

# 官民ファンドの現状と課題：国際比較

東京大学公共政策大学院

51188032

道上 雅大

## 目次

序章	3
第一章 日本の官民ファンド	3
第一節 概要	3
第二節 投資実績	5
第三節 業績	6
第四節 その他	6
第二章 欧州の事例	7
第一節 各国の事例	7
第一項 イギリス	7
第二項 ドイツ	9
第三項 フランス	10
第二節 欧州事例の概要	11
第三章 国際比較	12
第一節 再検討	12
第二節 提言	13
終章	14
参考文献	15

## 序章

官民ファンドとは、官民の出資等により設置され、民間事業等への投融資を行うファンドである（松浦 2019）。近年、安倍政権の成長戦略を背景に多くの官民ファンドが設立されているが、2018 年末の産業革新投資機構の取締役一斉辞任の報道<sup>1</sup>、4 ファンドでの累積損失が膨れ上がっているという 2018 年度の会計情報<sup>2</sup>、2019 年末の農林漁業成長産業化支援機構（A-FIVE）の新規投資業務を 2020 年度末にも停止する発表<sup>3</sup>など、多くの課題を抱えているように見える。

2013 年 9 月に「官民ファンドの運営に係るガイドライン」が策定されて以来、概ね半期毎に政府による検証会が開催されている。各ファンドの実績整理や設定された KPI に基づくパフォーマンスの検証などが行われており、2019 年 10 月には第 11 回検証報告が公開された。

論文やレポートも多く発表されている。官民ファンド全般に関するレポートとして、松浦（2019）や薄井（2019）、中里（2019）がある。中でも、松浦（2019）は海外の事例を取り上げている点で、中里（2019）は量的分析を深く行っている点で特徴がある。以上は現状と課題を取り上げ論じるものであるが、官民ファンドの中で特定の側面に着目したものもいくつかある。石田（2019）は法的側面から官民ファンドを論じ、鈴木（2019）や石田（2019）はベンチャー資金を取り上げ、翁（2018）は国際比較に特化し日本への示唆を提示し、田中（2014）は制度の歴史を紐解きつつガバナンスの検証をするなど幅広い研究が存在する。

官民ファンドは様々な観点から研究・分析されているが、本稿ではその中でも国際比較に着目し提言を導き出すことを目的とする。海外の事例を取り上げている論文やレポートとして、松浦（2019）は欧州三カ国および米国の事例を取り上げているが、事例を紹介するのみで考察において海外事例への言及がなく、日本の考察に役立っているとは言い難い。翁（2018）は欧州二カ国を取り上げた海外比較を行っており、それらの分析をもとに日本への提言を導き出しているものの、全体的な潮流の分析が主体となっており、いささか物足りないとも言える。

以上を踏まえ、本稿はより詳細に海外での事例を取り上げ参考にすることを目標とする。第一章にて、日本の官民ファンドの現状を定性的および定量的に整理すると同時に関連する議論を紹介する。第二章にて、類似する海外事例としてドイツやイギリス、フランスを取り上げ、各国の制度および業績を確認する。第三章では、課題を国際比較しつつ再検討し、日本への提言を行う。

## 第一章 日本の官民ファンド

「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」を参考とし、2019 年 3 月末時点における官民ファンドの現状と課題を整理する。なお、検証対象とされている官民ファンドには一般に公的金融機関と称される金融機関は含まれていない。これは、出資に官民の提携があるかどうかによって官民ファンドであるか否かを判別しているためである。

### 第一節 概要

現時点で 13 の官民ファンドが存在するが、それを監督する省庁数は 9 と多くの省庁が関与していることがわかる。表 1 が示すように各ファンドが対象とする分野・領域のキーワードは異な

---

<sup>1</sup> 「革新投資機構、田中社長ら 9 取締役辞任を発表」『日経新聞』2018 年 12 月 9 日。

<sup>2</sup> 「4 つの官民ファンド、累損 367 億円 ガバナンス改革急務」『日経新聞』2019 年 7 月 1 日。

<sup>3</sup> 「農水官民ファンド、新規投資を停止へ 累損 100 億円」『日経新聞』2019 年 11 月 21 日。

る。政府は、三つの軸により分類することで棲み分けを明確化しようとしている。一般分野とインフラや海外展開など特定分野との区別、一般分野における企業規模による分類、そしてローンやエクイティなど支援手法のリスク度合による分類だ。しかしながら、実務においては重複が存在する。薄井(2016)や松浦(2019)、田中(2014)らが重複の現状と問題について簡単に言及しており、整理すると主に三点ある。第一に、ファンドの対象分野を一般と特定に区別することは可能だが、企業は両者に属し得るため重複する点。第二に、官民ファンド間にて棲み分けがなされていたとしても、既存政府機関との重複が存在する点。第三は、一般分野において支援手法が多岐に渡る場合にファンド間に一定程度の重複が見られる点だ<sup>4</sup>。

表1. 官民ファンドの概要 (2019年3月末)

名称	監督官庁	出資支援スキーム	投資対象分野・領域	設置日	出融資財源	
産業革新投資機構	産業革新投資機構	経済産業省	直接出融資	オープンイノベーション	2009年7月	財投出資
	INCJ	経済産業省	直接出融資	事業再編・統合、ベンチャー育成	2018年9月	
中小企業基盤整備機構		経済産業省	LP出資	中小企業、地域社会	2004年7月	一般会計出資
地域経済活性化支援機構	内閣府, 金融庁 総務省, 財務省 経済産業省		ファンド形態	地域経済	2013年3月	一般会計出資
農林漁業成長産業化支援機構	農林水産省	LP出資	農林漁業の6次産業化	2013年3月	財投出資	
民間資金等活用事業推進機構	内閣府	直接出融資	PFI/PPP	2013年10月	財投出資	
官民イノベーションプログラム	東北大学	文部科学省	ファンド形態	国立大学の独創的な研究開発成果による新産業創出	2015年2月	一般会計出資
	東京大学				2016年1月	一般会計出資
	京都大学				2014年12月	一般会計出資
	大阪大学				2014年12月	一般会計出資
海外需要開拓支援機構	経済産業省	直接出融資	クールジャパン戦略	2013年11月	財投出資	
耐震・環境不動産形成送信事業	国土交通省 環境省	直接出融資	耐震・環境不動産	2013年3月	一般会計補助	
特定投資業務	財務省	直接出融資	企業の競争力強化、地域活性化	2015年6月	財投出資	
海外交通・都市開発事業支援機構	国土交通省	直接出融資	交通・都市開発の海外展開	2014年10月	財投出資	
国立研究開発法人科学技術振興機構	文部科学省	直接出融資	JSTの研究開発成果の実用化	2014年4月	一般会計出資	
海外通信・放送・郵便事業支援機構	総務省	直接出融資	通信放送等の海外展開	2015年11月	財投出資	
地域低炭素投資促進ファンド事業	環境省	直接出融資	低炭素社会、生物多様性、循環型社会	2013年6月	エネルギー対策特別会計補助	

