

産業投資について

財務省 理財局

2024年5月24日

目次

1. 産業投資の概要

- ・ 産業投資の歩み
- ・ 近年の投資活動の状況
- ・ ポートフォリオの状況

2. 論点

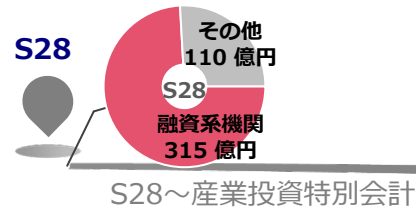
- ・ 産業投資の基本的在り方
- ・ 産業投資にかかるガバナンス向上に向けた対応
- ・ 産業投資の仕組み面の課題

1. 産業投資の概要

産業投資の歩み

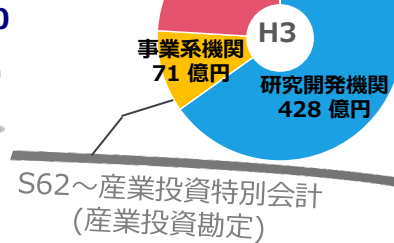
産業投資特別会計を設置

- 経済の再建、産業の開発及び貿易の振興のために国の財政資金をもって投資（出資及び貸付け）を行うことを目的として設置。
- 電力・海運・石炭・鉄鋼等の重要産業の整備について、一般会計繰入を主な原資に、政府関係機関等に対する出融資を実施。



NTT・JT株式を承継

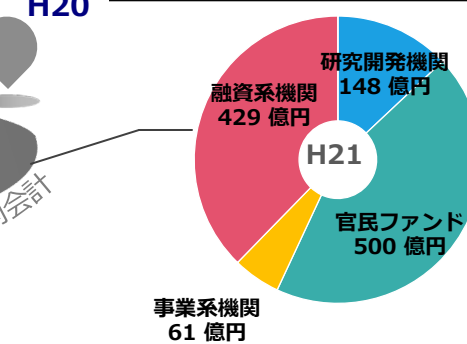
- 産業投資特別会計法を改正し、設置規定から「経済の再建」を削除するとともに、NTT・JT株式を一般会計から無償所属替えし、産投会計の財源基盤を充実。（→配当の一部を技術研究の促進等に活用）



※円グラフは当初計画額ベース

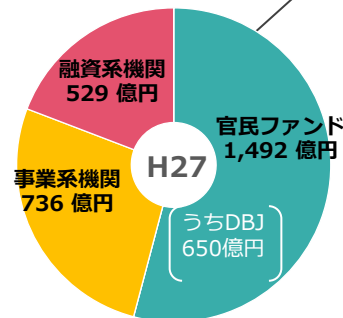
「今後の産業投資の在り方について」 (財政投融資分科会報告)

- 対象分野を「研究開発・ベンチャー支援」「レアメタル探鉱・開発等」「環境・アジアへの投資の促進等」に重点化。



「財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」 (財政投融資分科会報告)

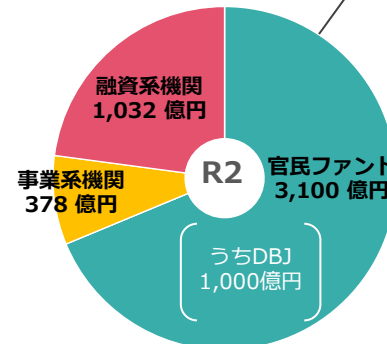
- 産業競争力強化、イノベーション創出、インフラ輸出・投資、中堅・中小企業の海外展開、地域活性化の各分野に対し、官民の適切な役割分担の下、長期リスクマネーを呼び水として重点的に供給。



R元

「今後の産業投資について」 (財政投融資分科会報告)

