

潜在力の大きい自国産業の発展を支援する

フランスの戦略投資ファンド FSI

林 宏美

■ 要 約 ■

1. フランスでは、2008年12月19日、サルコジ仏大統領のイニシアティブの下、フランスの公的金融機関である預金供託公庫（CDC）の傘下に、戦略投資ファンド（Fonds stratégique d'investissement、FSI）が設立された。残る49%をフランス政府が直接保有するFSIは、フランス版政府系ファンド（SWF）として捉えられているが、潜在力の大きい自国産業の発展、大規模な変革を迫られている産業の構造変化を後押しする意味合いが強く、SWFの中で異彩を放つ存在と言える。
2. フランス政府がFSIを設立した背景には、金融危機による足元の資金不足から潜在性の高い多くのフランス企業が経営破綻リスクに見舞われた事情がある。実際、FSIが2009年に投資した企業は、直接、或いはファンド経由の間接保有をあわせると、2,500社以上にのぼり、その企業規模やセクターは様々である。
3. FSIの特徴としては、足元で喫緊の対策が迫られており、再編が必要とされている分野、或いは将来の潜在性を高く評価していると見られる分野への投資に特化したスペシャル・ファンドを2009年に相次いで設立したことがある。さらに、FSIは、2009年10月、中小企業に焦点を絞ったFSI-PMEプログラムも立ち上げ、中小企業支援を一段と強化するべく、新たな投資ツールも導入した。
4. FSIは、中小企業から中堅・大企業にいたるまでカバーして出資を行う役割、特定の産業にターゲットを絞ったファンドを運営する役割、企業の海外進出を支援する役割など、様々な機能を同一の公的組織が手がけている点は、わが国にとっても参考になると考えられる。次世代産業の育成を目指すわが国の産業革新機構の活用、ひいては日本版FSIのような組織を設立する意義を検討するうえで、FSIは十分注目に値しよう。

I はじめに

フランスでは、2008年12月19日、サルコジ仏大統領のイニシアティブの下、フランスの公的金融機関である預金供託公庫（Caisse des Dépôts、以下 CDC）の傘下に、戦略投資ファンド（Fonds stratégique d'investissement、FSI）が設立された。フランス版政府系ファンド（SWF）として捉えられている FSI は、投資パフォーマンスの追求を掲げながらも、潜在力の大きい自国産業の発展や大規模な変革を迫られている企業ひいては産業の構造変化を後押しする意味合いが強く、SWF の中でも異彩を放つ存在と言えよう。

本稿では、最初に FSI の位置づけや実態について整理する。次に FSI と親会社である CDC やフランス政府との関係を整理する。続いて、FSI が力を入れている特定分野支援ファンドと中小企業向けプログラムを概観したうえで、SWF ではないものの、わが国で 2009 年 7 月に設立され、その目的などで FSI との類似点が少なくない産業革新機構との比較を試みる。

II 仏戦略投資ファンドの設立背景と概要

1. FSI 設立の背景

FSI は、51%を公的金融機関 CDC が、残りの 49%をフランス政府が直接保有する形で設立された。FSI の原資は、現金 60 億ユーロに加えて、CDC、フランス政府が既にそれぞれで保有している仏国内企業株式のうち FSI に移管した 140 億ユーロ相当を合算した 200 億ユーロであり、石油や天然ガス関連の収入、外貨準備高を原資とする多くの SWF とは一線を画している（図表 1）。

フランス政府が FSI を設立することになった背景には、金融危機による足元の資金不足から潜在性の高い多くのフランス企業が経営破綻リスクに見舞われたことがある。サルコジ大統領が FSI 創設構想を明らかにした 2008 年 11 月 20 日、同大統領は、FSI の主な設立目的として、1) たとえ金融機関が足元で貸出リスクを取りたくない状況であっても、将来の潜在成長力が大きい中小企業を国が支援すること、2) フランスにとってかけがえないスキルや技術力、雇用機会を有する戦略的な企業における自己資本の保護を強化することの 2 点を挙げていた¹。

なお、同スピーチ前に施行された 2008 年 8 月 4 日経済近代化法（loi de modernization de l'économie、LME）²では、長期的な投資家としての CDC の役割が強化されており、そうした法改正により、少数株主かつ長期的な投資家であることを貫く FSI を設立しやすい環境が整えられた、ということも言える。

¹ Speech by M. Nicolas Sarkozy, President of the Republic(excerpts), Montrichard, November 20, 2008 (<http://ambafrance-us.org/spip.php?article1192>)

² フランス通貨・金融法典（Code monétaire et financier）第 518-2 条に相当する。

図表 1 CDC およびフランス政府から FSI へ移管された持株

	フランス預金供託公庫 (CDC) の出資分		フランス政府の出資分	
上場企業 少数株主	アコール	7.6%	ADP	8%
	アシステム	14.5%	フランス・テレコム	13.5%
	エファージュ	20%		
	ユーテルサット・コミュニケーションズ	25.7%		
	ネクシティ	5.4%		
	セシェ・アンビロヌモン	20%		
	イメリス	5%未満		
	アルカテル・ルーセント	5%未満		
	シュナイダー・エレクトリック	5%未満		
	ラガルデールSCA	5%未満		
	ダノン	5%未満		
	アルトラン・テクノロジーズ	5%未満		
	エア・リキード	5%未満		
	ソデク	5%未満		
	テクニップ	5%未満		
	ユービーアイソフト・エンターテインメント	5%未満		
	ヴァレオ	5%未満		
パローレック	5%未満			
ヴィヴェンディ	5%未満			
ソディアック・エアロスペース	5%未満			
非上場企業 少数株主	TDF	23.8%	STXフランス・クルーズ	33.3%
	ソプロル	18.8%		
	SAUR	38.0%		
資産運用 会社	CDCアントルプリーズ(ポルトフォリオ)	100%		
	CDCアントルプリーズ(キャピタル・アンベスティスマン)	100%		
キャピタル・ インベストメ ント・ファンド	FCPR CDCキャピタルⅢ	33.3%		
	FCPR CDCキャピタルⅡB	52.5%		
	FCPR CDCディベロップマン・トランスミッション2	33.3%		
	アクサ共同投資ファンド2	9.1%		
	PAIユーロップ IV-C FCPR	7.7%		
	ワインバーク・キャピタル・パートナーズ I FCPR	7.8%		