注1: 競争力強化ファンドは、2018年5月に政府からの借入金を全額償還し、2019年度以降の検証報告会の検証対象外となったことを踏まえ、記載控えた

出所: 「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)」(2019年10月4日)および中里(2019)より筆者作成

また、13 ファンドのうち 11 ファンドが 2013 年以降に設立されたファンドである。官民ファンドの財源は概ね一般会計出資と財投出資の二種類が存在しているが、一般会計出資は租税を財源とした返済義務のない無償出資であるのに対し、財投出資は租税負担に依らず調達された資金を財源とした返却を前提とした有償出資である<sup>5</sup>。

官民ファンドの出資支援には、直接出融資支援、LP 出資支援、ファンド形態の三種類のスキームが存在する。直接出融資支援とは、官民ファンドと民間が協調して直接投融資を行うスキームである。LP 出資支援およびファンド形態の出資支援においては、官民ファンドと投資先事業の間にサブファンドを挟むスキームを取る。LP 出資支援では官民ファンドが有限責任組合員として出資を行うスキームでありファンド運営に関与することはないのに対し、ファンド形態の出資支援では官民ファンドがファンド運営を行う。この違いは、無限責任組合員としてファンド運営を行う GP 子会社が、前者においては投資会社に属するのに対し、後者においては官民ファンドに属すること等から生じる。全 13 ファンドのうち 9 ファンドが直接出融資の形態を取っており、LP 出資型は中小企業基盤整備機構と農林漁業成長産業化支援機構の二つ、ファンド形態は地域経済活性化支援機構と官民イノベーションプログラムの二つである。

<sup>4</sup> 薄井(2016) p. 44, 松浦(2019) p. 69, 田中(2014) pp. 95-97.

<sup>5</sup> 財務省「財政投融資とは」<[https://www.mof.go.jp/filp/summary/what\\_is\\_filp/index.htm](https://www.mof.go.jp/filp/summary/what_is_filp/index.htm)>.

## 第二節 投資実績

2019年3月末現在において、官民ファンドへの政府からの出資額は9,180億円であり、民間からの出資額は3,486億円である。2018年度において2兆9,849億円の政府保証が付与されている。投資実績の面では、官民ファンドにより957件の支援が決定し、その支援決定金額は2兆4,210億円、実投融資額は1兆8,903億円に及び、政府資料によると4兆3,566億円の民間投融資が誘発された。

表2. ファンド投資実績 (2019年3月末)

名称	出融資額(億円)		政府保証 2018年度 (億円)	支援 決定 件数	支援決定 金額 (億円)	実投資額 (億円)	誘発さ れた民間 投融資額 (億円)	1件あたり 平均支援 決定金額 (億円)	年平均 支援 決定 件数	誘発 倍率	
	政府	民間									
産業革新投資機構	2,860	135	18,000	-	-	-	-	-	-	-	
INCJ	-	-	-	138	11,395	9,676	7,329	83	13.8	0.76	
中小企業基盤整備機構	157	-	-	288	4,346	3,238	8,714	15	19.2	2.69	
地域経済活性化支援機構	29	102	10,000	224	1,070	392	1,117	5	37.3	2.85	
農林漁業成長産業化支援機構	300	19	-	57	368	111	441	6	9.5	3.97	
民間資金等活用事業推進機構	100	100	630	33	641	474	4,177	19	5.5	8.81	
官民イノベーション プログラム	東北大学	125	-	-	1	70	52	141	70	0.3	2.71
	東京大学	417	-	-	1	230	70	171	230	0.3	2.44
	京都大学	292	-	-	1	150	63	123	150	0.2	1.95
	大阪大学	166	-	-	1	100	60	89	100	0.2	1.48
海外需要開拓支援機構	586	107	350	32	675	507	1,518	21	5.3	2.99	
耐震・環境不動産形成送信事業	300	-	-	13	184	180	1,613	14	2.2	8.96	
特定投資業務	2,940	2,940	-	81	3,640	3,247	13,909	45	20.3	4.28	
海外交通・都市開発事業支援機構	561	59	629	24	852	499	1,076	36	4.8	2.16	
国立研究開発法人科学技術振興機構	25	-	-	24	20	20	201	1	4.8	10.05	
海外通信・放送・郵便事業支援機構	138	24	240	5	328	262	1,487	66	1.3	5.68	
地域低炭素投資促進ファンド事業	184	-	-	34	141	52	1,460	4	8.5	28.08	
単純合計	9,180	3,486	29,849	957	24,210	18,903	43,566	25	-	2.30	

注1:年平均支援決定件数は、累計支援決定件数を設置年からの経過年で除した値。なお、INCJの設置日は、2009年7月を踏襲

注2:誘発倍率は、誘発された民間等融資額を実投資額で除した値

出所:「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)」(2019年10月4日)より筆者作成

民間投融資に関して、民業圧迫が問題視され始めたことを受け、民業補完の原則が打ち立てられた。松浦(2019)は、民業圧迫が懸念された事案として2012年の半導体大手のルネサスエレクトロニクス<sup>6</sup>の再建や、2016年の電機大手のシャープ<sup>7</sup>の再建を挙げている。両者ともに産業革新機構が関与しており、前者においては同機構と国内企業8社が<sup>6</sup>、後者においては海外の企業が投資を行った<sup>7</sup>。これらの案件において官民ファンドなしでも投資がなされたとすると、民業の妨げになった可能性がある。松浦(2019)は、官民ファンドは民業を補完することが大前提であり、民間ファンドが対応可能な分野については民間に委ね、官民ファンドは民間ファンドの対応が不足している分野に重心を移動させていくことが重要だとする。