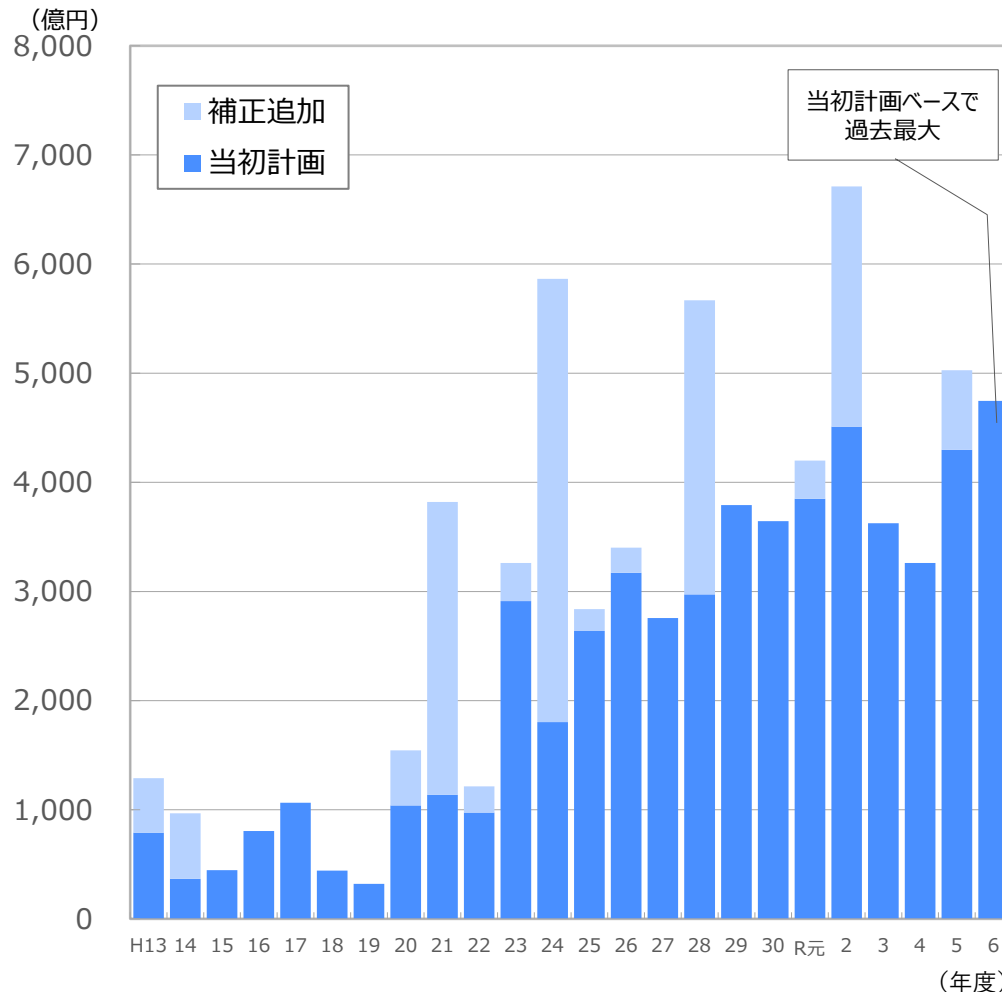
- 新産業の創出、ビジネスの新陳代謝の促進、日本企業の海外展開といった課題に産業投資を活用し対応を図るとともに、近年増加している官民ファンドなど投資の直接の原資としての産投出資に対応した産業投資の管理運営を検討する必要。



