特集 成長資金供給と官民ファンドの期待役割再考

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第二小委員会委員長　菅　原　周　一 CMA

2018年12月11日の日本経済新聞（朝刊）に「産業革新投資機構（JIC）の田中正明社長は10日に記者会見し、自身と社外取締役ら民間出身の９人の取締役が全員辞任し、新規投資を凍結すると発表した。高額報酬を巡る批判に端を発した経済産業省との対立は、ファンドの事実上の休止にまで発展した。成長企業にリスクマネーを流す試みは、官の関与を前に限界を露呈した」という記事が掲載された。その後、この問題をきっかけとして、官民ファンドに関する批判的な意見が多く見られるようになり、官民ファンドの存在を否定する意見が大勢を占めるようになっていった。官民ファンドは以前から、民業圧迫や投資成果に関する問題点、更には政策目的と収益性追求という二つの目的の達成の難しさが指摘されてきた。

一方で、官民ファンドは政府の成長戦略を後押しするこれまでの“補助金、助成金等”に代わる金融的手法を用いた政策遂行手段の一つと位置付けられ、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」等が示されるなどの改善に向けた対応が進められており、問題の一部は解決されつつあった。

そこで、今月号の特集では、18年度から指摘されている問題点を踏まえた上で、時間も経過して冷静な判断ができる時期が到来したと考え、本来、重要な期待役割を担っているはずの官民ファンドが抱える課題を整理しつつ、期待役割を再考すべきであるとの観点から、官民ファンドを取り上げることとした。マスコミなどで話題になり、注目されているテーマだけに、ファンド運営に携わっている方々からの投稿を検討したが、交渉は難航した。最終的には、当事者の方々からインタビューの協力をいただくなどして、現状把握をした上で、４名の方に執筆を依頼し、特集を組むことができた。どの論文も示唆に富んだものである。各論文の概要は以下の通りである。

一つ目は、**中里論文「成長資金供給と官民ファンド―期待と課題―」**である。この論文では、まず、官民ファンドに期待される役割として、資金供給が必要な分野の存在と成長資金供給の呼び水としての期待役割について言及し、官民ファンドの現状として、官民ファンド設立時の期待と現在の投資状況とその特徴を確認し、国民負担の観点からも注目されている官民ファンドの成果（相対的に設立時期が早いファンドは成果が上がっている）及び海外での類似事例を紹介している。次に、官民ファンドの課題として、行政が実施する金融事業の一つである官民ファンドの立ち位置の難しさと収益性と公益性のバランスを取ることの難しさを指摘している。最後に、官民ファンドが新た

な持続可能な経済モデルを見いだすための一助として、そうした分野への資金供給の一翼を担おうとしている一方で、支援決定件数から見れば、投資対象の発掘という観点では効果を上げてきているものの、まだ回収期間に入っていない官民ファンドも多く、全体としての評価はこれからであるとしている。官民ファンドの効果や収益性に関して問題点を指摘する意見もあるが、現在のスキームをうまく活かすべきであり、新規事業を考えている事業者や新規事業を発掘し資金供給を実施しようと考えている投資家は、官民ファンドをうまく活用すべきであるとしている。

中里氏は大局的な視点で官民ファンドを捉え、その全体像を明らかにしてくれている。巻頭論文にふさわしい、高所大所からの論文である。

二つ目は**鈴木論文「ベンチャー支援官民ファンドの意義と課題」**である。この論文では、ベンチャー支援を目的とする官民ファンドに焦点を当て、海外での官民ファンドに関する調査・研究成果を参照しながら、その意義と課題を考察している。具体的には、まず、「官」が直接介入することの根拠となる「市場の失敗の克服」があることを指摘し、三つの事例を紹介する一方で、直接介入に対する疑問として、「政府によるVC市場への直接介入に対する批判的な見解」の代表例を三つ（直接介入自体が不要、民間VCのクラウディング・アウトが生じ得ること、政府にVC運営の能力がないこと）紹介している。次に、直接介入の効果の有無について、①直接出融資支援、②LP出資支援の二つに分けて先行研究を整理し、その効果に関して海外の研究の結果は一致していないことを紹介し、国内の官民ファンドの成果について公開情報をもとに評価をしている（投資実績では成果を上げ、累積損益ではファンド全体から見れば収益性を確保しつつある）。そして最後に、典型的な三つの批判的見解（①直接介入の必要性、②クラウディング・アウトの回避、③政府の管理能力）の観点から、官民ファンドの課題を整理している。これらの議論から得られる示唆として、①官民ファンドの活用に先立って、ベンチャーやVCが活動しやすい環境を整備することの必要性を指摘するとともに、②適切なスキームの選択があり、これらの検討事項を十分に分析した上で、より適切なスキームを選択することが望まれるとしている。

鈴木論文は、海外での官民ファンドの状況を詳細にサーベイした上で日本の官民ファンドに対する意義と課題をまとめた示唆に富む内容となっている。官民ファンドについて議論をする前に、まず一読すべき論文である。