また中里(2019)を参考に、可能な限り投資対象分野や稼働期間の長さに依らないファンドの投資実績を抽出するため、1件あたり平均支援決定金額、年平均支援決定件数、誘発倍率などを算出した。ファンドによって投資案件の規模が大きく異なり、その頻度もまた大きく異なっていることが確認された。これは、累計支援決定金額の多少などが、稼働期間の長さ以外の要因によって決まっていることを示唆する。なお、1件あたりの支援金額が顕著に高いINCJや特定投資業務などは、大企業を投資対象に多く含んでいることなどが要因であると推測される。

<sup>6</sup> 「ルネサス、窮余の親離れ」『日経産業新聞』2012年12月11日。

<sup>7</sup> 「鴻海傘下でシャープは再生できるか」『日本経済新聞』2016年3月31日。

### 第三節 業績

本節では、官民ファンドの業績を整理することで収益状況を考察する。会計検査院（2018）の報告書によると、2016年度末時点において、官民ファンド全体の累計支出額1兆9473億円のところ累計回収額3兆5416億円であり、約1兆5,934億円の累計利益を生み出している<sup>8</sup>。他方、個別の官民ファンドにおいては、13ファンド中6ファンドにおいて損失が生まれている。また、各期の純利益を単純合計した累計の指標で計ると、2018年度末時点においてクールジャパン機構・A-FIVE・JOIN・JICTの4機構において損失が膨らんでいる<sup>9</sup>。一部の官民ファンドによる損失を、大規模であり安定した収益を確保している官民ファンドが引き上げているために、全体としてはプラスとなっている。

中里（2019）は、複数のファンドが経常黒字を確保している要因として投資案件の性質や稼働期間の長さなどを、複数のファンドが経常赤字を抜け出せない要因として投資案件の規模や性質などを挙げている。それに加え、ファンドの性質に鑑みると官民ファンドは損失を計上する仕組みになっているとみる視点も存在する。石井（2019）によると、ベンチャー投資における成功確率はおよそ10分の1である上に、回収には時間がかかる。大企業および中堅企業を融資対象とするファンドは除き、設立後間もなく年間投資件数が一桁台である官民ファンドに利益を期待することはそもそも難しい話であると言える。ベンチャー投資の困難さに加え、松浦（2019）によると、官民ファンドは高いリスクを取りながらも高収益は目標としないとする。欠損が膨らむと国の資金を損失させたと批判されかねないが、反対に収益を上げすぎると民業圧迫と批判されかねない。以上を踏まえると、リターンに繋がる案件数が限定的であり、民業圧迫とならないよう投資案件先を選定する必要がある官民ファンドにおいて、いくつかの機構が損失を計上することは必然的であり、官民ファンド全体でプラスである現状に大きな問題はないと言えるだろう。

### 第四節 その他

以上の議論に含まれない問題として、報酬に関する問題がある。冒頭で役員一斉辞任報道に触れたが、これは役員報酬を巡る対立を発端とした<sup>10</sup>。問題を露呈した産業革新機構であるが、財政投融資分科会（2018年5月31日）によると、報酬体系において業績連動報酬が存在するのはINCJのみであり<sup>11</sup>、その他のファンドにおいては固定報酬が主となっている。規定された報酬体系が事後変更されるファンドがあるのみならず、そもそもインセンティブ報酬が欠如しているファンドが大多数となっており、民間からの人材登用の観点からも改善が要求されると言える。

また、ファンド運営に関する諸問題が表面化しKPIが設置され検証が行われるようになったが、その際のメルクマールに関しても議論がある。詳細は田中（2019）に譲るが、KPIの設定方法は各ファンドに委ねられ、独自のKPIが乱立する事態となった。すべてのファンドに共通するKPIとして機構の収益性と民業補完が挙げられるが、下記表3が示すように指標の算出方法は全く統一されていない。

<sup>8</sup> 支出額は実支援額のほか支払手数料等を含み、回収額は有価証券売却額・債権回収額のほか、受取配当金・受取利息等を含み、利益は前者から後者を引いた額

<sup>9</sup> 2018年度末における4ファンドの累計損失額は、クールジャパン機構179億円、A-FIVE92億円、JOIN64億円、JICT31億円

<sup>10</sup> 「官民ファンド、規律なき膨張の果て」『日経新聞』2018年12月11日。

<sup>11</sup> 財政制度等審議会「産業投資の管理運営に関して」p.30.

表3. ファンドKPIの算出法(2019年3月末)

名称	機構の収益性	民業補完
産業革新投資機構(JIC)	$\frac{\text{回収額}}{\text{売上原価} + \text{間接経費}}$	$\frac{\text{民間からの協調出資がなされた案件数}}{\text{全案件数}}$
中小企業基盤整備機構	$\frac{\text{累積回収額} + \text{機構の貸借対照表計上額}}{\text{累積実投資額}}$	$\frac{\text{ファンド総額}}{\text{機構出資約束額}}$
地域経済活性化支援機構	$\frac{\text{出資金} + \text{利益剰余金}}{\text{出資金}}$	$\frac{\text{民間からの出資額}}{\text{ファンド出資額}}$
農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)	$\frac{\text{回収額}}{\text{投資額}}$	$\frac{\text{ファンド出資額以上の投資先事業体数} * 1}{\text{全投資先事業体数}}$
民間資金等活用事業推進機構(PFIPCJ)	$\frac{\text{資本金} + \text{資本準備金} + \text{利益剰余金}}{\text{資本金} + \text{資本準備金}}$	$\frac{\text{機構及び金融機関等からの出融資額} * 2}{\text{機構の出融資額}}$
官民イノベーションプログラム	$\frac{\text{回収額}}{\text{運営経費を含む投資額}}$	各大学が民間資金の投入状況を4段階で評価し、出資額割合に応じ加重平均 * 3
海外需要開拓支援機構(クールジャパン機構)	明記なし	$\frac{\text{民間企業からの協調出資等}}{\text{事業総額}}$
耐震・環境不動産形成送信事業	$\frac{\text{回収額}}{\text{投入した国費}}$	$\frac{\text{民間投資}}{\text{国費}}$
特定投資業務	累積利益(特定投資剰余金勘定)	$\frac{\text{民間協同の資金供給がなされた案件数} * 4}{\text{全案件数}}$
海外交通・都市開発事業支援機構(JOIN)	$\frac{\text{総収入}}{\text{総支出}}$	$\frac{\text{機構及び日本企業からの総出資額}}{\text{機構からの出資額}}$
国立研究開発法人科学技術振興機構	投資倍率の加重平均	$\frac{\text{機構出資額} + \text{民間出融資額}}{\text{機構出資額}}$
海外通信・放送・郵便事業支援機構(JICT)	$\frac{\text{総収入}}{\text{総投資額} + \text{経費}}$	$\frac{\text{機構及び日本企業からの総投資額}}{\text{機構からの投資額}}$
地域低炭素投資促進ファンド事業	不明	$\frac{\text{民間資金}}{\text{出資額}}$