(出所) FSI 年次報告書より野村資本市場研究所作成

2. 投資対象は創業期の中小企業から大企業まで

こうした背景から、FSI が投資対象としているのは、創業期の中小企業から中堅企業、大企業に至るまで幅広い。より具体的に見ると、FSI の設立目的は、以下のような支援を行うこととされている³。

- ① 高い潜在成長が見込まれる中小企業（企業価値が 1 億ユーロ未満）に対しては、フランス投資プログラム（“Programme France Investissement”、後述）を通じた間接的な投資を行う。
- ② 中堅企業（企業価値が 1 億ユーロ以上 20 億ユーロ未満）については、主に最先端の技術力によって価値を生み出すか、或いは主導的なポジションを切り開くかのいずれかが明白な企業に対して、発展やイノベーションの触媒として FSI が重要な役割を果たす。
- ③ 激的な変化が起きているセクターに属する中堅企業で、強固なファンダメンタルズ（技術力、人的資源、或いは強固な商品レンジ）をもとに、ある特定のセグメントにおいて主導的なプレイヤーとなりうる企業への投資を行う。この場合、当該企業が急速に変化する産業構造に迅速に適応するのに、FSI の投資が一役かう。
- ④ 属するセクターできわめて重大な役割を果たしており、当該企業の株主資本を安定させることによって、価値を生み出し、豊かなスキルや技術力、雇用機会を創出する産業戦略の形成に一役かう大企業及び中堅企業に投資を行う。

³ “Les orientations stratégiques du Fonds stratégique d’investissement”

実際 2009 年に FSI が企業の株式に直接投資した案件を見ると、大企業 4 社、中堅企業 5 社、創立期の中小企業 1 社、成長期の中小企業 11 社の合計 21 企業に 8 億ユーロの投資を行うなど、その企業規模は様々であった（図表 2）。この 21 事例を見ると、従事する分野でのグローバル企業が目立っており、結果として FSI がフランス企業の海外事業展開を後押ししている状況が伺われる。

また、2010 年 3 月時点における FSI の運用ポートフォリオを見ると、自動車やソフトウェア・情報サービス、消費財の 3 分野がそれぞれ全体の 13% で最大シェアを占めるのに、エンジニアリング（同 10%）、製薬・バイオテクノロジー（同 6%）が続くなど、FSI が様々なセクターに分散投資している状況が伺われる（図表 3）。

このように、企業の株式に直接投資する方法に加えて、FSI がファンドを経由して間接的に投資する方法もある。この方法で FSI が 2009 年に投資した額は 6 億ユーロであったことから、同年における FSI による投資額は、前述の直接保有の 8 億ユーロとあわせて合計 14 億ユーロであった。直接保有、間接保有を問わず、FSI が投資した中小企業及び中堅企業は約 2,500 社、大企業は 30 社あまりに達しており、創立してから 1 年余りと日が浅いにも関わらず、既に FSI による投資が活発に行われている。

3. 企業側の要請に基づく投資が過半

FSI の投資アプローチは、1) 企業側の自発的な要請に応じて直接株式に投資するアプローチ、2) 民間のファンドなどを経由して間接的に企業に投資するアプローチ、3) 事前に定めた特定の要件を満たし、FSI の基準やフランスの産業政策に沿った戦略を有する企業の株式に直接投資するアプローチの大きく 3 つに分類することが出来る（図表 4）。現在までのところ、2) は主に中小企業、1) と 3) は中堅企業および大企業に活用されている。

こうした 3 つのアプローチの中で最も主流をなしているのは、1) の企業側からの自発的な要請に応じて直接株式に投資するアプローチである。2010 年 3 月時点における FSI の投資アプローチ内訳を見ると、企業或いは企業の株主からの要請に応える受動的な投資アプローチが全体の 55% と過半を占めている（図表 5）。これに続くのが、民間のファンドなどを経由して間接的に投資するアプローチで全体の 15%、さらには親会社である CDC からの要請に基づくアプローチが同 10% である。

ちなみに、FSI は、投資を実行に移す前に、FSI が想定する投資候補先企業の戦略プロジェクトに合わせた投資期間やエグジットなどについて、当該企業の経営陣との間で予め合意を得て初めて投資を行うスタンスに立っている。