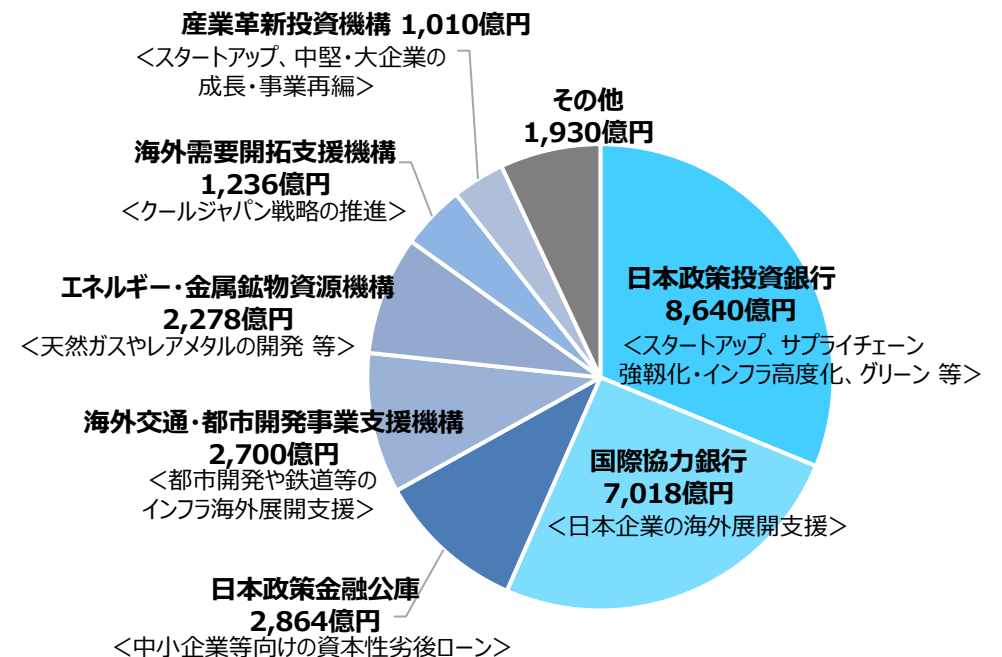
産業投資の活用状況

- 産業投資の規模は長期的に拡大傾向で推移。近年は、主として、スタートアップ支援、日本企業の海外展開（インフラ、天然資源等）や競争力強化（GX、サプライチェーン強靱化等）の分野にリスクマネーを供給。
- （※当初計画及び補正追加の詳細については参考資料（P26-27）参照）

産業投資 計画額の推移



平成25年度以降の産業投資累計額 （平成25年度～令和5年度の実績累計額）

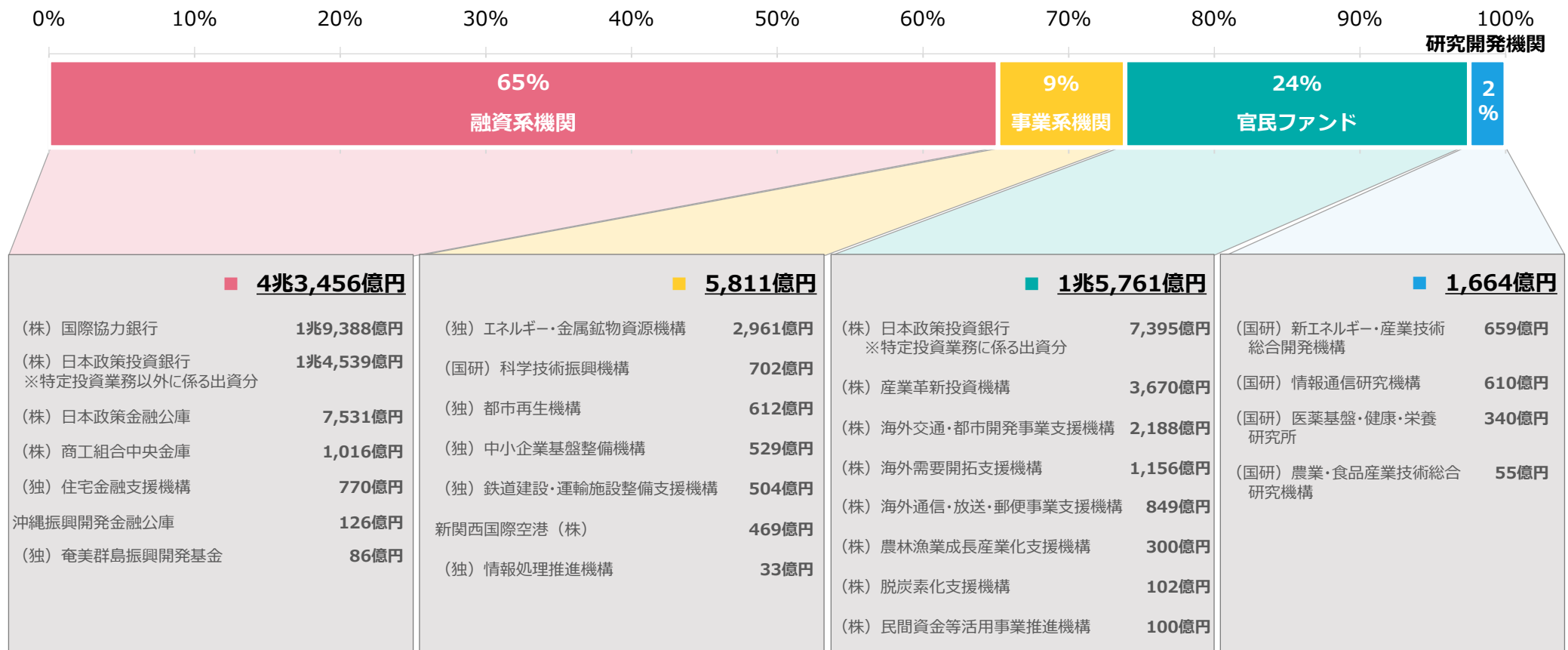


※ 計数には産投貸付の額を含む

ポートフォリオの状況①（出資金残高）

➤ 令和4年度末の産投機関への出資金残高のうち、融資系機関及び官民ファンドにて全体の9割を占める。

□ 産業投資（出資金）の残高（令和4年度末） 6兆6,692億円



(注1) 上記のほか、日本電信電話(株) (N T T) 1,431億円、日本たばこ産業(株) (J T) 333億円があり、出資金の残高 (令和4年度末) は6兆8,457億円。

