

2017年11月8日

財政制度等審議会
財政投融资分科会長
池尾 和人 様

財政制度等審議会 財政投融资分科会臨時委員

富山 和彦

意見

財政制度等審議会財政投融资分科会を所用により欠席いたしますので、書面にて別添の通り意見を申し述べます。

官民ファンドの課題

2017年11月8日 富山和彦

1. 環境変化と政策課題

① 伝統的な民業補完としての官民ファンド

官民ファンドに関しては、元々、我が国の金と人の流れにおいて脆弱性を有するリスクキャピタル供給すなわちエクイティー性の資本(financial capital と human capital)の機能について、民業の不全を空間的に埋める(市場の失敗の補完・修繕)、あるいは時間的に埋める(未発達の民業の呼び水)と言う位置づけが基本となっている。

② 新たな時代の長期ハイリスクマネーの担い手としての政府系・公的基金

伝統的な民業補完論の枠組みの有効性は今でも否定できないが、世界の資本主義はさらに先へ進んでおり、長期かつ高いリスクを取るリスクマネーの領域ではソブリンウェルスファンドや公的年金基金が大きな役割を果たしつつある。この流れからも我が国の官民ファンド及び政府系金融機関は大きく取り残されつつある(ソフトバンクが事実上のGPとなっているビジョンファンドも主な資金の出し手は産油国のソブリン資金である)。ここでは伝統的な「官か民か」あるいは「官から民へ」という議論の枠組みはあまり意味を持たなくなっている。そこにあるのは、主体が官であろうが、民であろうが、高い投資リターンを長期持続的にあげられるものは国富形成にとって「善」というプラグマティックな考え方である。「市場原理主義」先進国とされるシンガポールにおいて、GIC やテマセクと言った世界を代表するソブリンウェルスファンドがむしろリスクマネープレーヤーの頂点に君臨していることは、この脈絡で大きな示唆を有している。

今後の官民ファンドを考えるに際しては、この二つの枠組みを踏まえた議論が必須である。

2. 伝統的な枠組みからみた既存の官民ファンドの共通の課題

① エクイティー投資機関×政策機関としての人的基盤の脆弱性

我が国の金融システム及び人材市場は著しくデットサイドに偏っており、エクイティー性の投資を行い、投資を管理し、必要に応じて投資先に経営にも介入してバリューアップに貢献できる人材基盤は、民間においても甚だしく脆弱である。いわゆる大企

業は、金融界、産業界共に、世界のリスクマネープレーヤーの世界で当たり前になっている、まずは「個人たるプロフェッショナル」として結果責任を全て背負いながら一流レベルの戦いをできる能力と胆力と経験を持った人材をほとんど持っていない。優秀な人材がいたとしても、それは終身年功制のメンバーシップ雇用で働く「サラリーマン」という枠から大きくは出ていない。

加えて民業補完論的なストライクゾーンで投資を行おうとすると、まずそのゾーンが狭くなること、またシンプルな投資収益の原理だけでなく、政策目的という公共政策的要請を意識しつつ同時に公的資金の市場介入による副作用の最小化にも気を配るという、極めて高度な「技」「芸」を求められる。

リスクマネー投資において一流、しかも公共政策的なセンスも持っている人材をこの国で得られる可能性は極めて低く、そこにこれだけ多数の官民ファンドを設立すると、どうしてもかかる条件をクリアできる人材を中核メンバーとして得られない組織が大多数を占めることは自然な成り行きである。私の見る限り多くの官民ファンドで起きている問題の根源はここにある。

加えて、ここに「国際」と言うキーワードが重なると、リスクマネーのプロ人材×グローバルトップ人材×公共政策的なセンスという三重のレア条件をクリアできるスーパーマンが必要となり、然るべき人材を得ることは至難になる。

対応策：再編・統合は不可避である。特に国際投資系は今のままでは厳しい。地域軸（Local系、National系、Global系）あるいは産業一般系と産業特化系で3グループ位に収斂すべき。

