことにより、伝統的銀行が取引しない様々なベンチャー系の企業をサポートする可能性を広げていると思われ、興味深い。

4. 日本への示唆

日本では、前述のとおり、14 もの官民ファンドがあるが、そのため官民ファンドのような公益性の高いところで一度働いてみようという民間の優秀な人材がいても、それぞれのファンドに散逸して有効に機能できなくなってしまうたり、間接部門やシステムが官民ファンドごとに配置され、非効率に陥ってしまっている感が否めない。また投資パフォーマンスの点でも、まだファンドが形成されてそれほど時間が経っていないものもあり評価は難しいが、いくつかのファンドは想定より低い状況にとどまっているといわざるを得ない。

こうしたなか、今秋新たに設立される産業革新投資機構に関しては、投資機能を強化するために、現在の産業革新機構よりも政府保証枠などを拡大し、長期・大規模の成長投資を中心にリスクマネーを供給することとなっている。ちなみに、産業革新機構は2009年に設立され、約350件（このうちベンチャー企業が342件）、1兆円（このうちベンチャー企業向けは約2000億円、そのほかに事業再編が約5400億円など）の支援決定を行ってきており、その終期は、2025年とされている。産業革新投資機構に関しては、投資能力は、現在の1兆円から増強し、2兆円（政府産業投資特別会計からの出資0.3兆円、政府保証枠1.8兆円）に引き上げているほか、機構の期限は新たに、15年の終期で新ファンドを立ち上げ、新規投資を行えるよう措置している（2034年3月31日まで）。また、従来は投資案件ごとに直接投資を行っていたが、これからはファンド組成を行ったうえで、その実績について機構は事業評価を行い、成果主義を徹底するなど、投資に適したガバナンスに変更することとなっている。さらに、他の官民ファンドの株式を機構が保有することも可能となり、官民ファンドの集約も可能となっている。

このように、日本でも官民ファンドの再編の動きが動き出そうとしているが、現在の14の官民ファンドの実態をみると、その投資パフォーマンスやガバナンスなどの課題

を抱えており、英独の現状に照らすと少なくとも以下のような示唆が得られると考えられる。

1. 今回の法律改正により産業革新投資機構が他のファンドを集約できることとなったが、日本の官民ファンドが省庁ごとに分立していることは、投資効果を上げる点でも、人材の集約の妨げ、間接部門の重複による非効率の点でも問題が多い。現在も各ファンド同士で連携チーム会合を開催して、各ファンド間での情報の共有などを図っているが、それでも上記の点の解消には不十分と考えられる。省庁をまたがった統合は容易ではないと考えられるが、ドイツや英国などの例にならい、集約化をめざすことが適切であると考えられる。
2. 特にベンチャーや中小企業向けを対象とする官民ファンドは自らの投資のパフォーマンスだけをみるのではなく、より民間の投資家を呼び込んでベンチャー企業とのビジネス・エコシステムを形成することにより配意していくことが望ましい。産業革新機構は、以前からそうしたことへの取り組みもしており、今後新たに創設される産業革新投資機構もオープンイノベーションを目指すとしているが、この新機構のみならず、そのほかの官民ファンドについても、そうした投資先と企業とのビジネス・エコシステムの形成を意識的に配慮していく必要がある。もちろんスタートアップ企業の中にはいずれ IPO（新規上場）をする企業もあると考えられる。しかし、成長の段階での民間からの出資は、新しいビジネスモデルに結びつく可能性もあり、ネットワーク形成により、投資する企業側のオープンイノベーションや新たな企業価値向上に結びつく可能性もある。一方で、こうした取り組みは、官として必要以上の関与を行い、民間投資家をクラウドアウトするという問題の発生を最小化する方向に作用するとも考えられる。

主要参考文献

British Business Bank ホームページ資料

KfW ホームページ資料

会計検査院[2018]「官民ファンドにおける業務運営の状況について」

官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会各回資料（内閣官房ホームページ）

財務省[2018]財政投融资分科会説明資料（平成 30 年 5 月 31 日）