(注2) 各計数毎に四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。

ポートフォリオの状況②（実現損益）

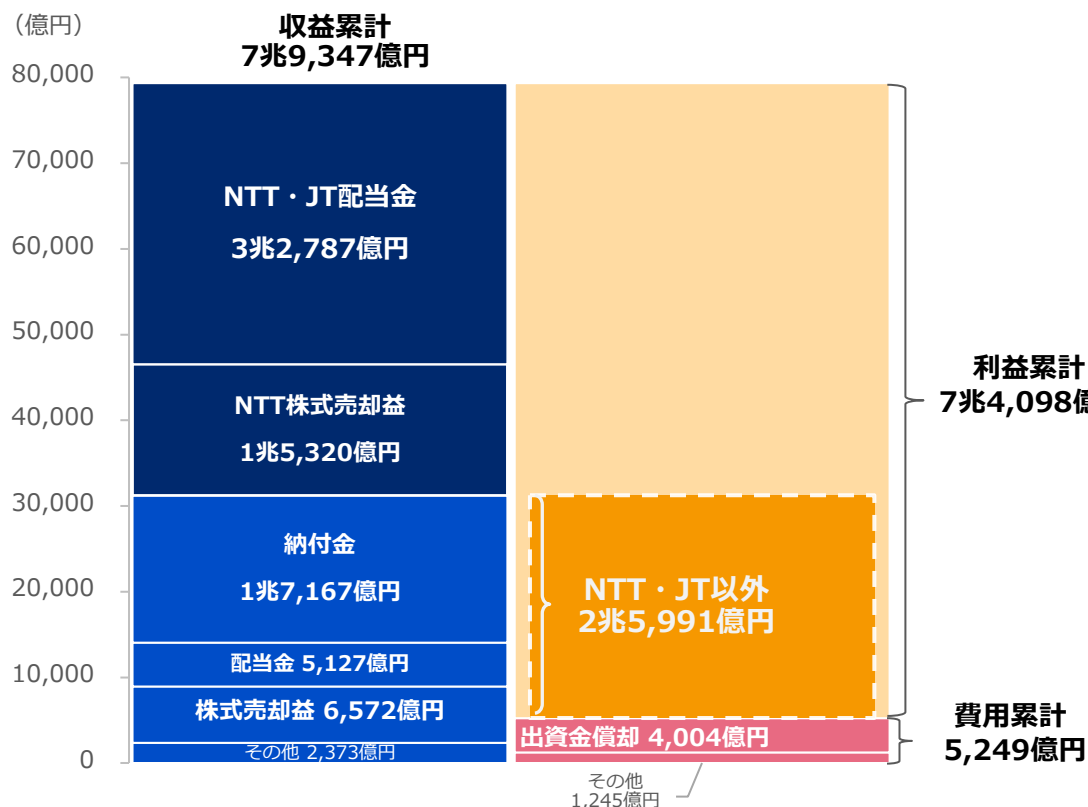
- 産業投資を管理する財投特会（投資勘定）の利益の多くは、同特会に帰属するNTT・JT株式に由来するものだが、それらを除いた産業投資の結果としての損益も累計2.6兆円の黒字。