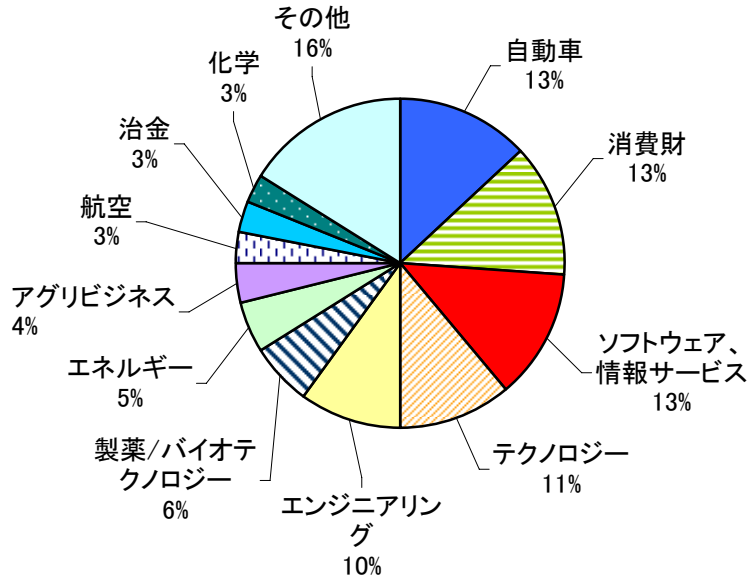
最近では、FSI は、3) のターゲットを絞って直接企業の株式に投資するアプローチを増やす傾向にあり、従来からこのアプローチを適用してきた中堅企業および大企業に加えて、成長性の高い中小企業への適用も増えつつある。

図表 2 2009 年における FSI の投資案件リスト

年 月	投資先	内容	共同投資の場合、 提携先	備考
2009年 2月	ヴァレオ(世界のトップ10自動車部品メーカー)	FSIが資本参加したことで、CDCの持分と併せて同社の議決権10%を獲得、第2位の大株主となった。	-	
3月	ダエ(航空機関連部品メーカー)	FSIが8,000万ユーロの増資を引き受けた。	アエロファンド1、アエロファンド2	アエロファンド1・2ともに、CDCエンタープライズを通じてFSIが資金を投じる。
	ファリニア(仏トップ金属加工メーカー)	FSIが2,000万ユーロの増資を引き受けた。	-	
4月	レッド・トゥ・ライト(LTL、LED照明のデザイン・製造)	FSIが420万ユーロを出資した。	-	
5月	3Sフォトニクス(通信ネットワーク向けオプトエレクトロニクス部品のデザイン・製造)	FSIは、増資に参加したほか、同社の監査委員会にも役員を派遣している。		
	ジェムアルト(デジタル・セキュリティ分野で世界トップクラス)	FSIは、共同で1.6億ユーロを出資、株式の8%を取得した。FSIの投資理念に基づき、同社の企業統治に関与するため、取締役会に役員を派遣した。	TPGキャピタル	
7月	ネクサンス(ケーブル業界の世界トップ企業)	FSIは、同社の株式を取得し、出資比率は5%超となった。	-	
	メカノ(世界最古の玩具ブランド)	FSIは、同社の440万ユーロ規模の増資を引き受けた。	-	CDCエンタープライズを経由した投資。メカノでは、売上の57%を海外から計上しているが、従業員80%は仏国内に勤務している点の特徴として挙げられる。
	フレイ・ヌヴェル・エネルギー(ファミリー・グループ企業フレイの再生可能エネルギー部門)	FSIは、同社の1,500万ユーロ規模の増資において、700万ユーロを引き受けた。	-	CDCエンタープライズの支援を取得。フランスの再生可能エネルギー・セクターにおける遅れを挽回することが目的。
9月	テクニップ(石油・ガスセクター向けエンジニアリング及びインフラ建設のグローバル企業)	FSIによるテクニップへの出資比率が5%超となった。	-	2009年9月21日にCAC40株価指数の構成銘柄に採用された。FSIは、同社のグローバル市場における事業拡大及び戦略的買収による成長戦略を支援していく方針。
10月	フォーナップ(中枢神経系の障害に対応する医薬品の開発・証明を行う受託研究機関(CRO))	FSIは、600万ユーロを出資した。	テックファンド/エアフィ(100万ユーロ、FSIが出資)	CDCエンタープライズを介して600万ユーロを出資。同社の海外事業展開(米国、ブラジル、ロシア、インド、中国)や戦略的買収、パイオマーカーの研究開発をFSIが支援していく方針。
	カーボン・ロレーヌ(黒鉛加工及び電子部品のグローバル企業)	FSIは、同社の増資を引き受けたことで、CDCおよびFSIの両者を併せた出資比率が5%となった。	-	FSIは、同社の戦略的買収による事業拡大を支援。
	ペテル・サージカル(主として病院・診療所向けの使い捨て医療機器の設計・製造・販売会社)	FSIは、同社のMBOに参加した。	UIジェスティオン、NCIジェスティオン(地域ファンド)	CDCエンタープライズを通じて取引を実施。
	デイリーモーション(インターネット上のビデオ・シェアリングサイトの大手)	FSIは、同社が実施した1,700万ユーロの増資において、750万ユーロを引き受けた。FSIはまた、同社の取締役会に役員も派遣。	-	
	セジテム(ヘルスケア産業向けに専門サービスやITツール、データベース管理サービスなどを提供する企業)	FSIは、1億1,700万ユーロの増資を引き受け、出資比率は15%となった。	-	FSIのほか、大株主としてFCB(ラブリュヌ・ファミリーが過半を保有)が挙げられる。
11月	新会社	FSIは、ルノー、日産、原子力エネルギー委員会(CEA)と共同で、電気自動車向けバッテリー企業を設立した。	ルノー、日産、原子力エネルギー委員会(CEA)	FSIは、新しい産業活動と今後有望と見られる市場でのフランスの研究開発の促進に貢献していく方針。
	アバンクエスト(消費者向けソフトウェア分野で、世界トップ10企業)	FSIは、2010年に同社が予定している一次、二次の増資で合計2,000万ユーロを引き受ける方針である。	-	FSIは、これまでのところ大手が占有していない5つのカテゴリーの一般消費者向けソフトウェア市場における地位を確立するという同社の戦略を支援していく方針。
	NicOx(疾患治療用に用いられる酸化窒素化合物の研究開発企業)	FSIは、株式公開に続いて実施された第三者割当増資において2,500万ユーロを引き受け、5.1%相当の株式を取得した。次回株主総会で、FSIは取締役の任命を提案する方針。	-	
12月	ポントウ(エッセンシャルオイルと植物エキス製造を行うファミリー企業)	アグロインベストと共同で750万ユーロを投資した。	アグロインベスト	CDCエンタープライズを介した取引を実施。取引先は大手グローバル企業であり、同社の売上の85%は輸出により計上。
	メカクローム(航空機・自動車産業向け精密部品の設計・エンジニアリング・製造・組み立て)	同社は、単独株主のメカ・デブが保有することになったが、FSIはメカ・デブに出資している。	ACEマネジメントのアエロファンド/アエロファンド2(出資比率は35%)、ケベック従業員ファンド(同35%)。残りがFSI(同30%)	2008年12月より、リストラと財務再編途上にあった同社は、自動車・航空機セクターの顧客からの信頼保持に成功。FSIは、メカクロームの黒字基調への復帰を支援する方針。
	イネイト・ファルマ(癌治療薬向けモノクローナル抗体の研究開発専門)	FSIは、同社の2,400万ユーロの増資において、1,100万ユーロを引き受けた。	-	革新的で、フランスの競争力強化に寄与する企業の成長を支援するというFSIの使命に沿った投資。

