

# 低所得国におけるリスクキャピタルとしての 中小企業向けファンドの効果と課題

～ Bangladesh の事例からの示唆～

かめやま たくじ 一般財団法人日本経済研究所 国際局 上席研究主幹  
**亀山 卓二**  
 あおき まさひと 一般財団法人日本経済研究所 国際局 主任研究員  
**青木 昌史**  
 かのう みきこ 一般財団法人日本経済研究所 国際局 副主任研究員  
**狩野未樹子**

## 1 調査の背景・対象

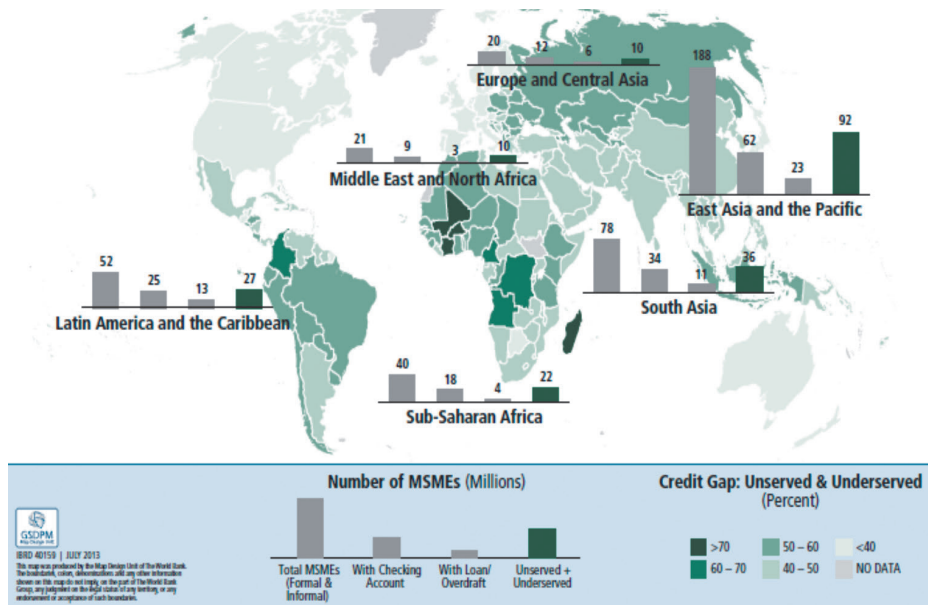
### 1.1 調査の背景

中小企業は、一国の経済社会において雇用創出、産業への付加価値創出、イノベーション、社会の安定等の点で、非常に重要な位置付けを占めている。世界銀行によれば、新興国のフォーマルセクターの中小企業は雇用全体の60%、GDPの40%に貢献している。しかしながら、中小企業はその成長に必要な

なファイナンスへのアクセスを欠いており、その割合は特に開発途上国において高く、全世界では2.1～2.6兆ドルに達する（図表1参照）。

また、低所得国<sup>1</sup>においては、中小企業への金融は商業銀行からの間接金融が中心であるが、銀行は中小企業側の担保資産不足、信用力不足、経営情報不足、キャッシュフロー不足等のために資金ニーズに十分に答えることができない状況である。中小企業は、その成長のために安定的で長期の投資資金を

図表1 世界における中小企業のクレジットギャップ



(注) 地図上の各地域の数字は左から各々企業数、当座預金口座数、融資の数、融資サービスを受けていない数（不十分なサービスを含む）（単位：百万）  
 (出所) IFC, “Closing the Credit Gap for Formal and Informal Micro, Small and Medium Enterprises (2013), p8

<sup>1</sup> 本レポートにおいては、「低所得国」は広義に捉え、世銀の分類で一人当たり国民所得が995ドル以下の Low Income Economies と、996ドルから3895ドルまでの Lower-Middle Income Economies を両方含むものとしている。

必要としているにも拘らず、実際に調達できる資金は主に短期で1年未満の運転資金となっている。かかる状況のなかで、近年欧米を中心とした民間投資家を中心となってアジア・アフリカ等の新興国へのプライベートエクイティファンドが設立されてきているが、よりリスクの高い低所得国においては、NPOや国際機関等のドナーによるファンドが中心的な役割を担っている。

本調査では、かかる低所得国における間接金融以外のオタナティブな金融手段として、中小企業向けエクイティ・ファンドが果たすインパクト、課題及びインプリケーションを分析し、ファンドを使った中小企業支援の可能性を提言することを目的とした。調査にあたっては、日本での中小企業ファンドの現状を簡単にレビューした後、2017年に後発開発途上国（LDC）から卒業したバングラデシュを対象として、中小企業向けファンドの事例研究を2019年1月に実施し、他の低所得国へのインプリケーションを得ることとした。

## 1. 2 調査対象先企業

本調査においては、成長段階にある中小企業を主な対象としているが、近年社会的課題の解決に向け

たソーシャルビジネスへ投資を行う社会的インパクト投資への注目が高まっているため、インパクト投資の対象となるようなスタートアップ段階の中小企業も包含して、より広い範囲の企業を調査のスコープに含めることとした（図表2）。