※ 生じた利益は、主に翌年度の産業投資や一般会計への繰入に充てられる（現行制度上、投資勘定内での利益留保は不可）。

- もっとも、産投機関からの収益の大半はDBJ及びJBICによるものであり、収益源は偏在。

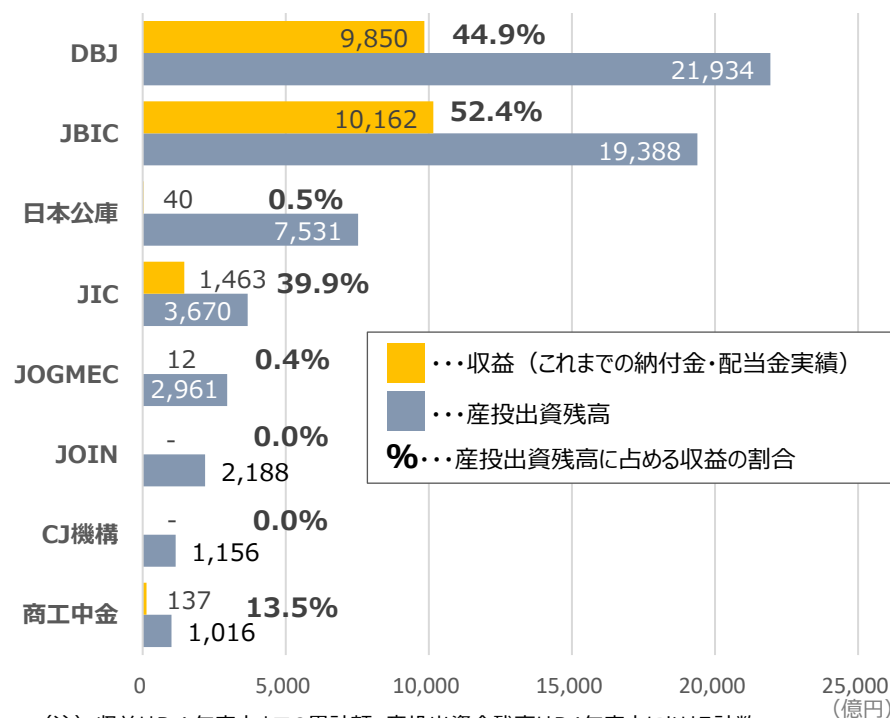
（※株式売却益や出資金償却の内訳については参考資料（P28）参照。）

□ これまでに実現した利益累計（S28～R4）



（注）各計数毎に四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。

□ 出資金残高1,000億円以上の機関における収益の状況



ポートフォリオの状況③（評価差額の状況）

- 産投出資にかかる評価差額は+3.1兆円。内訳をみると、DBJ、JBICが大きくプラスとなる一方、研究開発機関や一部を除いた官民ファンドについてはマイナスの状況。

□ R4年度末における出資金残高と評価額の状況

（単位：億円）

類型と主な機関	① 出資金残高	② 評価額	③（②-①） 評価差額	④（③/①）
融資系機関	50,852	78,550	27,698	54%
（株）日本政策投資銀行	21,934	38,866	16,931	77%
（株）国際協力銀行	19,388	29,085	9,697	50%
事業系関係	5,811	10,470	4,659	80%
（独）鉄道建設・運輸施設整備支援機構	504	6,339	5,835	1,158%
（国研）科学技術振興機構	702	85	△ 617	△88%
官民ファンド	8,365	9,025	659	8%
（株）産業革新投資機構	3,670	4,885	1,215	33%
（株）海外需要開拓支援機構	1,156	854	△ 302	△26%
研究開発機関	1,664	130	△ 1,534	△92%
（国研）新エネルギー・産業技術総合開発機構	659	38	△ 621	△94%
（国研）情報通信研究機構	610	14	△ 596	△98%
合計	66,692	98,174	31,482	47%

（注1）令和4年度財政投融資特別会計財務書類を基に作成。評価額は、機関の純資産額に出資割合を乗じた価額。

（注2）（株）日本政策投資銀行は官民ファンドに分類される特定投資業務に係る出資分を含め「融資系機関」としており、同行の②評価額のうち7,845億円は、特定投資業務における自己拠出分として、特定投資準備金に充てられている。

（注3）4つの類型毎に、評価差額の絶対値が大きい2機関を内訳として表示している。

（注4）（独）鉄道建設・運輸施設整備支援機構における評価差額は、整備新幹線建設のため補助金等で土地（非償却資産）を購入した場合、独法会計基準により、当該補助金の額を資本剰余金として計上していることによるもの。

（注5）各計数毎に四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。

論点 1

産業投資の基本的な在り方についてどう考えるか。

論点 2

産業投資のガバナンス向上のためにどのような取組が必要か。

特に、

- ① 収益性にかかるモニタリングの高度化にあたっては、官民ファンドにおける公正価値評価の実施を求めるべきであり、今後の産投出資については、その状況を踏まえて判断すべきではないか。
- ② 官民ファンド等に対しては、法律上の監督権限が所管省庁にあるとしても、出資者たる理財局として、出資金の有効活用や保全の観点から、各機関の運営改善に向け建設的な関与に努めるとともに、収益懸念に対してはその内容・原因に応じた実効的な対応をとるべきではないか。
- ③ 官民ファンドの借入れ（レバレッジ）については、産業投資と一体的に管理していく必要があるのではないか。