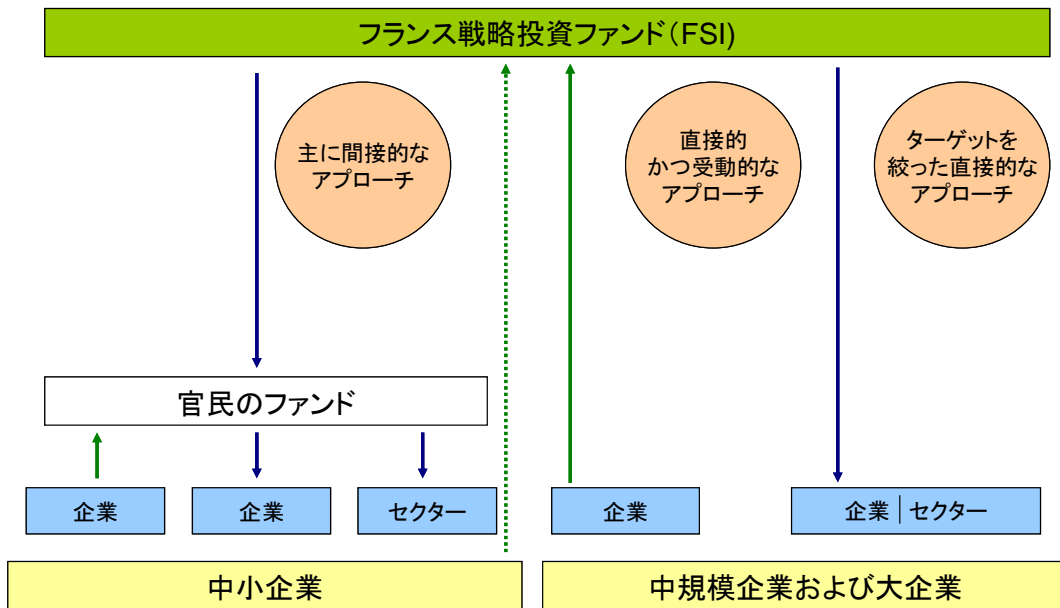
(出所) FSI 資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 FSIのポートフォリオ (2010年3月現在)



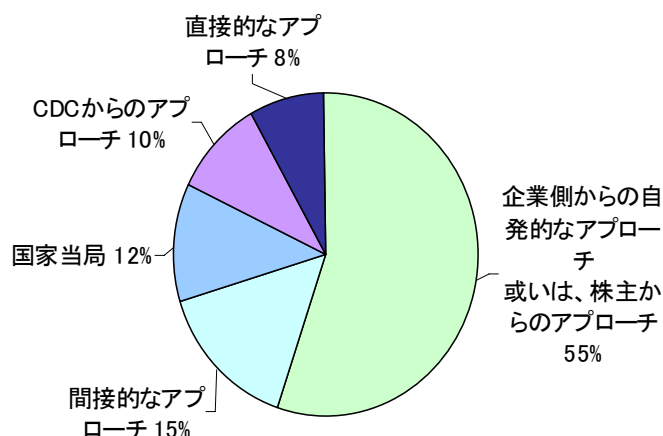
(注) 2010年3月時点で、約30の案件が進行中である。
 (出所) FSI資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 FSIの投資アプローチ