② リスクマネー投資機関と実質的なガバナンス態勢のミスマッチ

ある意味、人材の脆弱性問題と裏腹だが、組織運営上の不安感、担当官庁などからの過剰なガバナンスへの関与や、社外取締役などのガバナンス関与者が投資のリスク管理プロセスにおいて過剰にリスク回避的な介入を行う傾向を生みやすい。すると本来、アップサイドリスクを取るべきエクイティプレーヤーが、むしろダウンサイドに過敏なデットプレーヤー的な投資判断に傾き、結果的に投資機会を逸する、あるいはリスクに見合ったリターンを取り逃すという傾向が生じる。また、過剰なプロセス管理は、手続コスト（典型的にはDDコスト）や手続時間を膨張させ、組織的には管理部門が肥大化する。これはいくつかの官民ファンドに典型的に生じている。

エクイティ投資と言うのは、究極的には経験豊富なプロフェッショナルによるガッツフィーリング、経験的な直感で瞬間的な判断を行うことが求められる世界である。現在、多くの官民ファンドで生じている状況は、素人あるいは性格的にリスク投資に向いていない人々が集まって、形式的なリスク要因の発見と表層的なリスクヘッジに

多大なエネルギーをアリバイ作りの投じた挙句、エクイティー投資機関として機能しない、結果を出せない状況にみえる。

対応策：関連法制からみてガバナンス態勢及びその執行実態をレビューして改良すべきは改良する（多くの官民ファンドは産業再生機構法を下敷きになっているが、あれはもう 15 年前の大昔の仕組み）。加えてリスク投資に対するガバナンスの形式と実質について、関係官庁、関係者個人のリテラシーを徹底向上させ、役所からの出向者などで間接部門、管理部門が膨張している官民ファンドは直ちにスリム化をはかるべきである。

③ パフォーマンス評価者の誤解

官民ファンドのストライクゾーンの狭さ、あるいは官民の論理の交錯は、マスコミ、金融界、経済界、関係官庁、会計検査院、国会等、実質的にパフォーマンスを評価する側の誤解を招来し、それが結果的に官民ファンドを誤った方向に導くリスクも生じている。

典型的には「投資残高が伸びない」と言う批判だが、これは私自身も産業再生機構の初期において各方面から激しく受けた批判である。しかしエクイティー性の投資は、本質的にオポチュニスティックにアップサイドの可能性のある案件、アップサイドを取りに行ける準備が整った案件のみに投資することが大原則であり、当初の投資スケジュールに縛られて日程通りに投資を消化することを主たる評価軸とするファンドは 100%失敗する。ダメな時期、準備不足の時期には物音も出さずにじっとして、勝機が来たら怒涛の投資行動にでる「風林火山」な狩猟的ゲームなのである。その意味で、大学にリスクマネーを供給することを企図した「官民イノベーション」資金の一部において、然るべきスキーム、体制、人材が整わない間、使われていないケースがあることは、VC のような最もハイリスクマネーの投資姿勢としてはまったく正しい。それ以外にも、本当はもっと儲かったかも知れない黒字案件にはノータッチで、損失を出した小規模案件の数の多さや損失回避努力不足をくどくど指摘される、あるいはそこで使われた経費の多い少ないをごちゃごちゃ言われるなど、エクイティー投資の本質が分かっていないモニタリングが少なくない。

対応策：当該官民ファンド、主務官庁及びモニタリング側官庁のエクイティーファンド、リスクマネー投資に関するリテラシー向上と関係当事者の高いリテラシーを前提とした外部ステークホルダーとのコミュニケーションの実行

④ 問題の本質が「金」から「人」にシフトしている大きな流れに未対応

これは特に地方型官民ファンドに顕著だが、地方における企業再生や農業の活性化の圧倒的な律速条件は、それを担う経営人材の方にこそある。まず人材があって、そこから資金需要が生まれ、投融資が発生する。しかるにあたかも資金が無いことが地方企業や地方産業の不振の原因であるかのような議論が喧伝し、とにかくエクイティー性の資金を流し込めば問題が解決するという思い込みがいまだに少なからず存在する。地方企業の多くを再生している実体験で言えば、これはまったくの幻想であって、幻想に立脚した官民ファンドを継続しても政策効果は上げられず、真の市場ニーズもないので経営も悪化していくことは必定で、最後は大きな国民負担になりかねない。