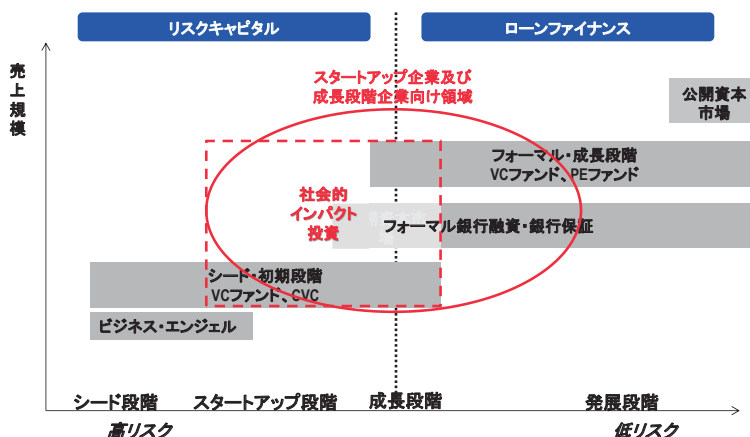
## 2 日本での中小企業ファンドの現状

### 2. 1 投資ファンド設立の経緯

欧米では、1970年～80年代にかけて企業の合併・買収が急増し、1980年代より投資ファンドが大きな発展をみせてきた。一方、日本においては、1990年代初めからの経済低迷を背景に、欧米の投資ファンドが日本の企業や不良債権を投資対象にしたファンドをいくつも組成し、業績不振企業や金融機関の不良債権に多額の投資を実行してきたが、かかる欧米の投資ファンドを先導役として、国内でも急速に投資ファンドが普及してきた。特に、1990年代以降はJAFCO・日本アジア投資に代表されるベンチャー・キャピタル（VC）ファンドや買収・再生ファンドが数多く生まれてきた。

なお、プライベートエクイティ（PE）ファンドの形態としては、ベンチャー企業へ投資・育成を行うVCファンド、企業を買収し、経営への参画を通

図表2 企業の成長段階からみた本調査の対象先企業のイメージ



(出所) 各種資料から日本経済研究所作成

図表3 国内の主な投資ファンド（GP）の設立時期（左）、投資ファンドの種類（右）

設立年	投資ファンド (GP)	設立年	投資ファンド (GP)
1973	ジャフコ	1996	SBI ホールディングス
1974	ダイヤモンドキャピタル	1988	ユニゾン・キャピタル、ルネッサンスキャピタルグループ
1981	ソフトバンク、日本アジア投資	2000	みずほキャピタルパートナーズ、日興プリンスパル・インベストメンツ、野村プリンスパル・ファイナンス
1983	オリックスキャピタル、NIFベンチャーズ	2001	大和証券 SMBC プリンスパル・インベストメンツ
1991	東京海上キャピタル、ニッセイキャピタル	2002	MKS パートナーズ、日本みらいキャピタル、フェニックス・キャピタル
1992	アドバンテッジ・パートナーズ		

種類	特徴
ベンチャー・キャピタル・(VC)ファンド	ベンチャー企業への投資・育成を行うファンド
プライベート・エクイティ・(PE) ファンド	企業を買収し、経営への参画を通じて企業・資産価値を高めるファンド
バイアウト・ファンド	再生ファンド (企業再生ファンド) 不良債権ファンド
ヘッジファンド	デリバティブ取引を駆使して絶対リターン (株式・債券市場との相関性が低い絶対的な収益) を追及するファンド
不動産投資ファンド	不動産と金融を融合させて安定的利回りの獲得を目指すファンド

(出所) 各種資料から日本経済研究所作成

図表4 投資組合の種類（左）、投資事業有限責任組合の主要な関連法（右）

項目	投資事業有限責任組合	任意組合	匿名組合	法制度名/施行年	内容
準拠法	投資事業有限責任組合契約に関する法律 (LPS 法)	民法	商法	投資事業有限責任組合契約に関する法律 (LPS 法) / 1998年 (2004年改正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来の民法上の任意組合では、全ての組合員が無限責任を負う形態のため、投資ファンドの組成が活発ではなかったが、本法の成立により無限責任組合員 (GP: General Partner、運用者) と有限責任組合員 (LP: Limited Partner、投資家) の区分が設けられ、資金調達がより容易に。</li> <li>2004年の法改正においては、以下の事項が改正:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>組合員の資格制限や人数制限は全て撤廃</li> <li>出資先企業であるかに関わらず、事業者に対し自由に融資、あるいは事業者に対する金銭債権を自由に取得可に。</li> <li>社債・CPに加え、原則中小未公開企業に限定されていた出資先制限がなくなり、多種多様な有価証券や信託受益権などを取得可に。</li> <li>ファンドからファンドへの投資に対する制限が撤廃され、投資組合への出資のみに特化したファンド組成が可能に。</li> </ul> </li> <li>集団投資スキーム (ファンド) 持分の自己募集や出資を受けた財産の自己運用 (有価証券等投資に限る) を業としている者は、登録義務がある (49人以下の投資家による私募や出資を受けた財産の自己運用は届出義務でよい)。</li> </ul>
事業目的	投資事業のみ	制限なし	営業のみ		
組合員の責任	無限責任者 (GP) 以外は有限責任	全員が無限責任	営業者以外の匿名組合員は有限責任		
財産の帰属	各組合員の共有	各組合員の共有	営業者に帰属		
課税	パススルー課税	パススルー課税	ペイスルー課税	金融商品取引法 / 2007年	
登記	必要	不要	不要		