(出所) FSI資料より野村資本市場研究所作成

図表 5 FSIの投資アプローチ内訳



(出所) FSI資料より野村資本市場研究所作成

III 公的金融機関の傘下に設立された FSI

1. FSI 設立の背景

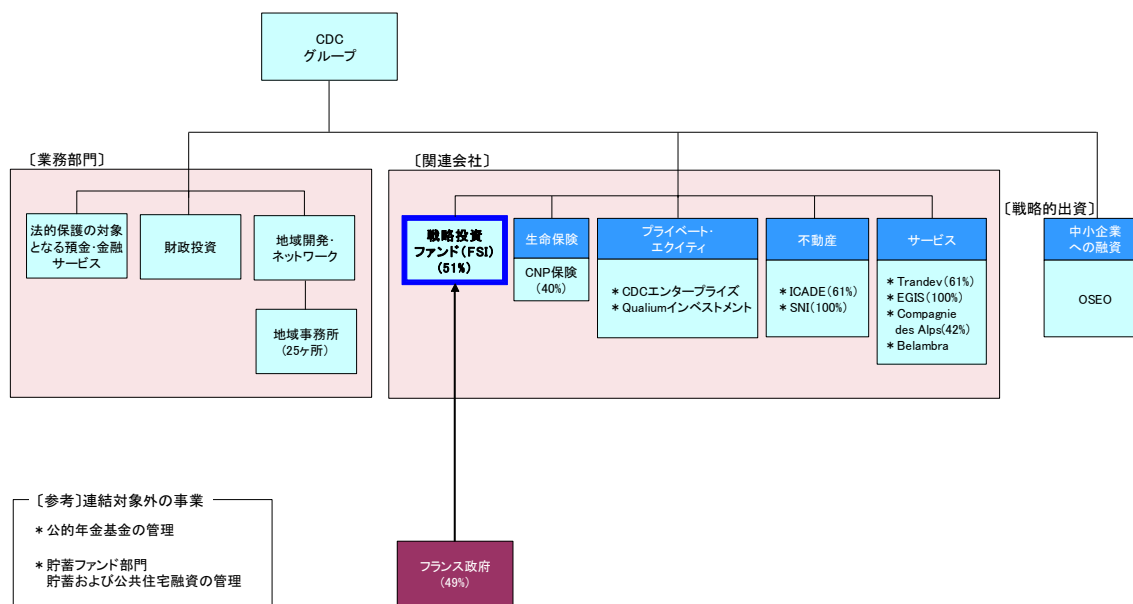
FSI を傘下に抱えることになった CDC は、1816 年に、ナポレオン戦争後の金融危機を打開し、信頼を回復することを目的に設立された公的金融機関である⁴。CDC は、中央政府の監督下に置かれているフランスの他の公的金融機関とは異なり、フランス議会の監督と保証の下にあるとされており、CDC の監査委員会（Commission de surveillance de la Caisse des Dépôts）は、フランス議会の監督下に置かれている⁵。一方で、CDC の CEO は、フランス共和国大統領が任命する仕組みになっており、CDC はフランス政府および議会の両者が関与する特別な機関ということが言える。

FSI は、CDC の連結対象子会社の一つとして設立されたが、CDC グループには、他にも複数の子会社があり、長期保有型の公的機関投資家としての側面は大きい。子会社の中でも、テクノロジー分野に強みを持つ潜在性の高い中小企業などにファイナンスを提供するプライベート・エクイティ会社、CDC エンタープライズやクオリアム・インベストメント（Qualium Investissement）は、FSI との関連が強い（図表 6）。実際、FSI が設定するファンドや投資案件を見ても、CDC エンタープライズを通じて運用している案件が少なくないなど、FSI が CDC 内部の組織や資源を様々に活用している状況が伺われる。

⁴ 根拠法は 1816 年 4 月 28 日法である。CDC の運営などについては、フランス通貨・金融法典（Code monétaire et financier）L518 条第 1 項～第 24 項で規定されている。

⁵ CDC の監査委員会議長は、CDC の財務状況に関する報告書類を毎年フランス議会に提出している。CDC の財務状況については、会計監査院（Cour des comptes）の監督を受ける。なお、CDC は、「銀行」ではないことから、従来自己資本比率規制が適用されてこなかったが、2008 年 8 月 4 日経済近代化法（LME）の施行に伴い、2010 年 1 月以降は、フランスの銀行規制当局であるフランス銀行委員会（Commission Bancaire）の監督下に置かれることとなった。