注1:サブファンドからの出資額の2倍を上回る事業投資が行われている投資先事業体数

注2:案件ごとに算出し、平均

注3:各大学が民間資金の投入状況を4段階(顕著・十分・不十分・投入されていない)で評価し、出資額割合に応じて加重平均

注4:民間金融機関・事業者・投資家等と協同した成長資金供給を行っている案件数

出所:「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)」(2019年10月4日)より筆者作成

## 第二章 欧州の事例

日本への提言に繋げられるよう海外の事例を検証していく。松浦(2019)や翁(2018)を参考に、既に調査がなされているイギリス・フランス・ドイツの三カ国を対象とし、官民ファンドに類似する各国の主要機関について考察する。まず概要・投資実績・収益などを主軸に現状を分析し、次に欧州の事例における相違点および共通点を整理する。海外ファンドの財務情報に関しては適宜表4を参照されたい。

### 第一節 各国の事例

#### 第一項 イギリス

英国のリスクマネー供給において最も中心的な役割を果たしている機関はBritish Business Bank(BBB)であると言える。BBBは、ビジネス・エネルギー・産業戦略省(BEIS)が100%株式を保有する持株会社である。英国財務省(HM Treasury)やビジネス・イノベーション・職業技能省(BIS)<sup>12</sup>が所轄していたプログラムStart Up Loans Company(SULCo)等を一元化し、2014年に活動を開始した。傘下には、中小企業を対象とし商業ベースのリターンを追求するBritish Business Bank Investments Ltd(BBI)、補助金の提供など政策目的の投融資を行うBritish

<sup>12</sup> 2016年に、ビジネス・エネルギー・産業戦略省(BEIS)に組織改編された

Business Finance Ltd (BBFL)、民間金融機関に保証を行う形で政策目的の投融資を行う British Business Financial Services Ltd (BBFSL) がある<sup>13</sup>。なお、BBFSLに SULCo が組み込まれたのは 2017 年である<sup>14</sup>。

BBB は、金融市場を中小企業にとってより良いものとする事で経済成長を促すことを目的とする。また、松浦 (2019) によるとファイナンス方法は主に LP 形式であり、中小企業に対する直接の投融資は行わず、BBB が 100% 出資する複数の子会社を通じて投融資を行っている。

2017 年度及び 2018 年度において、BBB は四つのターゲットを設定している。第一に、市場がうまく機能しない中小企業に向けた資金供給量の増加を目標としており、累計投資額 KPI である 10 億 GBP を 2018 年度に達成した。第二が資金調達源の多様化、第三が認知度の改善、そして第四が税金の効率の良い運用である。多様化、認知度改善はユニークな KPI であると言える。また、全体として KPI 達成に向けて順調に推移している。

第一の KPI とも密接に係る資金供給量に関して、2018 年において中小企業<sup>15</sup>向けに 31 億 GBP<sup>16</sup> が供給され、また 7 億 GBP の新たなコミットメントがなされている。投融資額の目安として、松浦 (2019) は、売却可能金融資産残高 (9.9 億 GBP) と貸付金残高 (3.5 億 GBP) を記している。

収益性について、公開されている利益を表 4 に示した。2018 年度のグループ営業利益は 4,831 万 GBP である。BBFL は 996 万 GBP の損失を被るが、BBI で 5,827 万 GBP を稼ぎ出し、SULCo で 24 万 GBP を貢献し、BBB 全体として収益性を担保する組織体制となっている<sup>17</sup>。なお、一部損失を計上する部門があっても他部門で補填し利益を確保する構造は 2017 年度においても確認できる。

また、当期純利益は 2014 年度の設立以来マイナスであることがわかる。しかし、連結包括利益を参照すると分かるように、支出の大半を人件費が占める設立年度の 2014 年度を除くと徐々に損失から利益へと移行していることがわかり、当期純利益においても順調に推移すれば 2019 年度または 2020 年度には利益へと変わるだろう。なお、ROC は 4.7% である。

役員の報酬については、報酬体系の説明だけでなく、役員各人の報酬額面を含め、詳細に至るまで公表されている。例えば、CEO の Keith Morgan は 2018 年度合計 44.7 万 GBP を報酬として受け取っているが、それは基本給 29.9 万 GBP、長期インセンティブ報酬 11.8 万 GBP、年金支払 2.9 万 GBP で構成されている。なお、長期インセンティブは 15 万 GBP が上限とされ、個人のパフォーマンス指標二つと組織パフォーマンス指標によって決まる<sup>18</sup>。他方で、前年度と比較すると報酬額はそれほど変動しておらず<sup>19</sup>、インセンティブが十分機能していると言えるかどうかは定かではない。

また、BBB に加え Infrastructure and Projects Authority (IPA) が 2016 年に設立された。これは、政府の主要なインフラプロジェクトを支援する Infrastructure UK (IUK) と、政府の重要プロジェクトを監督する Major Projects Authority (MPA) を統合したものである。官民ファンドすべてが一元化されたわけではないものの、中小企業関連の投融資は BBB が、インフラ投資は IPA が統括する。一元化・統合化の大きな流れは強く、統合することが必ずしも合理的ではない分野間においては棲み分けを行い、統合が合理的である分野内においては既存の諸機関を一つに統合する動きがある。

<sup>13</sup> 財務省理財局 (2018) 「財政制度等審議会 財政投融資分科会説明資料」 P8. 2018 年 5 月 31 日

<sup>14</sup> British Business Bank 「Annual Reports and Accounts 2018」 p.12.