(出所) 各種資料から日本経済研究所作成

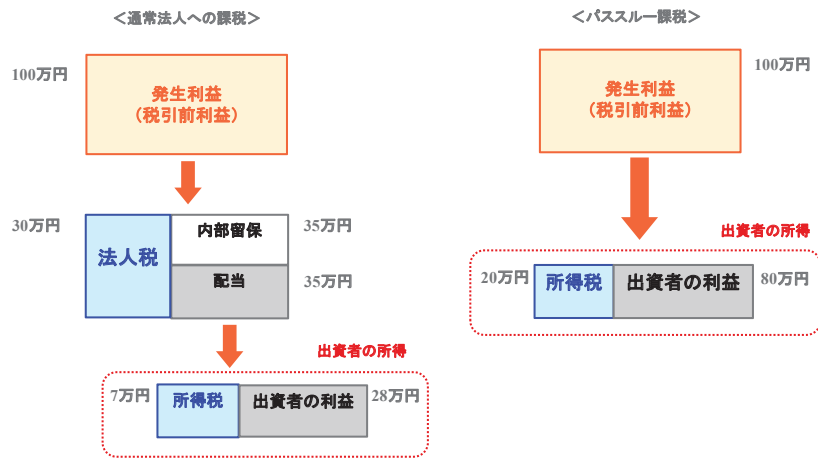
じて企業・資産価値を高めるバイアウト・ファンド等がある。この他の投資ファンドは、デリバティブ取引を駆使して絶対リターンを追及するヘッジファンド、不動産と金融を融合させて安定的利回りの獲得を目指す不動産投資ファンド等がある (図表3)。

## 2. 2 ファンドの役割・法制度

### (1) ファンドの役割・意義

日本における投資ファンドには、民法上の任意組合や商法上の匿名組合があるが、現在最も一般的なものは「投資事業有限責任組合契約に関する法律」

図表5 パススルー課税の仕組み（例）



（出所）各種資料から日本経済研究所作成

によって規定される投資事業有限責任組合（Limited Partnership：LPS）である。LPSは特定の投資事業のため一定の期間のみ結成され、ファンドを管理する無限責任組合員（General Partner：GP）以外の投資家は持ち分に応じた有限責任組合員（Limited Partner：LP）となる（図表4）。

## （2）ファンドの税制度（パススルー課税）

投資事業有限責任組合にはパススルー課税が適用されるが、パススルー課税とは、投資ファンドが獲得したキャピタルゲインや配当などの利益については、ファンドで課税されることなく、出資者に対して分配されるもので、諸外国の例でも二重課税を避け広く投資家から資金を集めるうえで不可欠な税制度といえる（図表5）。

### 2.3 ファンドの出資スキーム

日本における中小企業向け投資ファンドは、中小機構の前身の中小企業事業団が1998年に施行されたLPS法を推進する目的で最初の「ベンチャー・キャピタル（VC）ファンド」事業を開始したことが、投資ファンド事業全体の裾野を拡大する契機になった。中小機構は、民間企業からのファンド出資促進のため、ファンド総額の2分の1以内での出資を行

う。投資ファンド部署へのヒアリングによれば、2018年末までに計276のファンドへ出資を実施し、累計コミット額は約4千億円で、民間LPと合わせたファンド総額は1.1兆円となっている。投資先のセクター、ステージを明確に定めてはいないが、近年はIT系ファンドが多く、スマートフォンとそれに上乗せされるサービスの流行が後押ししている。

中小機構の出資スキームと投資先へのハンズオン支援の仕組みは、図表6に示されるとおりである。

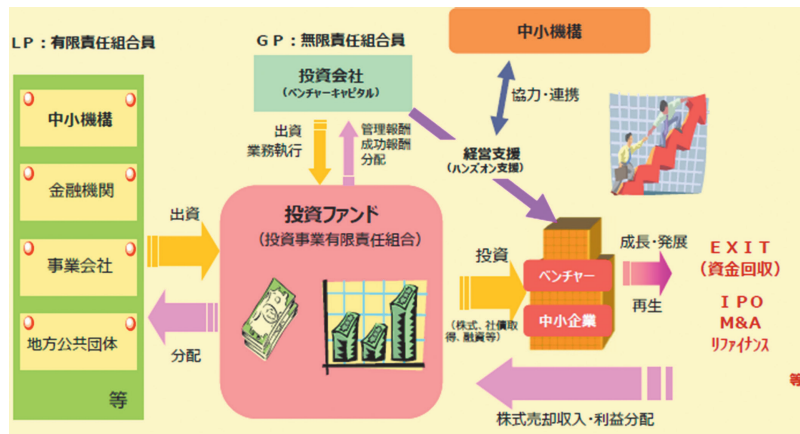
## 3 バングラデシュにおける中小企業金融の現状

### 3.1 バングラデシュ経済の概況

バングラデシュは人口1億6千万人を擁する国であり、二度の独立（1947年の印パ分離独立及び1971年の西パキスタンからの独立）を経て建国された。実質GDP成長率は近年、高い伸びを維持しており、2017-18年度は最近10年間で最も高い7.65%を記録した。一人当たり所得（GNI）も毎年大きく増加を続け、2017-18年度は1,752米ドルに達した（図表7）。