図表 6 CDC グループの機構図



(出所) CDC 資料より野村資本市場研究所作成

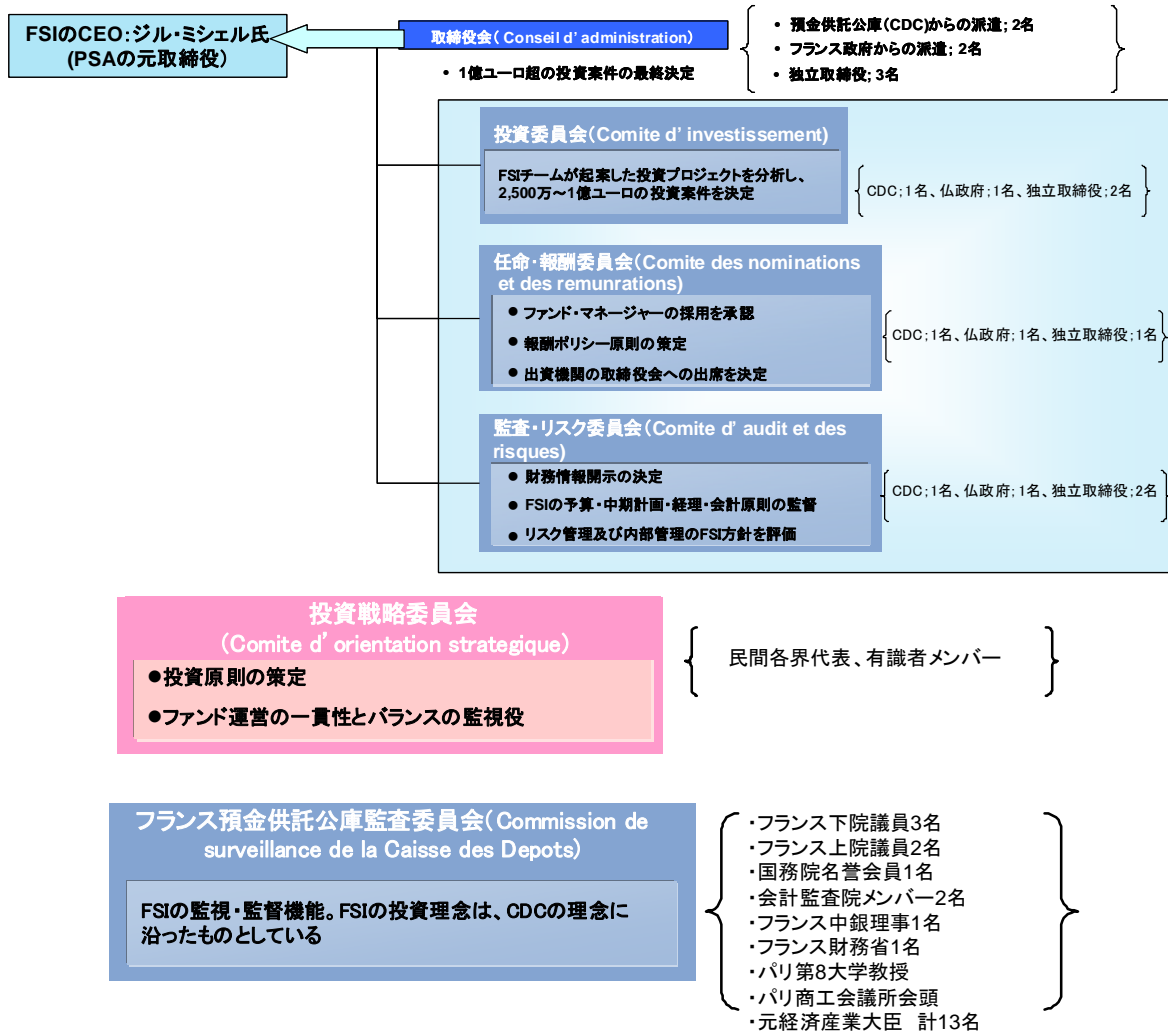
2. フランス政府等が関与するガバナンス体制

FSI の最終意思決定は FSI の取締役会 (Conseil d'administration) で行われるが、この取締役会の傘下には、投資委員会 (Comité d'investissement)、任命・報酬委員会 (Comité des nominations et des remunerations)、および監査・リスク委員会 (Comité d'audit et des risques) の 3 つの委員会が設置されている (図表 7)。取締役会のメンバーは、株主であるフランス政府、CDC から各 2 名、独立取締役 3 名の計 7 名で構成されており、FSI の初代 CEO は、大手自動車メーカー PSA の元取締役であるジル・ミシェル氏が務めている。各委員会のメンバーも、この中の 3~4 名が兼務する少人数体制が採られている。いずれの委員会も、株主であるフランス政府、CDC からは各 1 名がメンバーとして入っている他、独立取締役が 1 名ないしは 2 名含まれた構成である。また、各委員会の議長はいずれも外部からの独立取締役が務めている (図表 8)。

理事会の傘下にある 3 つの委員会はそれぞれ役割が決まっており、例えば任命・報酬委員会では、ファンド・マネージャーの採用を承認したり、出資機関への取締役会への出席を決定したりする。また、投資案件の最終決定は、1 億ユーロを超える大規模案件は取締役会が行うのに対し、2,500 万~1 億ユーロの投資案件については、投資委員会が行うなど、案件の規模によって取り扱う組織が異なっている⁶。

⁶ なお、2,500 万ユーロ未満の投資案件については、投資委員会において、執行役の代理が出席することで意思決定できる。

図表7 フランスFSIのガバナンス体制



(出所) FSI資料より野村資本市場研究所作成

図表8 FSIの取締役会のメンバー

人名	肩書き	投資委員会	任命・報酬委員会	監査・リスク委員会	備考
ジル・ミシェル	CEO				大手自動車メーカーPSAの元取締役
オギュスタン・ド・ロマネ	取締役会長(CDC)				フランス預金供託公庫(CDC)のCEO
アラン・キネ	取締役(CDC)	○	○	○	CDCの財務・戦略および持続可能な発展担当ダイレクター
ブルーノ・ベザール	取締役(政府)	○	○	○	国家資本参加庁(APE)ダイレクター
リュック・ルソー	取締役(政府)				経済・財政・雇用省競争・産業・サービス総局局長
パトリシア・バルビゼ	取締役(独立系)	◎			投資会社アルテミス社CEO
クサヴィエ・フォンタネ	取締役(独立系)	○		○	エンロール社取締役会長兼CEO
デニス・ケスレ	取締役(独立系)		◎	◎	再保険大手スコール社取締役会長兼CEO

(注) 委員会の◎は議長、○はメンバー。

(出所) FSI資料より野村資本市場研究所作成

なお、FSIは、CDCグループ傘下の子会社であることから、前掲したCDC監査委員会の監視・監督下にも置かれている。CDC監査委員会は、FSIの役割を規定する際に関与したほか、FSIが選択した投資案件が国家の産業政策上のプライオリティにも合致するよう

働きかけを行っている。CDC 監査委員会は、2008 年 8 月 4 日経済近代化法 (loi de modernization de l'économie、LME)⁷によってその権限が強化されたうえ、監査委員会の傘下には、新たに投資委員会 (Le Comité des Investissements) や指名委員会 (Le Comité des Nominations) が設立された。こうした特別委員会での議論は、監査委員会の分析能力や監査能力の強化につながっている。