<sup>15</sup> 従業員 250 人未満であり、年間売上高 5,000 万 EUR 未満または総資産額 4,300 万 EUR 未満の企業

<sup>16</sup> 2018 年度累計資金供給量 (123 億 GBP) と 2017 年度累計資金供給量 (92 億 GBP) の差

<sup>17</sup> British Business Bank 「Annual Reports and Accounts 2018」 p.107.

<sup>18</sup> British Business Bank 「Annual Reports and Accounts 2018」 p.67.

<sup>19</sup> 前年度の報酬は 44.85 万 GBP

## 第二項 ドイツ

ドイツにおける官民ファンドに類似した組織として最も重要なのは KfW（復興金融公庫）である。これは、1948 年にドイツの復興を目的として創設され、連邦政府（Federal Republic of Germany）が株式の 80%、州政府（German Federal States）が 20%を出資する Promotional bank である。主要 5 部門を抱えており、それらは大きく国内助成事業と国際業務の二つに分けられる。国内助成事業として、中小企業・個人向け事業（Mittelstandsbank & Private Kunden）、個別対応・公共事業（Individualfinanzierung & Öffentliche Kunden）、ベンチャー向け事業（KfW Capital）の 3 部門<sup>20</sup>が、国際業務として、輸出金融（KfW IPEX-Bank）と途上国支援（DEG）の 2 部門が存在する。

ベンチャー向け事業である KfW Capital は、ハイテク企業基金（HTGF）、VC 共同投資基金（Coparion）、ERP ベンチャーキャピタル基金投資（ERP-VCF）の 3 ファンドを一元的に管理する形で 2018 年 10 月に設立された。ハイテク起業基金は、イノベーション企業に対するシード投資を促進するため、ドイツ連邦経済エネルギー省（BMWi）主導のもと BMWi、KfW および民間企業からの出資を受け 2005 年に設立された。特筆すべき点として、2005 年に第一基金が、2011 年に第二基金が、2017 年に第三基金が設立されたが、民間出資の割合が徐々に上昇していることが挙げられる。第一基金において 2.7 億 EUR のうち 6%、第二基金の 3.0 億 EUR のうち 14%、第三基金の 3.2 億 EUR のうち 34%が民間出資で供給された。KfW Capital 傘下の ERP-VCF は、ベンチャー向けのプログラムとして KfW が連邦政府と協力し 2015 年に開始したものであり、2018 年に KfW Capital に組み込まれた。従って、KfW は比較的長い歴史を持つ機関であるが、傘下に新設された KfW Capital のもとに既存機関の一元化が図られたため、近年の中小ベンチャー企業促進ファンドの集約化を示す存在であると言える。

KfW の主目的は、Promotion である。ドイツ、ヨーロッパ、ひいては世界の経済的・社会的・環境的な生活環境を改善することを目的とし、その中でも国内の中小企業へのファイナンスを特に重視する。

ファイナンスの手法において特徴的なのは、代理貸付制度（on-lending）を採用している点だ。法令に基づき、KfW が借り手にとっての直接の貸し手となることはなく、中間に商業銀行を挟む形態をとる。この制度により、信用リスクが商業銀行へと移るために銀行側が投融資案件を精査することとなる。また、BBB（2018）はこの仕組みにより各地にオフィスを持たずにすみ費用削減に貢献しているとしている。

事業規模に関して、部門ごとの情報がアニュアルレポートに掲載されている。2018 会計年度におけるグループ全体の新たな融資規模は 755 億 EUR<sup>21</sup>となっている。国内助成事業 460 億 EUR のうち、中小・個人向け事業 363 億 EUR、個別対応・公共事業 95 億 EUR、ベンチャー事業 KfW Capital 11 億 EUR である。国際業務は 283 億 EUR であり、うち IPEX-Bank 177 億 EUR、DEG 106 億 EUR となっている。

業績について、表 4 のバリュエーション前の部門別営業利益を参照されたい。新設の KfW Capital は微小ではあるもののマイナスの営業利益を計上しており、それを他部門で引き上げることによってグループでの利益を確保していることがわかる。また連結利益を見てみると、少なくとも近年は毎年度利益を確保していることが分かるが、利益の額には変動があることが分かる。2015 年度は前年度比 43%増であるのに対し、2017 年度は前年度比 29%減である。規模が

<sup>20</sup> 2018 年に国内事業 2 部門体制から KfW Capital を加えた 3 部門体制となったが、その際に既存 2 部門も再編成された

<sup>21</sup> IPEX-Bank のコミットメントのうち、ローンプログラムにて再融資された額調整後の値

大きく設立から 60 年以上が経つ KfW においても利益が大きく変動し得ることは、官民ファンド運営の安定した収益性を確保することの難しさを示していると言える。

報酬に関しては、報酬体系の詳細は公開されていないものの額は公開されており、例えば CEO の Günther Bräunig には 2018 年に 79 万 EUR が、2017 年に 64 万 EUR が報酬として支払われている<sup>22</sup>。

### 第三項 フランス

公的投資銀行 (Bpifrance) がフランスにおける中核的な存在である。2012 年に創設された政府系金融機関であり、政府が 50%、公的金融機関の預金供託金庫 (CDC) が 50% の株式を保有する持株会社である。Bpifrance は三部門体制をとっており、融資事業の Bpifrance Financement の 90.77% の株式を、投資部門の Bpifrance Investment の 100% の株式を、輸出信用事業の Bpifrance Assurance Export の 100% の株式を保有している。

投融資額に関して、アニュアルレポートによると、2018 年度においてイノベーション活動として 11.7 億 EUR が投融資され、そのうち個別補助 4.6 億 EUR、開発ローン 4.4 億 EUR、共同プロジェクトファイナンス 2.7 億 EUR である<sup>23</sup>。財政制度等審議会 (2018) 資料によると、2017 年度の投融資実績は下記のとおりである。融資額 144 億 EUR は、無担保ローン 72 億 EUR、短期ローン 59 億 EUR、イノベーション・ファイナンス 13 億 EUR の計。保証額は 89 億 EUR である。投資額 40 億 EUR は、間接投資ファンド・オブ・ファンズ 10 億 EUR、イノベーション投資 2.6 億 EUR、グロース投資 27 億 EUR の計<sup>24</sup>。