じつは地方企業や地方経済に限らず、産業の基軸、生産性向上のドライバーが、設備よりも知識や人材にシフトしているなかで、投資収益を上げようとするならば、あらゆる官民ファンドにおいて、「人」、特にリスクを取ってイノベーションに挑戦する人材（金融系、事業系ともに）をどう獲得し、鍛え、リテインするかは、共通の大課題である。この点は、はっきり言って民間においても極めて深刻な我が国の弱点となっており、官民間に比較優位、競争優位の両面で大きな差を私は認めない。競争を活性化するという意味では、官民ファンドと言えども正々堂々と民間ファンドと人材獲得と育成について競い合うぐらいでちょうど良いというのが実感である。裏返して言えば、官民ファンドが民間で通用しないような人材を抱え込む意味は全くない。また民間の人材であれば自明に官僚や政府系金融機関の人材よりも有能と言う幻想も、こと国内の人材に限って言えば捨てるべきである。経験則的に言えば、特に若手人材に関しては、広義の「官」の領域にいる基礎能力の高い人材を、リスク投資の世界の一流のプロが鍛える方が、効率的に一流のプロ人材に育つ確率が高い。

対応策：はっきり言って一部の官民ファンドは、民間の二流の人材の避難場所になっている疑念がぬぐえない。エクイティー投資機関のフロントはあくまでもプロ型組織であって、終身雇用や年功制とは無縁の実力主義オンリーの世界である。二流の人材の滞留は許されない。二流組織化した官民ファンドは、まずは迅速かつ大幅にフロントスタッフのスリム化、筋肉質化をはかるべきである。そして少数で構わないから一流のプロ人材の集団として再出発すべきである。

3. 新しい時代的要請の中における政府系ファンドの新展開の検討

長期ハイリスクマネーの大型供給者（典型的にはいわゆるグロースキャピタル）として、政府系ファンドや公的年金基金の役割がグローバルにどんどん大きくなっている。こうし

たファンドは政府系資金、公的年金資金をベースにしているが、担っている人材と行動様式はまがいもなく超一流のグローバル市場プレーヤーのそれである。この現実の中で、我が国でも、従来の「官民論」（民業補完論）の伝統的枠組みにとらわれずに、広い意味での経済的な国益、国富の増大を図るリスクマネーの担い手をどうするかを議論すべき時期が来ている。

これは経常収支のトレンド（貿易収支よりも所得収支で稼ぐ国に変貌しつつある）から明らかのように、日本が貿易立国から投資立国に転換する流れと符合する論点であると同時に、現代の資本主義経済（デット性資金は世界的にじゃぶじゃぶで利息収益力は慢性的低下傾向）において、投資立国として繁栄する上で不可欠な、エクイティー投資をインベストメントチェーンの主役に転換するという政策課題とも整合する。

上記のような多くの問題を抱える官民ファンドであっても、グローバルな再編資金やグロースキャピタルを提供して高い収益を上げるファンドが出てくるとすれば、それは国内の民間事業会社や民間ファンドにおいて、リスクを取る能力が必ずしも十分でないことを示唆している。それは内部留保見合いの手元現預金（本来はリスクマネーとして大胆に使える資金）が大きく積み上がっていることとも符合する。

かかるパラダイムシフトと我が国の過度に預金に偏ったインベストメントチェーン、デットサイドに偏った金融資本市場の実態、長期かつ大きなリスク投資を担える民間プレーヤーがほとんどいない実態に鑑みた時、伝統的な官民ファンド論、民業補完論を超えて、今回の再編、統合を機に、官民ファンドの一部を日本型のソブリンウェルスファンドとして進化させることを検討すべきである。また、公的年金基金をはじめとして年金系の長期資金の一部を超長期リスクマネーとして新たな日本型ソブリンウェルスファンドに投入し、我が国のインベストメントチェーンをエクイティー指向に大きく転換させる先駆けとすることも検討すべきである。そして、かかる検討においては、世界の超一流ソブリンウェルスファンドをベンチマークして、制度設計、組織設計を行う必要がある。