加えて、民間各界代表や有識者メンバーで構成される投資戦略委員会 (Comité d'orientation stratégique) も存在しており、同委員会が投資原則の策定やファンド運営の一貫性とバランスの監視役を担う構図となっている。

IV FSI の特徴—特定分野支援ファンドと中小企業向けプログラム

1. スペシャル・ファンドの活用により、特定分野の支援を強化

FSI は、足元で喫緊の対策が迫られており、再編が必要とされている分野、或いは将来の潜在性を高く評価していると思われる分野への投資に特化したスペシャル・ファンドを 2009 年に相次いで 4 つ立ち上げ、その支援をより強固なものにしていく方針を打ち出している。

FSI のスペシャル・ファンドの特徴としてまず挙げられるのは、いずれのファンドも、複数の民間の関連企業との共同出資によって設立されている点である。これまでに設立された 4 ファンドは、属するセクターにおける複数の大手企業との共同出資となっており、FSI 単独での出資と比べて、資金面の規模を拡大できる効果のみならず、民間が有する技術的なノウハウなども活用しやすい状況に置かれている。なお、4 つのファンドのうち、バイオテクノロジー・ファンドと森林ファンドの 2 つについては、CDC グループ傘下の運用会社である CDC エンタープライズがファンドの運用を担うなど、FSI がグループ内の組織を有効に活用している。

以下では、これまでに設立された 4 つのスペシャル・ファンドについて概要を記す。

1) 自動車部品セクター近代化ファンド

FSI は、2009 年 1 月、フランスの大手自動車メーカーであるルノー、PSA ブジョー・シトロエンの 2 社と共同出資で、6 億ユーロ規模の自動車部品セクター近代化ファンド第一ランクファンド (Fonds de modernization des équipementiers automobiles、FMEA) を設立した。

同ファンド設立の背景には、米国に端を発する金融危機の影響で、自動車メーカーの下請けを行っている自動車部品セクターが供給過剰状態に直面し、脆弱化が進んでいるなかで、同部品セクターの整理統合を戦略的に推し進めることがフランスの自動車メーカー、ひいてはフランス産業界にとって肝要と考えられている点が挙げられる。

⁷ フランス通貨・金融法典 (Code monétaire et financier) 第 518-2 条に相当する。

具体的には、FMEA は、買収によるセクター再編や下請け組織を時代に即したものに変わることが出来る自動車部品企業の株式や転換社債等の取得を行うこととされている。同ファンドは、2009年に9件、計1.8億ユーロの投資を行っていた。

さらに、FMEA は、2009年12月末、グローバルな大手自動車部品製造会社5社（ヴァレオ、ボッシュ、フォレシア、プラスチック・オムニウム、ハチソン）と共同でFMEA第2ランクファンドを設立した。FMEA第2ランクファンドは、第2ランクに属する自動車部品製造会社およびトップランクの同部品会社の下請企業の株式および転換社債などの取得に用いられることとされている。

2) バイオテクノロジー・ファンド

FSI は、2009年10月、フランス国内に拠点を置く大手製薬研究所（世界トップ10社のうち6社を含む）と共同で、バイオテクノロジー専門のファンド、イノビオ（InnoBio）を設立することで合意した。同ファンドの規模は、当初1億4,000万ユーロであり、このうち5,200万ユーロをFSIが出資した。FSIは、このほかにも、パストゥール研究所とキュリー研究所とが共同出資したクルマ・ファンドへの投資を行った。

3) 森林ファンド

FSI は、フランスの大手金融機関であるクレディ・アグリコルや建設業界のエファージュ、国立森林管理局（Office National Des Forêts、l'ONF）との共同出資によって、2009年11月に森林ファンド（Fonds Bois）を設立した。この森林ファンドの目的は、同セクターに属する企業の成長を支援し、最終的にはセクターの再編によってチャンネルを構築し、木材製品需要に応えうる規模の中小企業ネットワーク構築を後押しすることである。

2. 潜在的な成長力が大きい中小企業に焦点を当てたプログラム

CDCグループは、従来から色々な形で国内中小企業の支援を行ってきたが、FSIの設立・発展によって、そうした支援活動をより強化、拡充していく方針にあると見られる。なかでも、2009年10月にFSIが導入した、中小企業の株式に直接投資するFSI-PMEプログラムは、将来的に成長する潜在力を有しながら、足元で自己資本不足に直面している中小企業の支援を強化することに特化している。FSI-PMEプログラムが株式に投資することができる2009年度の予算額は、当初想定額の2倍に相当する3億ユーロとされた。

FSI-PMEプログラムでは、経済危機に迅速に対応するため、最大500万ユーロの転換社債と、企業が生み出す価値を投資家に分配するワラント債から構成される転換社債ファンドOC+を、新たな投資ツールとして導入した。OC+は、2009年12月には、資産運用会社であるCDCエンタープライズとアブニール・エンタープライズによって設定された。

FSIは、直接企業の株式などを保有するFSI-PMEプログラムに加えて、官民のパート

ナーと連携して投資するスキームであるフランス投資プログラム（FSI France Investissement）を通じて、中小企業の支援を行っている。

このフランス投資プログラム内において、FSIは、2009年10月、企業再編・成長支援ファンド（Le Fonds de Consolidation et de Développement des Entreprises、FCDE）の投資ツールを新たに導入した。FCDEは、FSIとメディアシオン・デュ・クレディとが共同で設置したもので、株主資本の改善と銀行借入のリファイナンスを必要としている企業の自己資本を迅速に強化することを目的としている。