論点 3

現状の産業投資の仕組みについて改善できる点はないか。

- ・ 機動的かつ安定的に投資を行っていく上で、財源面の課題に対し、どのように対応していくべきか（財源平準化や能動的な資金調達の仕組みが必要ではないか）。

論点 1. 産業投資の基本的在り方

平成26年度及び令和元年度報告書の概要

(※産業投資に求められる収益性と政策性の関係、呼び水効果及び産投貸付については、参考資料（P29-31）参照）

報告書	概要（産業投資関係）
「財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」 平成26年6月17日 財政制度等審議会 財政投融資分科会	◆産業投資の在り方 ○産業投資の役割 ・ 短中期の民間投資に対し、収益が上がるまで長期に耐える資金。<u>資本性資金を呼び水として供給し、民間金融による資金供給（レバレッジ）を誘発する質的補完</u> ・ 「投資収益の論理」と「政策目的の論理」の重複領域（ストライクゾーン）で運営 ○産業投資のリスク管理 ・ <u>個別の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネジメントにより、毀損を回避し、一定の利益を確保</u> ・ 時限組織である官民ファンドはフェーズ（投資期間、回収期間）毎に対応 ○産投出資と産投貸付の役割・特徴 ・ エクイティファイナンス（産投出資）に加え、<u>メザンファイナンス（確定利付の財政融資では対応困難）に産投貸付を特例的・限定的に活用</u> ◆ガバナンスの向上 ○<u>出資者として（官民ファンドガイドラインに基づき、出資者としてのガバナンスを確保）</u>
「今後の産業投資について」 令和元年6月14日 財政制度等審議会 財政投融資分科会	◆産業投資の役割・課題 ○産業投資のガバナンスに係る基本的な考え方 ・ <u>政策性と収益性という満たすべき2つの要件それぞれに応じたガバナンスを講じる必要</u> ○産業投資のプリンシプル ◆管理運営に係る具体的な取組 ○産業投資のポートフォリオ等 ・ 適切なリスク管理の下、民間資金の過不足の状況を分野やステージ毎に把握して運営するとともに、<u>複数の分野・事業への投資を行うことで全体として収益性・その振れ幅のバランスを取る</u>ことが重要 ○投資の直接の原資としての産投出資のガバナンス ・ 今後新たな産投出資を行う場合には、<u>産投機関との間の取決めに、出資条件について明確化が必要</u> ・ 収益性にかかるガバナンスとして、<u>取決めに、収益性の水準や収益分配の方針等について定量的に規定</u>これに基づき、<u>産投機関・主務省が業務運営を行うとともに、産業投資としても状況把握を実施</u>

産業投資のプリンシプル

- 令和元年度の「今後の産業投資について」報告書において、「産業投資のプリンシプル」を定めている。

産業投資のプリンシプル

産業投資の出資者は、

国際的な競争環境の中で、民間の挑戦を促し、産業開発・貿易振興を図る。

資本コスト以上の適切な収益を確保するため、優れたプロフェッショナルな投資組織であることを目指す。

民間との深度ある対話を出発点に、市場における非効率的な資源配分がある場合に、その改善に貢献する観点から、競争力ある投資戦略を策定する。

産投機関の自律的な運営の重要性に留意しつつ、産投機関・主務省においても上述の3つの原則に則った運営がなされるよう、出資者として実効的なガバナンスを行う。

論点 2. 産業投資にかかるガバナンス向上に向けた対応

産業投資に関するガバナンス向上に向けた対応の全体像

- 産投機関の中には収益性に課題・懸念がある先が存在すること等を踏まえ、出資者として、出資金の有効活用や保全の観点から、ガバナンス向上を図っていく必要。
- 具体的には、産業投資の運営に当たっては、財政融資とは異なり、出資者として積極的なガバナンスが求められることを踏まえ、これまでの取組みを補強する形で、以下の対応を検討。