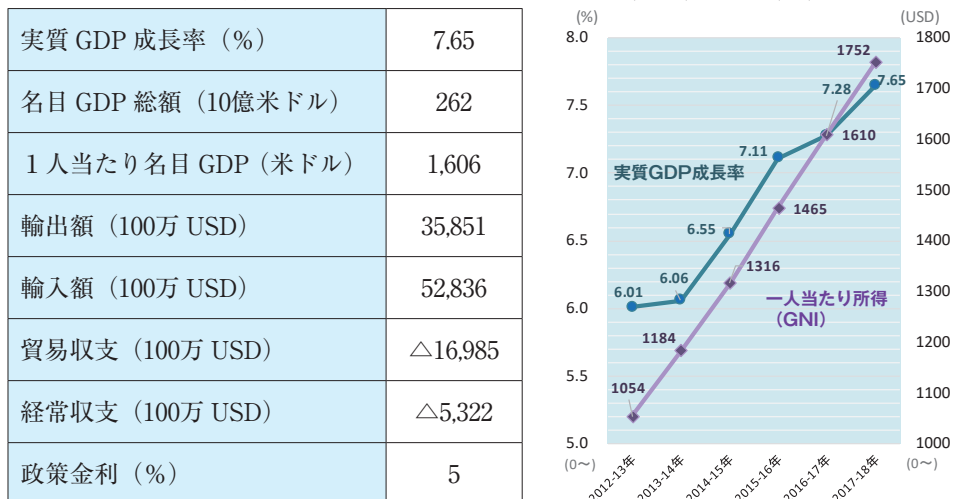
バングラデシュの主要産業は衣類・縫製品産業であり、輸出額の約9割を縫製品が占め、世界有数の縫製品輸出国の地位を築いている。現在、バングラ

図表6 中小機構によるファンド出資事業スキーム



(出所) 中小機構ウェブサイト

図表7 バングラデシュの主要マクロ経済指標 (2017年) (左)、  
実質 GDP 成長率及び一人当たり所得 (GNI) 推移 (右)



(出所) バングラデシュ統計局、IMF、UNCTAD より作成

デシュには政府が開発・運営する輸出加工区 (EPZ) が8か所存在し、日系企業も2015年時点で34社進出している。

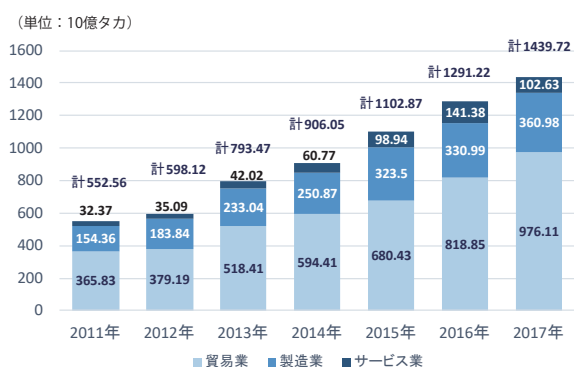
### 3.2 バングラデシュの中小企業金融の概況

#### (1) 金融市場

バングラデシュにおいて、銀行及びノンバンクによる中小企業向け金融支出額は近年上昇傾向にあり、2017年の支出額 (約1.4兆円) は2011年の支出額 (約5.5千億円) の約2.6倍まで増加している。

一定規模以上の大企業に対しては商業銀行による融資、貧困層に対してはマイクロファイナンスが提供されている。一方で、その中間に位置する中小企業がアクセスできる金融手段は未だ限定的であるといわれている。このような背景の下で、世界銀行やアジア開発銀行、国際協力機構などのドナーは、近年、バングラデシュ銀行と商業銀行を經由して中小企業に資金を供給する、「リファイナンス・スキーム」と呼ばれる支援を数多く実施している。同スキームでは女性起業家向けの融資を重視している (図表8)。

図表8 銀行及びノンバンクによる中小企業向け金融支出額推移（左）、  
 バングラデシュ銀行による中小企業向けリファイナンス・スキーム（右）



ファンド名	ファンド規模 (10億タカ)	企業種別	企業数	リファイナンス額 (10億タカ)	ステータス
BB Fund	8.5	一般	12,717	12.26	継続中
		女性企業	18,268	19.35	
		合計	30,985	31.61	
EGBMP (IDA Fund)	1.16	-	3,160	3.13	クローズ
SMESDP (ADB-1) Fund	2.02	一般	3,134	3.18	クローズ
		女性企業	130	0.17	
		合計	3,264	3.35	
SMESDP (ADB-2) Fund	7.33	一般	13,192	6.99	クローズ
		女性企業	453	0.48	
		合計	13,645	7.47	
JICA FSPDSNE Fund	3.77	一般	682	5.56	継続中
		女性企業	16	0.16	
		合計	698	5.72	
Refinance Scheme for Agro-based product processing Industries	4.5	-	2,584	11.23	継続中
Refinance Scheme for new entrepreneurs	0.5	一般	190	0.15	継続中
		女性企業	150	0.03	
		合計	340	0.18	
Islamic Shariah based Refinance Fund	3.75	一般	472	3.48	継続中
		女性企業	81	0.11	
		合計	553	3.59	
合計	-	-	55,229	66.28	-
女性企業向け	-	-	19,098	20.3	-

(出所) バングラデシュ中央銀行 (Annual Report 2016-17) より作成

図表9 ダッカ証券取引所概要

	2013-14年	2014-15年	2015-16年	2016-17年	2017-18年
株式時価総額 (百万タカ)	2,943,202	3,247,306	3,185,749	3,801,001	3,847,348
株式指数 (DSE Broad Index)	4,480.52	4,583.11	4,507.58	5,656.05	5,405.46
証券銘柄数	536	555	559	563	572
新規上場数 (IPO)	16	16	11	9	11