収益に関して、全体の資金利益は 7.7 億 EUR である。部門別の会計情報は確認できなかったものの、投資先セクターごとの情報は充実していた。融資額において、工業、建設、貿易・運輸、会社向けサービス、個人向けサービス、観光の区分別に開示されている。これは投資先の多様性担保を重視している証であると言えよう。なお、ROE は 2017 年度 5.1%、2018 年度 4.5% であった。

役員の報酬に関しても開示されており、特に CEO である Nicolas Duforcq については詳しい。40 万 EUR の固定報酬に加え、5 万 EUR を上限とする変動報酬が存在<sup>25</sup>し、量的および質的な尺度の達成状況に応じて変動するとするが、詳しい尺度については機密情報であるとして公開されていない。変動報酬が存在するものの、2017 年 2018 年両年において満額である 45 万 EUR が支払われており、インセンティブ報酬として機能しているかどうかは不明である。

Bpifrance の親会社である CDC に関して、財政投融資分科会 (2018 年 5 月 31 日) 資料より補足する。国民の貯蓄基金を財源とし、住宅及び地方向け貸付、地方向け貸付や投融資を行う。2018 年に部門編成が行われ、地域開発、子会社管理、Bpifrance を介した企業金融、退職金運用、資産運用の 5 部門体制となった。

<sup>22</sup> KfW 「Financial Report 2018」 p. 209.

<sup>23</sup> Bpifrance 「Annual Financial Report 2018」 p. 13.

<sup>24</sup> Bpifrance 開示の情報により作成された情報と考えられ、Annual Report から最新の情報に更新できなかったため、昨年度の情報を掲載

<sup>25</sup> 公的投資銀行役員の報酬に関する法律によって規定

表 4. 海外ファンドの財務情報 (2019 年度 3 月末)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
<b>BBB (£m)</b>					
粗利益	-	17.7	51.1	80.9	146.3
営業利益*1	(0.1)	6.5	31.8	37.2	48.3
BBFL	-	1.6	3.9	(7.4)	(10.0)
BBI	-	5.1	27.6	44.4	58.3
Company plc and BBFSL	-	(0.2)	0.3	0.2	-
SULCo	-	-	-	-	0.2
税引前純利益 (損失)	(0.1)	(14.0)	(14.8)	(1.3)	11.3
連結当期純利益 (損失)	-	(23.3)	(17.1)	(12.2)	(6.2)
連結包括利益*2	(0.1)	(16.1)	(9.3)	1.6	6.6
<b>KfW (€m)</b>					
資金利益	2,768	2,904	2,610	2,393	2,228
評価前営業利益*3	2,023	2,066	1,898	1,661	1,387
SME Bank & Private Clients*4	-	-	-	188	178
Customized Finance & Public Clients*4	-	-	-	29	24
KfW Capital*5	-	-	-	(9)	(7)
IPEX-Bank	619	690	645	581	483
DEG	173	240	230	189	138
Financial Markets	252	131	124	147	212
営業利益	1,609	2,302	1,980	1,453	1,623
連結利益	1,514	2,171	2,002	1,427	1,636
<b>Bpifrance (€m)</b>					
資金利益*6	496	580	628	693	713
銀行業務利益*7 (€m)	550	615	682	758	770
営業利益 (€m)	161	187	289	312	289
税引前純利益 (€m)	162	197	290	291	314
当期純利益 (€m)	103	119	184	167	182

注 1: ECF loan commitments provision前

注 2: 損益計算書に含まれない純資産の変動を含んだ利益損失

注 3: promotional expense前

注 4: 2017年度に部門が再編されたため2016年度までの営業利益を0とする

注 5: 2017年に新設されたため、2016年度までの利益は存在しない

注 6: 資金運用収益から資金調達費用を引いた値

注 7: 資金利益+手数料利益+その他活動からの利益

出所: 英BBBは"British Business Bank Annual Report and Accounts"より;

独KfWは"KfW Financial Report"より;

仏Bpifranceは"Bpifrance Financement Annual Financial Report"より筆者作成

## 第二節 欧州事例の概要

各国において官民ファンドに似通った制度ないし機関がイギリス・ドイツ・フランスにおいて確認されるなかで、それぞれの相違点と共通点が明らかになった。

一つ目の相違点は、沿革だ。今日において官民ファンドとして中核をなす機関が、イギリスは2014年に、ドイツは1948年に、フランスは2012年に設立された。組織構成も異なり、ドイツKfWは国内中小企業促進業務の他に国際業務を担っている点などは、イギリスBBBやフランスBpifranceと異なっている。関連して、組織の官民ファイナンス全体における立ち位置も若干異なっている。イギリスは中小企業関連の業務を一元化した、インフラファイナンスを担うIUKが別に存在する。ドイツはより多くの業務・機能が中核組織であるKfWに集約されている。フラ

ンスにおいては、Bpifrance の 50%の株式を保有する CDC が住宅ファイナンスを行っている。更に、これは業務内容の差異によっても一部説明されるが、組織の規模も大きく違う。営業利益の単純比較において、イギリス BBB は 0.5 億 GBP、ドイツ KfW は 13.9 億 EUR、フランス Bpifrance は 7.7 億 EUR となっている。

以上が主な相違点であるが、共通点も多い。第一に、沿革や組織構成、規模が違う中、リスクマネー供給という筋書きは各国に共通している。また、その中でも特に中小企業重視が顕著であり、翁（2019）が指摘するように、中小企業関連を軸とした官民ファンドの統合・一元化の潮流が存在する。上記の通り、各国それぞれ別の機関が存在するなど一定の差はあるものの、イギリスは 2014 年に BBB が設立され、ドイツは 2018 年に KfW Capital が KfW のもと新設され、フランスは 2012 年に Bpifrance が設立されるという形でファンドの統合・再編が行われた。定量的な因果関係は明らかではないが、統合は業績改善に貢献するという意見が支配的であるように思われる。統合のもたらす恩恵として、財政投融资分科会（2018 年 5 月 31 日）において主に三点が指摘されている。第一に投資機能の向上および間接費用の削減、第二に人材登用の改善、第三に利便性向上だ。窓口が一本化されることで中小企業などが最適なプログラムの判断をしやすくなることによる。