収益性にかかるモニタリングの高度化（P14,15）

- ・ 個別投資先のデータの取得・分析
- ・ 官民ファンドにおける公正価値評価の活用
- ・ 大型案件に対する重点的な対応

各機関への建設的関与（P16）

- ・ 産投機関の経営陣と直接対話
- ・ 実地監査による課題把握や改善の促進
- ・ 産投機関間の連携・知見共有の促進

**各機関の収益の現状・見通しやその改善に向けた取組
を踏まえ、資金配分・ポートフォリオ管理を実施**

収益懸念に対する実効的対応（P17）

- ・ 出資者として、各機関及び所管省庁に対し、各機関が直面する課題や状況に応じた対応を実施

借入れに対する規律の強化（P18）

- ・ 官民ファンドの政府保証借入について、そのレバレッジ効果や実質的な資源配分機能を踏まえ、産業投資と一体的に管理

収益性にかかるモニタリングの高度化①（個別投資先のデータの取得・分析）

□ 現状

- ・ 主として各機関の**累積損益額**に着目して管理。
- ・ 各機関の投資活動については取決めにに基づき各機関から提出される**モニタリングレポート**により把握しているものの、**情報の粒度にばらつき**。

□ 課題

- ・ 理財局として、個別機関の収益状況について、主体的に、**フォワードルッキングな課題把握や、深度ある課題分析が十分に行えていない**。

□ 課題解決に向けた対応

- ・ 理財局が、定期的に、**横比較可能な定型フォーマットにより、各機関の個別投資案件にかかるデータを取得**。

（主なデータ項目例）

- ・ 公正価値
 - ・ 減損及び引当の状況
 - ・ ファンドへの配当状況
 - ・ Exit見込み
 - ・ 出資先企業の財務状況等（売上・純利益等）
- ・ 取得したデータについては、理財局において、**必要な体制整備を図りつつ分析**。分析結果を、**運営改善に向けた各機関との対話や、財投計画における重点的な資金配分に活用**。

分析における着眼点（イメージ）

➤ ポートフォリオ全体の分析

- ・ 累積損益だけでなく、足元の含み損益も把握することで、ポートフォリオの健全性を確認。
→ 損失を抱える事業の傾向（特定の投資領域・ステージが多い等）を分析し、累積損益の見通しや将来の案件組成に反映させる等の対応を促す。
- ・ Exit済み案件の投資結果を把握することで、当該機関における得意分野や、損切り判断の傾向を確認。
→ ファンドの投資傾向に関し、ターゲットの再考や、適切なタイミングでの損切り等の対応を促す。

➤ 個別の懸念案件等の早期の把握・フォロー

- ・ 売上高等の財務状況から、事業の需要の伸びや、営業黒字化に向かっているか等を確認。
- ・ スタートアップ企業であるにもかかわらず一定期間以上増資が行われていないなど、事業の成長が停滞していないかを確認。
- ・ Exit見込みを設定しているか、後ろ倒しや金額の引き下げが常態化していないかを確認。
→ 収益性に懸念のある個別案件について適切な対応（Exit・支援、減損・引当処理）を促す材料として活用。

収益性にかかるモニタリングの高度化②（公正価値評価の活用、大型案件への対応）

- 国際的には、非上場株式についても公正価値評価を行うことが標準となっており、足許で国内でも導入の動きが活発化。現状、官民ファンドについては、企業会計基準に従い取得原価を貸借対照表価額としていることもあり、内部管理においても公正価値評価の実施は限定的な状況であるが、今後は、適切なポートフォリオ管理のために活用を進めていく必要。
(※公正価値にかかる政府内の検討状況等については、参考資料（P32-33）参照）
- 官民ファンドによる大型案件については、産業投資の収益性にも大きな影響を与えうることを踏まえ、各機関・所管省庁に対して、投資決定や投資後の管理等において特に慎重な対応を求める。

公正価値評価について

□ 公正価値とは

- 算定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われると想定した場合の、当該取引における資産の売却によって受け取る価格又は負債の移転のために支払う価格をいう。（時価算定会計基準第5項）
- 典型的には上場株式の市場価格であるが、市場価格を有しない非上場株式等についても一定の仮定の下で算出される（類似企業比較法、DCF法等）。

（注）算出された公正価値の真正性は、設定した仮定の客観性や評価技法の適切性により差異が生じる。

□ 国内における動向

経産省

- 民間VCの組成ファンドが会計処理を行う上で準拠する中小企業等投資事業有限責任組合会計規則を2023年12月に廃止し、新たに「投資事業有限責任組合会計規則」を策定。
- 当該規則により、民間ファンドは資産評価をするにあたり、原則として時価（公正価値）を付すことが義務付けられた（ただし、引き続き例外的に、組合契約で定めた評価方法による評価額も認められる）。