(出所) ダッカ証券取引所 (Annual Report 2018) より作成

## (2) 資本市場

ダッカ証券取引所は、バングラデシュにおける主要な株式市場であり、近年の株式時価総額、株式指数、証券銘柄数は順調に増加している。ダッカ証券取引所の2017-18年の総取引高は1,590,852百万タカ(8/29現在1タカ=1.26円)であり、前年度比12%減であったものの、同証券取引所史上4番目に高い記録となった。セクター別の取引高(2017-18年)では、銀行セクターが全体の約25%を占めており、次いで、繊維、エンジニアリングセクターが続いている。しかしながら、投資ファンド等によって中小企業の成長を支援するオータナティブファイナンスの整備が遅れたため、新規上場数については伸び悩

んでいる状況にある(図表9)。

### オータナティブファイナンス

バングラデシュの伝統的な金融サービスは、銀行による融資が中心であったが、中小企業や新興企業に新たな形で資金提供を行うための環境整備の一步として、2015年にバングラデシュ証券取引委員会(BSEC)により、オータナティブ投資に関する規則が発表された。同規則では、VCファンド、PEファンド、インパクトファンドの定義(投資対象等)や、ファンド規模、運用期間といったファンドに共通する基準を定めている(図表10)。

バングラデシュ証券取引委員会に登録をしている

図表10 BSECによるオータナティブ投資に関する規則（2015）

▶オータナティブファンドの定義	・ VC ファンド：創業2年以内の新しい製品やサービス等を有するスタートアップ等を投資対象とすること ・ PE ファンド：創業2年以上の高成長が期待されるエクイティ及び関連商品を投資対象とするもの ・ インパクトファンド：金銭的リターンに加えて測定可能な社会的・環境的インパクトを生み出すことを意図してエクイティ及び関連商品に投資を行うもの	
▶共通するファンド基準	ファンド規模	最小で1億タカ、スポンサーによる出資がファンド規模の10%以下とならないこと
	ファンド運用期間	5～15年（認められれば加えて2年間の延長可）
	ファンド管理手数料	VC ファンド3%、PE ファンド2%、インパクトファンド5%
	最小出資額	各投資家による最小出資額：500万タカ
	投資家上限数	オータナティブファンド1件への投資家数は200人まで
	非上場投資割合	少なくとも75%は非上場証券への投資とし、25%を超えない範囲で上場証券及び他のオータナティブファンドへの投資が可能

（出所）バングラデシュ証券取引所より日本経済研究所作成

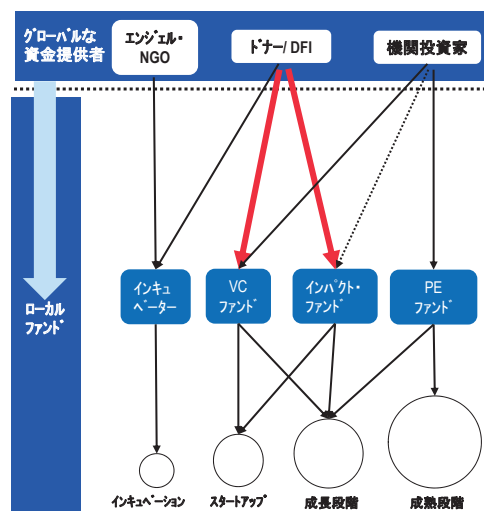
ファンドマネージャーは、2019年3月時点で15社。一方で、実際に組成されたオータナティブファンドは2件（VCファンド1件、PEファンド1件）のみに留まる。課題として、国内での人材不足、投資家のリスクキャピタルへの理解不足等が考えられる。

しかしながら、近年の安定した経済成長やマーケットの大きさを背景に、中小企業による資金調達のニーズは今後も高まると考えられることから、オータナティブファンド組成には高いニーズが見込まれる。

また、バングラデシュにおけるこれらのオータナティブファンドを含むスタートアップ、成長段階、成熟段階にある企業への資金の流れは、以下のように整理することができる（図表11）。

- ・グローバルな投資ファンドの資金は、エンジェル・NGO、ドナー／DFI（開発金融機関）、機関投資家等が、現地のファンドを通じて現地企業に対してエクイティとして提供されている。
- ・エンジェルやNGO、さらにドナー等の資金の一部は、起業家向けのインキュベーターにグラント（競争的資金）として提供される。
- ・また、ドナー／DFIや機関投資家の一部の資金は、VCファンドやインパクト・ファンドを通じて現地のスタートアップ及び成長段階の企業にエ

図表11 バングラデシュにおけるグローバルな資金提供者と投資先への資金の流れ



（出所）ヒアリングに基づき日本経済研究所作成

クイティ投資を行っている。

- ・機関投資家は主としてPEファンドを通じて、現地の成熟段階にある公開及び非公開の企業に投資を行っている。
- ・しかしながら、VC・インパクトファンドは未だ黎明期であり、リスクが大きくインセンティブも未整備のため規模も小さい。