V むすびにかえて

以上、FSIの実態とその特徴などを概観してきたが、わが国においても、「今まで慣れ親しんできたビジネスモデルに拘ることなく、従来の業種や企業の枠にとらわれずに、その発想と行動において自己変革と革新を推し進めていくこと（＝オープンイノベーション）」を通じた次世代産業の育成による国富の増大を目的とする産業革新機構が、2009年7月に設立された。産業革新機構は、15年間の時限組織であること、複数の民間企業からの出資にも依存していることなど、FSIとの相違点は見られるものの、次世代産業を担う企業の潜在性を重視し、そうした企業を国家として支援していくとする組織の目的などでは、FSIと共通している部分が少なくない（図表9）。国の産業政策の方向性に沿う形で、戦略的に特定分野の企業や産業に投資することは、経済の潜在成長率の向上につながる点で意義深く、そうした観点でFSIの動向は注目に値する。石油収入や外貨準備高を原資とし、その目的が投資パフォーマンスの向上にある一般的なSWFとは一線を画し、国家の産業政策と連携するFSIは、いわゆるSWFというよりも、次世代を担う産業の支

図表9 FSIと産業革新機構

	フランス戦略投資ファンド(FSI)	株式会社産業革新機構
設立年	2008年12月	2009年7月
根拠法	FSIの根拠法はなし 親会社のCDCについては、フランス通貨・金融法典L518条第1項～第24項	産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(2009年改正)
ファンドの概要	公的金融機関である預金供託公庫(CDC)の子会社として設立	15年間の時限組織、民間人材を結集
ファンドの目的	高い潜在成長が見込まれる中小企業から中規模企業、大企業までの支援を実施することによる国富の増大	オープンイノベーションを通じた次世代産業の育成による国富の増大
出資金(設立当初)	総額200億ユーロ (約2兆5,200億円、2008年12月末の為替レート1ユーロ＝126円にて計算)	総額905億円 (うち政府出資-財政投融资特別会計(投資勘定)-820億円) (うち企業等出資者85.1億円)
出資者	預金供託公庫(CDC)、フランス政府	日本政府 企業(含む日本政策投資銀行、商工組合中央金庫) 個人(産業革新機構役員2名)
借入	特に定められていない(注1)	金融機関から資金調達を行う場合、最大で8,000億円の政府保証が付与される
投資対象	金融セクターを除く国内企業及び産業プロジェクト	業種の限定はない
投資方法	直接株式を保有、或いはファンドを介して株式を保有	直接株式を保有、或いはファンドを介して株式を保有
投資先の決定	取締役会および投資委員会(FSIの取締役会メンバーの一部で構成)	産業革新委員会(機構CEOを含む7人で構成、CEO以外は外部の人材)

(注) CDCグループが戦略的出資をしている OSEO が、中小企業向け融資を行っている。

(出所) FSI 資料より野村資本市場研究所作成

援ツールとして捉えるほうが良いのかもしれない。

また、官民による国内中小企業を主な対象とした支援ツールやスキームなどは様々存在しているなかで、今回 FSI が設立された意義としては、FSI を中小企業ファイナンスに関連する公的関与を行う際の窓口に一本化したいとする思惑もあると考えられる。2009 年年初には、フランスの中小企業向け融資保証を実施する OSEO と CDC との連携によって、FSI が「SME 支援 (SME サポート)」というデバイスを立ち上げたのも、そうした思惑の一環であろう。CDC が OSEO に戦略的出資をしている点も鑑みると、FSI が CDC の傘下に設立されたことで各組織との連携プレーを容易にしている点は無視できない。また、FSI 設立前から CDC グループが傘下に保有していた資産運用会社 CDC エンタープライズが、基本的に FSI による運用を担うようになるなど、FSI は、CDC グループ内に蓄積されてきた様々なノウハウを活用できる。特定分野にターゲットを当てて設立された複数のスペシャル・ファンドも、これまで当該分野での主導的な地位を担う複数の民間企業との共同出資で行われており、既存のリソースのみならず、幅広いノウハウの集積が期待できる。

こうした中小企業から中堅企業、大企業にいたるまでカバーして出資を行う役割、特定の産業にターゲットを絞ったファンドを運営する役割、企業の海外進出を支援する役割といった複数の機能を同一の公的組織が手がけている点は、産業情報や投資ノウハウの蓄積、また金融人材の厚みを深めていくという意味で、わが国を含む他国の類似機関にとっても参考になる点がある。とりわけ、高い潜在成長が見込まれる分野が複数のセクターにまたがる場合には、同一の公的組織で手がけることが肝要である。

もっとも、FSI に対する批判の声も聞こえてくる。政府の経済分析委員会メンバーであるエリィ・コーエン氏は、「FSI は 1、2 の例外を除くと、古典的なプライベート・エクイティと同じことを実施している。仮に FSI が通常のプライベート・エクイティとしての投資行動をとるのであれば、なぜ政府が干渉する必要があるのか」と疑問視している⁸。この点は、これまでのところ主流をなしている FSI に対する企業からの自発的なアプローチや出口戦略の実態を見極めながら、今後判断していく必要があるだろう。

FSI が今後フランスの産業においてどのような役割を担っていくのかは、わが国の産業革新機構の活用、ひいては国の次世代産業を支援する日本版 FSI のような組織を設立する意義を検討するうえで、十分注目に値しよう。

⁸ “Sarkozy’s fund starts to win over critics”, *Financial Times*, 2010 年 1 月 20 日