複数ファンドないし部門を統合することによる利点が他にもある。政策目的のファンド・新設のファンド・ベンチャーキャピタルなど、構造上利益が上がりづらく業績が不安定となりやすい部門を、安定している他部門が引き上げることによって、全体としてプラスの利益を計上していることがイギリスとドイツにおいて確認された。

また、翁（2019）が注目するように、企業とのビジネス・エコシステムの形成が心がけられている。興味深い試みとして英国 BBB におけるエコノミストチームの存在が挙げられる。民間資金が十分に供給されない分野の分析および支援制度の開発、KPI に照らし合わせたプログラムの達成状況の評価、税金の効率的な運用が行われているかの確認などを行っている。

役員報酬に関しても、概ね似通っている。両者の比重に若干の違い<sup>26</sup>はあるものの固定報酬と変動報酬によって決定され、CEO の合計年間報酬は概ね 30 万 EUR から 80 万 EUR の間に収まっているようだ。なお、財政投融资分科会（2018 年 5 月 31 日）における議論において、いずれの国においても民間セクターより給料は下がるものの、十分に人材は集まっていることが報告されている。

### 第三章 国際比較

第一章では日本の官民ファンドに関する情報・議論を整理し、第二章ではイギリス・ドイツ・フランスの公的金融機関に関する情報を集め整理した。以上を踏まえ、海外の事例を日本の官民ファンドに還元させる形で国際比較を行い、日本への示唆を導き出していく。なお会計情報に関しては、日本においては一部のファンドしか情報を公開していない場合がある上に、それぞれの国において組織構成が異なるため、国別の投融资額や利益の多寡をそのまま比較することは健全ではない。しかしながら、参考になる切り口は多く存在し、有意義な比較をすることは十分可能である。

#### 第一節 再検討

第一章一節において、官民ファンドの数および重複に関して議論した。整理統合が進んでいる海外の事例に鑑みると、官民ファンドが二桁数存在する日本の現状は特異であるように思わ

<sup>26</sup> フランスでは 9 割程度が固定報酬であるのに対し、イギリスにおいては 7 割程度である。

れる。海外の傾向を踏まえて盲目的に模倣する必要はないが、同時に現状を正当化する理由は見当たらない。ファンド統合の便益の一点目に挙げた効率性に関しては、業務対象が重複している現状において、必要以上の時間、労力、資金が消費されていることに繋がる。二点目の人材面に関しても、冒頭で触れた産業革新機構の役員辞任など問題は存在しており、働き口が分散している現状では人材が集まりづらいとも考えられる。三点目の利便性向上においては、窓口の一本化という観点から確実に改善を望むことができる。

第二節では、民業圧迫及び民業補完の原則に関する議論に言及した。日本では民業圧迫が問題視されるようになったことを契機に民業補完の徹底が心がけられるようになり、KPI の設定などがあった。海外では、官民が互いに補完し合うビジネス・エコシステムの形成に特に注意がなされているとされており、イギリスでの施策としてエコノミストチームの仕組みを紹介した。しかしながら、各国の民業補完の施行が功を奏しているのか、それとも民間側の性質などその他の要因によるものなのかを判断することは難しい。民業圧迫の指摘が存在しないことと民業補完を促進する試みとの因果関係は明らかではないため、果たして日本において同様の施策を打つことで民業補完がより徹底するかどうかは不透明である。更に、民業圧迫は明確な問題というよりは、圧迫であるという意見が聞かれるために原則に徹するよう気をつけるという曖昧な問題であるため、目標点が存在せず対策が難しい。

第三節では、ファンド業績および損失について議論し、累積赤字が膨張し続けることは問題であるが、設立後数年損失状態が続くことに問題がないことを記した。海外においては、ドイツとフランスにおいてはグループ全体において黒字であり、赤字を計上しているのは設立が最も新しいイギリス BBB である。ドイツ KfW においても、新設のベンチャー関連事業の KfW Capital が赤字を計上している。日本の一部ファンドにおいて見られる累積赤字が嵩む状況は本稿の調べにおいては確認されなかった。以上から、第一に赤字ファンドの存在は避けられない場合があることが再確認される。累積赤字が膨れ上がることは避けるべきであるが、稼働後数年間利益を確保できないことに問題はないと言える。第二に、小規模ないしベンチャー投資を行うファンドなどは、比較的大きい機構で囲うこと、もしくは複数束ねてリスクを分散することが望ましいのではないかと考えられる。リスクマネーを供給している以上年間平均投資案件数が一桁のファンドにおいて損失が出ることは性質上避けがたく、公的資金の運用を担う存在としてすべてのファンドで利益を確保することは構造上避けがたい。

第四節では、問題を二つ提示した。一つ目は KPI に関する議論であり、民業補完のメルクマールの不明さに加え、算出方法の一貫性のなさを指摘した。KPI を大きく主張している国とそうでない国が存在するが、13 ファンドが独自に設定した KPI に基づき達成状況を評価している現状が好ましいとは思えない。二つ目は報酬の問題である。INCJ における報酬体系の契約後変更に加え、2018 年時点において INCJ を除き業績連動報酬制度が導入されていないなど、海外の事例と比べるといささか未熟である。INCJ において報酬が高額すぎるとされたが、2018 年に KfW の CEO に支払われた 79 万 EUR は 2019 年末時点の為替レートにて約 9500 万円に相当する。適切な金額を議論することは本稿の対象外となるので省略するが、報酬体系の策定も、早急に改善が要求される問題の一つである。

## 第二節 提言

以上の議論を踏まえ、本稿は官民ファンドの統合または統括機関の設立を提言する。すべてを一つにまとめる必要はなく、同様にすべてを統括する組織を上位に設置する必要もないが、一定の水準の整理統合が必要だ。一元化することにより、再検討した官民ファンドに関する問題点を包括的に解決ないし改善することが期待できる。重複は間違いなく是正される上に組織の経営、意思決定の迅速化などによる投資効率の改善などが見込まれる。損失については、間

接的に、従来は分断・分散していた知見や人材が横断的に活用されることによる改善が期待できる。加えて、必然的に解消される問題ではないものの、一部ファンドにおいて累計損失の蓄積および活動停止が問題となることは今後も起こり得ると想定される。その際に、管轄省庁が責任を取る形でたたむよりも、ファンド運営を統括する組織が複数あるファンドのうちの一つをたたむという形の方が業務上効率が良く政治的に容易であると推測される。また、諸官民ファンドを整理統合することにより KPI の設定および報酬体系の画定も行いやすくなるだろう。