三つ目は**磯田論文「ファンドを通じたベンチャー・中小企業支援の現状と課題―東京都の取組み―」**である。この論文では、ベンチャーファンドやプライベートエクイティファンドが産業育成において果たす役割と、東京都がベンチャーファンド、プライベートエクイティファンドへの出資を通じた中小企業支援を行う狙いや期待する効果、実行に当たって直面している現状や抱えている課題などについて説明し、わが国の経済発展において官民ファンドが果たしている役割について、実務の視点から検証と解説を行っている。具体的には、まず、ファンドが果たす社会的意義として、東京都がファンドに期待するものは何か、経営者のパートナーの問題、ファンドの意義について述べ、価値創造が期待し得る企業に対して、投資家も運用者も投資先企業も一体となって、本当の意味での価値を創造しようと努力するというファンドの重要性を指摘し、行政が政策目的でファンド

を活用する理由の一つはそこにあるのでは、としている。次に、官民ファンド及び東京都の官民ファンド設立の背景を紹介し、官民ファンドであるが故に、投資先の企業価値を上げるための経営支援能力の高いファンドを通じて、ベンチャーや事業承継に課題を持つ中小企業を支援するといった政策目的に加え、ファンド出資は補助金や助成金とは異なるため、出資金が毀損しないという目的が課せられている（ナローパス）としている。最後に、東京都の出資プロセスとして、東京都が出資する際の要件やファンド運営事業者選択の重要性と難しさ、実際の運営会社選定プロセスを紹介し、時間をかけた慎重な検討が行われていることを解説するとともに、官のガバナンスの在り方について言及している。

国内のベンチャーファンド、プライベートエクイティファンドへの投資業務に従事し、ベンチャー・中小企業支援を情熱を持って推進してきた「官（都）」としての実務担当者からの熱いメッセージが凝縮された論文である。

四つ目は**石田論文「法制面からの官民ファンド分析」**である。この論文では、ファンド一般について、その内容を契約理論（法と経済学）の観点から分析した上で、官民ファンドの特徴について、その根拠となっている法制面から解説している。具体的には、まず、投資ファンドの定義を明確にした上で、投資ファンドにもプリンシパル・エージェント理論の問題が存在することを紹介し、更に官民ファンドの法律的根拠（設立根拠の法律があり、これに基づいて一般的には「支援基準」が定められている）、支援基準の内容及び意義、政策目標の達成度を評価するための評価基準（KPI）や、多元的なKPI評価の長所（KPIを設定することで様々な観点から成果を柔軟に評価できる）・短所（KPIが多数存在することにより運営者のインセンティブが歪められる可能性がある）ならびに問題点の解決策を提示している。そして、最後に官民ファンドの制度的な論点として議論されることが多い民業圧迫・民業補完の問題を解決策（民間ファンドとの共同投資やLP出資、更には地域支援における民業活用）を含めて詳細に検討している。そして最後に、官民ファンドの時限性（官民ファンドは時限立法によりファンドの期限が定められていることが多い）の意義と問題点について言及し、再考の余地があることを示している。

石田氏は、官民ファンドも含め国内外の多数のファンドの組成及び投資案件に関与し、ファンドを法律の面から見てきて弁護士というだけではなく、ベンチャーキャピタルファンドでの実務経験を持ったこの分野の運用側のプロフェッショナルでもある。本論文の最後に、「実際の案件においては、「官」が入っているからこそ案件として進んでいくものもあり、官民ファンドの存在意義は決して小さくない。様々な議論を経ながら、投資ファンド業界における官民ファンドの位置付けが整理されることを期待したい」と述べている。実務と法律の両面のプロである石田氏の指摘は重い。

確かに、改善すべき点は多々ある。インセンティブ体系には根本的に問題があり、早急に解決すべき課題であるが、これは解決可能な難易度の低い課題である。一方で、短期間での評価や一部ファンドの失敗だけを見た官民ファンドへの批判は有害である。ファンドの特徴、難しさを全く理解していない素人の指摘である。

世界経済の成長が鈍化している中で、日本経済の将来も、生産年齢人口が急激に低下していくことを考えると、楽観的なシナリオを描くことはで

きない。だからこそ、日本経済を牽引するような新たな企業群の出現が期待されている。今の日本経済にはイノベーションが求められている。一方で、海外と比較しても日本から社会全体に大きなインパクトを与えるような新しい企業がそれほど多く出ているわけではない。自由資本主義の世界では、原則として、官の関与は最小限にとどめるべきであるということに異論はないであろう。しかし、現状の日本経済の課題を解決するための一つの手段として、「官」の資金の活用は有益であろう。課題も多いことは確かである。システム全体の一部分だけを見た世の中の感情的な批判に流されることなく、「官」を活かして民の活性化を図るべきであろう。