次項においては、低所得国における中小企業ファンド設立のためのインプリケーションを得るために、バングラデシュにおける代表的なVCファンド

図表12 SEAF Bangladesh Venture の概要

概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中規模のバングラデシュ地場企業をターゲットとする投資会社。SEAF の子会社である SEAF Ventures Management LLC が運営する。</li> <li>・SEAF は、30年以上前に中小企業をターゲットに成長資金を投資することを目的として設立された金融機関であり、本部はワシントン DC にある。エマージング国を中心として20ヶ国ほどで業務を展開しているが、バングラデシュでは、金融市場にプライベートエクイティファンドやベンチャーキャピタルがほとんどいなかった2010年6月に業務を開始した。</li> </ul>
事業目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バングラデシュの成長産業をサポートするため、必要に応じて経営戦略に関するアドバイザリーサービスを交えながら、長期資金を供給すること。</li> </ul>
投資スキーム	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現在は①気候変動関連や環境関連へのインパクト投資と、②エクイティ投資の2つのみ。</li> <li>・以前はメザニンファイナンスも実施していたが、2015年に公布されたバングラデシュのオータナティブ投資の規制により、ベンチャーキャピタルはデットファイナンスを取り扱えなくなった。</li> </ul>
投資先のステージ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・明示的な制限は設けていないが、結果的に中心となっているのは成長ステージの中小企業であり、スタートアップも含まれている。</li> </ul>
リターンの目線	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リターンに特段の目線を設けてはいない。</li> <li>・一方で、投資先の成長力や事業の持続可能性を重視している。</li> </ul>
平均的な投資額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1件当たり1,000万タカ～8,000万タカ（約1,300万円～約1億円）</li> </ul>
投資期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>・平均3～5年</li> </ul>
エグジット	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式市場が好況の時などは IPO を狙う他、既存の株主によるバイバックを想定。</li> <li>・テレコムやインターネットサービスを手掛ける投資先の IPO が19年2月に実施された。</li> </ul>

（出所）当社ウェブサイト及びヒアリングに基づき日本経済研究所作成

社会的インパクトファンドを設立している SEAF Bangladesh Venture (SEAFBV) の具体的な運営事例を分析する。

## 4 バングラデシュにおける 中小企業ファンド運営ケーススタディ

### 4.1 SEAFBV の概要

SEAFBV は、世界20ヶ国ほどで中小企業向けの PE 投資を手掛ける SEAF 社の子会社として、バングラデシュの中規模の成長企業をターゲットとする投資会社で、同国では2010年6月に業務を開始した。当社の最大の出資者は IFC であり、2010年に12百万ドル、17年に10百万ドルをコミット。現地地実績のある地場の投資マネジメントから投資先紹介等の支援を受けながら、17年5月までに12社に投資してきた。SEAFBV は、必要に応じて経営戦略に関するハンズオン支援サービスを交えながら、気候変動関連や環境関連のインパクト投資やエクイティ投資を行っている。

図表12に SEAFBV のプロフィールを示す。

### 4.2 SEAFBV の投資戦略

#### (1) ハンズオン支援

当社は、投資にあたって多くのケースで、投資先の中小企業に取締役を派遣し、彼らを通じて投資先のモニタリングを日時ベースで行うなど、経営にきめ細かく関与している。加えて、財務知識、各種規制要件への対応方法等についての経営支援（ハンズオン）も実施している（図表13）。SEAFBV の投資・マネジメントチームは、当該マーケットに関する詳細な知識や分析、経験を投資先の起業家に提供するとともに、国内外の幅広いネットワークを通じて、さまざまな経験やリソースを有する専門家を見つけ出し、分野や業種を絞った技術指導を行っている。

#### (2) 社会的インパクト投資

投資による経済的及び社会的インパクトを事前に評価するために、SEAFBV では以下のようなポイントを定量的並びに定性的にチェックしている。また、投資した後も、投資先の顧客の広がりや売り上げをはじめとする経営のパフォーマンスを毎年分析していくとともに、以下に示したポイントをフォ



図表13 SEAF Bangladesh Venture による経営支援（ハンズオン）

投資前の経営支援	投資後の経営支援
<ul style="list-style-type: none"> <li>・マーケティングや経営戦略、ビジネスプラン策定</li> <li>・会計及び経営情報管理システムの構築</li> <li>・社内組織の整備</li> <li>・ライセンスや特許の取得</li> <li>・コーポレートガバナンスの構築</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・技術面に関する指導</li> <li>・マーケティングや経営戦略、ビジネスプランの策定</li> <li>・ライセンスや特許、商標の取得</li> <li>・幹部人材のリクルート</li> <li>・会計及び経営情報管理システムの構築</li> <li>・コーポレートガバナンスの構築</li> <li>・従業員へのトレーニング／研修</li> </ul>

（出所）当社ウェブサイト及びヒアリングに基づき日本経済研究所作成

ローしていくことで、投資先のビジネス環境や社会に与えている影響を評価している（図表14）。

### (3) SEAFBV 投資先の社会的インパクトの実現

社会的インパクト投資は、図表14に示されるように社会問題や環境問題等の社会的課題を解決するために経済的リターンに留まらず、社会的リターンと両立させることを目標とする持続可能な投資のことである。

当社は、前述のように投資の前後に経済的・社会的インパクトをしっかりと評価したうえで投資判断を下し、経営支援を行っているため、投資先企業は高い成長を実現し、投資収益を生み出すとともに、雇用の創出、賃金の増加、女性企業家のエンパワーメント等にも大きく貢献している。また、同国の中小企業では、社内のガバナンスやアカウンティン