一元化に対しては、政治的要因に依り実現困難であるという懸念が存在する。財政投融资分科会（2018年5月31日）での議論において省庁間の領域争いの可能性などが指摘されたように、特に単独で所轄するファンドを有する省庁などは統合に対して抵抗ないし躊躇することも予想される。英国のBBB設立の際には、行政改革やコスト削減、効率性向上の流れの中、国務大臣の強力なリーダーシップが発揮されたとのことである。昨今の日本では官民ファンドに関する問題が頻繁に報道され、また政権のリーダーシップが強く比較的安定しており、改革を受け入れる土壌が出来上がっているように思われる。政府一体となり、官民ファンド改革を推進していくことが期待される。

## 終章

本稿では政権の成長政略の一環として拡大し現在 13 ある日本の官民ファンドを取り上げ、第一章では、日本の官民ファンドに関する情報を整理するとともに四つの議論を展開した。第一に、棲み分けが不十分な 13 の官民ファンドが存在するために、業務内容の重複が生じている点に言及した。第二に、民業圧迫の問題を指摘し対策が取られていることを示した。第三に業績の問題を取り上げ、累積損失が重なるファンドが存在するが全体としてはむしろ多額の利益を生み出しており、また一部ファンドにおける赤字は性質上避けることが難しいことを論じた。第四に、多くのファンドにインセンティブ報酬が存在しない問題や一貫性なく KPI が設定されている問題を提起した。

第二章では、海外の類似事例としてイギリス、ドイツ、フランスに着目し、中核となる機関としてそれぞれ BBB、KfW、Bpifrance などを紹介した。沿革や組織体制、規模などにおいて相違点はあるが、中小企業促進を軸としたファンド一元化の動き、一部損失を計上する部門があっても他部門で引き上げる構造、民業補完を徹底するための仕組み、規定された報酬体系の開示など共通点があることを確認した。

これらの議論を踏まえ、第三章ではまず国際比較により第一章で挙げた四つの問題を再検討し、日本の官民ファンドの数は過剰であること、民業補完に関して参考となる仕組みが海外に存在すること、一部ファンドにおいて損失が発生すること自体に問題がないこと、KPI 及び報酬に関しては海外に学ぶべきであることを確認した。次に、日本の官民ファンドへの処方箋として、複数の官民ファンドを統合すること、もしくは統括する組織を設立することを提言した。政治的要因から実現は容易ではないが昨今の国内情勢は改革に着手する際に追い風となり得るとし、また一元化することで投資効率の向上、より良い人材の登用、業績の改善、民業補完の強化、一貫性のある KPI の設定や業績連動を含む報酬体系の設定および開示などが見込めることを示した。

本稿では、既存研究において研究の余地が残る海外比較の観点から官民ファンドに取り組んだ。2019 年末時点で開示されている公開資料を参考としており、細かい分析などに関しては他に譲ることとする。官民ファンドは多くの問題と矛盾を内包するが、歴史の浅い発展途上の制度であり今後の進展の余地は十分にある。一元化の動きが現実のものとなるかは定かではないが、今後改革がなされより良い制度となることを期待する。

## 参考文献

- 石井芳明 (2019) 「ベンチャーファイナンス、イノベーション促進に関する論点と課題」 神作裕之・小野傑・湯山智教 (編) 『金融資本市場のフロンティア』 中央経済社 pp. 248-270.
- 石田幹人 (2019) 「法制面からの官民ファンド分析」 『証券アナリストジャーナル』 57(11) pp. 33-42.
- 磯田篤岐 (2019) 「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—」 『証券アナリストジャーナル』 57(11) pp. 26-32.
- 薄井繭実 (2016) 「官民ファンドの現状と課題」 『立法と調査』 (383) pp. 36-48.
- 翁百合 (2018) 「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—」 日本総合研究所.
- 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」 [http://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/300413\\_zenbun\\_02.pdf](http://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/300413_zenbun_02.pdf) (2019年12月4日閲覧).
- 川村雄介 (2015) 「官民ファンド活用ガイド」 金融財政事情研究会.
- 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「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」各回資料. [https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin\\_fund/](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/) (2019年12月2日閲覧).
- 経済産業省 (2017) 「平成28年度産業経済研究委託事業 (リスクマネー供給及び官民ファンド等に関する国際比較調査研究)」 AT Kearney. [https://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/H28FY/000391.pdf](https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000391.pdf) (2019年11月25日閲覧).
- 財務省 (2018) 「財政制度等審議会 財政投融资分科会 (2018年5月31日) 議事録」 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_filp/proceedings/material/zaitoa010614/zaito010614\\_01.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa010614/zaito010614_01.pdf) (2019年12月5日閲覧).
- 財務省 (2019) 「財政制度等審議会 財政投 融資分科会 (2019年6月14日) 今後の産業投資について」 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_filp/report/zaito010614\\_houkokusyo.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/report/zaito010614_houkokusyo.pdf) (2019年12月3日閲覧).
- 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.
- 田中秀明 (2015) 「官民ファンドのガバナンス」 全国銀行協会金融調査研究会報告書『中期的にみたわが国公的金融のあり方』 pp. 61-105.
- 中里幸聖 (2019) 「成長資金供給と官民ファンド、期待と課題」 『証券アナリストジャーナル』 57(11) pp. 7-15.
- 松浦茂 (2019) 「官民ファンドの動向と課題」 『レファレンス』 69(1) pp. 47-71.
- KfW 「Financial Report」 各年度資料. [https://www.kfw.de/KfW-Group/Service/Download-Center/Financial-Publications-\(D-EN\)/Finanzbericht/](https://www.kfw.de/KfW-Group/Service/Download-Center/Financial-Publications-(D-EN)/Finanzbericht/) (2019年12月4日閲覧).
- British Business Bank 「Annual Reports and Accounts」 各年度資料. <https://www.british-business-bank.co.uk/publications/> (2019年12月4日閲覧).
- Bpifrance 「Annual Financial Report」 各年度資料. <https://www.bpifrance.fr/Investor-Relations> (2019年12月5日閲覧).