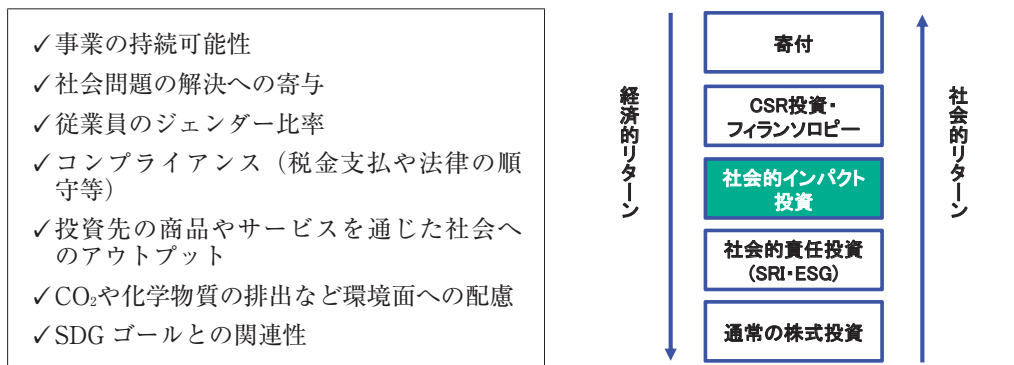
グ、コンプライアンスに課題があると指摘されているが、経営支援の成果としてすべての投資先で内部統制のシステムが整備されている（図表15）。

### (4) 社会的インパクト投資の成功事例

農村住民の6割近くが電気を利用できない同国において、SOLARIC社は自社特許のインバータに小型バッテリーや太陽光パネル、省エネ装置を組み合わせ、効率的かつ便利に電気を利用できる家庭用太陽光発電・電源バックアップシステムを開発。

SOLARIC社は2009年に創立され、SEAFが初めて投資した直後の11年7月に商業生産を開始、12年の追加投資と合わせてSEAFからは100万米ドルの投資を受けた。その後、発電システムの売上は毎月10%以上の伸び率で成長を続け、数多くの農村住民に電気を提供したばかりでなく、CO<sub>2</sub>排出量の削減

図表14 SEAFBVの社会的インパクト投資の審査基準（左）、  
経済的・社会的リターン面からの社会的インパクト投資の位置付けのイメージ（右）



（出所）当社 HP 及びヒアリングに基づき日本経済研究所作成

（出所）各種資料に基づき日本経済研究所作成

図表15 SEAFBV の投資の成果 (2014年12月末時点)



(出所) 当社ウェブサイト

図表16 SOLARIC の家庭用太陽光発電システム (左)、発電システムによる社会的・環境的インパクト (右)



Development Impact	2012	2013	2014	2015E
No. of Systems Installed	5,071	16,839	57,652	120,000
No. of villages reached	450	26,196	34,928	43,660
No. of rural households served	5,071	16,839	57,652	120,000
No. of people served	22,110	73,418	251,363	523,200
No. of kW generated	254	842	2,306	3,600
No. of kerosene lamps replaced	20,284	67,356	230,608	480,000
CO <sub>2</sub> reduction in MT (per year)	1,217	4,041	13,836	28,800

(出所) 当社ウェブサイト

にも貢献するなど、大きな社会的・環境的インパクトを与えた。SEAFBV は2015年に SOLARIC からエグジットしている (図表16)。

### (5) SEAFBV の成功要因

上記のケーススタディを通じて、SEAFBV の中小企業向けファンドの成功要因を以下のとおり整理することができる。

#### ▶当社のトラックレコードとプロフェッショナル人材

ワシントンに本部を構え、世界各地で30年余に亘って社会的インパクトのある中小企業投資を続けてきた実績と PE ファンドや VC ファンドでの実績のあるプロ人材。

#### ▶LP としての IFC の存在

アンカー投資家としての IFC が存在することで、

投資先のプレステージやステータスが高くなり、投資発掘ネットワークや投資機会が増える。

#### ▶社会的インパクト投資案件審査体制

経済的リターンと社会的リターンを両立させる社会的インパクト投資の独自の審査手法の確立。

#### ▶投資後のモニタリングとハンズオン

投資先に役員を派遣し、日々経営のモニタリングを行うとともに財務・法令順守等の点においてハンズオン支援を実施。

## 5 低所得国における中小企業ファンド設立の課題と今後の展望

### 5. 1 中小企業ファンドに係る課題

主としてバングラデシュでの企業や金融機関へのヒアリングに基づき、中小企業向けファンド設立の課題を以下のとおり整理した (図表17)。

図表17 低所得国における中小企業向けファンド設立の課題

分野	課題
政策、法規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スタートアップ、SME に対する明確な金融政策の欠如</li> <li>・VC ファンド、インパクトファンド等に係る法制度が未整備</li> <li>・ファンドを補完する技術支援政策・施策が未整備</li> </ul>
需要側 (SME サイド)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オーナー系企業が多く、自社に他社の資本が入ることについて警戒感が強い。</li> <li>・短期的な運転資金ローンに依存しており、長期的な投融資を受けるためには財務基盤が弱い。</li> <li>・オーナーや財務部門のスタッフは資本政策に係る知識・経験が乏しい。</li> </ul>
供給側 (投資家サイド)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>ファンドへの投資に係るインセンティブの不足のため機関投資家やエンジェル投資家の資金が集まらない</u></li> <li>・<u>長期的な投資に対する機関投資家の意欲が低い。</u></li> <li>・<u>政府の予算が不十分でファンドの呼び水的な役割を果たすアンカー投資家的機能を担えない。</u></li> <li>・<u>公的機関が GP となる場合、審査・モニタリング能力が不十分で投資の回収が困難</u></li> <li>・<u>投資先に対するハンズオン支援が不十分</u></li> </ul>
その他	起業意識が低く、起業社数が少ない。

(出所) ヒアリングに基づき日本経済研究所作成

## 5. 2 中小企業ファンドの展望

中小企業向けファンドの設立を促進していくためには、制度面・需要側・供給側に係る上記の課題に総合的に対応するためのエコシステムの構築が必要となっているが、とりわけ供給サイド（投資家）の誘致・育成が重要と考えられる。

また、低所得国においては、予算不足で日本の中小機構のように政府がファンドの呼び水的な役割を果たすことができないため、バングラデシュの事例のようにドナーや IFC 等の国際開発金融機関が VC

やインパクトファンド等へのアンカー投資家となることが望まれる。

さらに、低所得国における投資事業のタイプをリスクやリターンの面から、1. 民間企業単独で事業が可能、2. 民間事業単独で事業が困難、3. 事業の存続価値が低いという3つの段階に分類し、各々の事業をリターンと市場成熟度によってみた場合、経済的リターンは中程度だが社会的リターンが高く、市場の成熟度は中～低のような場合がドナーや国際開発金融機関が呼び水的投資家となることが最

図表18 低所得国における投資事業タイプ分類

	分類	経済的リターン	社会的リターン	市場の成熟度	概要
1	民間企業単独で事業が可能	中	高	高	ESG 投資
		高	低		公開企業への株式投資
2	民間企業単独で事業が困難	中・高	低	中・低	公的機関による通常の民間企業支援（輸出金融、新興国への投資促進ファンド）
		中	高	中・低	DFI や社会的インパクトファンドによる投資（新興国・低所得国）
		低	高	低	ドナーや NGO による無償援助（主に低開発国）
3	事業の存続価値が低い	低	低	高 低	経済的・社会的リターンが低く、投資価値がない

(出所) 各種資料及びヒアリングに基づき日本経済研究所作成

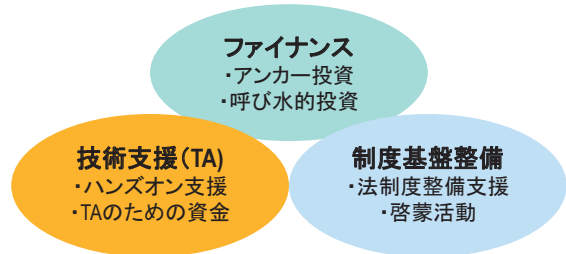
も期待されている。バングラデシュのSEAFBVのインパクト投資は、最もこのパターンに近いと考えられる（図表18）。

加えて、低所得国におけるドナーや開発金融機関の中小企業ファンド促進のための役割を整理すると、アンカー投資家や呼び水的な投資を行うファイナンス面だけではなく、ハンズオン支援等の技術支援、法整備・啓蒙活動等制度基盤整備支援も不可欠であり、これらの3つの役割がバランスよく機能することによってベンチャーファンドやインパクトファンドのためのエコシステムが発展すると考えられる（図表19）。

最後に、今後、低所得国における社会的課題の解決を目指すイノベティブな中小企業に対する社会的インパクト投資の規模を拡大するためには、投資のリスクを軽減し、一定のリターンを上げる仕組みを構築する必要がある。

機関投資家等の投資家を誘致し、ファンドの規模を拡大するためには、図表20に示されるように開発

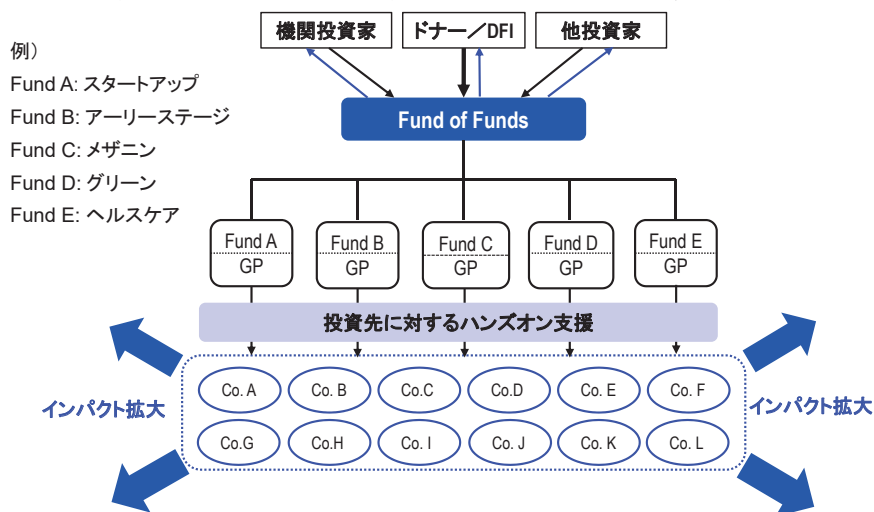
図表19 開発金融機関の中小企業ファンド促進のための役割のイメージ



(出所) 日本経済研究所作成

金融機関が呼び水的な投資家となると同時に、ファンド・オブ・ファンズの仕組みにより、タイプの異なるファンド（例えば、スタートアップ、アーリーステージ、メザニン、グリーン、ヘルスケア等への投資）をミックスしてリスクを軽減し、一定以上の経済的リターンを上げるとともに、ハンズオンにより成長を支援し、社会的インパクトを拡大することが求められる。社会的インパクトの実績が確認されることで、投資先の意識も高まり、さらに多くのファンドが集まってくる相乗効果が期待される。

図表20 中小企業向け社会的インパクト投資を拡大する概念図



(出所) 日本経済研究所作成