金融庁

- 民間VCのプリンシプルを策定・公表予定であり、その中で、国際基準に沿った公正価値評価を促すことが論点として上がっている。

大型案件について

- 産業革新投資機構（JIC）傘下のJICキャピタルは、大規模な成長投資案件、事業再編につながる買収案件に注力。
- 足許で、以下2つの上場企業の非公開化案件に取組。

< JSR株式会社 >

- 本年4月、公開買付けが終了。
今後、スクイズアウト手続を予定。
- 買付代金の総額（予定）は、約9,040億円。

< 新光電気工業株式会社 >

- 昨年12月に公開買付けについて公表（本年8月下旬の公開買付け開始を目指すとしている）。
- 買付代金の総額（予定）は、約3,998億円。

各機関への建設的関与

- 各機関の経営状況等の監督については、理財局としても予算編成過程等で必要に応じて確認しているものの、基本的には法律上の監督権限を有する所管省庁が対応している状態。
- 今後は、理財局としても、産業投資の有効活用や出資金の保全の観点から、経営陣を含めた各機関との対話や、必要に応じて実地監査を活用し、主体的に各機関の運営改善を促進。
- また、新たな知見を収集できる場となる会合（Plus）への参加を促すこと等により、ファンド運営の効率化や、機関間の連携促進を進める。

機関との直接対話・実地監査の活用

□ 各機関との直接対話

定量的な分析に基づく知見を前提に、特に過年度からの経営の積み上げであるストックに着目しつつ、機関側の定量データだけでは捉えにくい定性的な運営方針等について、経営トップを含めて対話。

【テーマ例】

- ・事業運営方針（投資戦略、態勢整備の状況など）
- ・収益状況やその見通し

□ 実地監査の活用

各機関のファンド運用にかかる態勢整備（投資決定プロセス、事後のモニタリングプロセス）等について確認し、改善を促す。

「Plus」について

- 政府機関によるスタートアップ支援プラットフォーム (Platform for unified support for startups)。

＜事業内容＞

- ✓ スタートアップ支援情報の共有・整理・発信
 - ・事業の相互理解を深める定例会の実施
 - ・ワンストップ窓口を活用した相談対応
- ✓ 参加機関の相互連携の促進

＜メンバー＞

- ✓ 事務局は新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)
- ✓ 現在、16の政府機関が参加

- 既に参画しているJIC・DBJを除いた5つの官民ファンド（CJ、JOIN、JICT、JICN、PFI）に対し参加を打診中。

収益懸念に対する実効的対応

- 現状、産投機関の収益性に懸念が生じた際には、分科会での議論も踏まえ、都度、各機関・所管省庁に改善対応を求めているが、その方針があらかじめ整理されているわけではない。
- 今後については、収益性に対する懸念の内容・原因に応じ、以下の対応を求める。

個別案件での相当程度の損失発生や、機関全体の収益の低迷など、**各機関の収益性に対する懸念が高まった場合**



損失発生や収益低迷の**発生原因等について適時かつ深度ある報告**を求める。

収益性に対する懸念の原因が、個別の投資判断の問題にとどまらず、**投資方針等に起因すると考えられる場合**



投資方針の見直し（投資領域の重点化等）や、**リスク管理の強化**（投資上限の設定等）等の**改善対応**を求める。

組織態勢等の**構造的問題があると考えられる場合**



業務運営態勢等の強化、経営体制の見直し、組織の統廃合等の抜本的な改善対応を求める。



収益性に深刻な懸念が生じているにもかかわらず、必要な改善対応が行われない場合には、**出資金の保全の観点から以下のような対応を検討。**

- 翌年度以降の財投計画において、**追加の財投措置を行わない。**
- （財投計画上措置されている）**産業投資の執行留保。**
- **株主総会における議決権行使**（役員の選解任等）。

借入れに対する規律の強化

- 官民ファンドの中には、産業投資に加えて、政府保証借入による資金調達を予定する機関があり、さらにその中には、財投計画の対象とならない短期の政府保証を活用するものもある（一般会計予算総則において限度額を規定）。
- こうした借入については、そのレバレッジ効果や実質的に資源配分機能を担っている面もあることを踏まえ、産業投資と一体的に管理していく必要がある。

□ 令和6年度財政投融资計画の機関別事業規模・資金計画等		資金計画				(単位：億円)
	事業規模	財投計画		自己資金等		資金計画外の 政府保証枠
		産業投資	政府保証 (5年以上)	その他	政府保証 (5年未満)	
(株) 産業革新投資機構	6,100	800	—	▲7,950	13,250	12,150
(株) 海外交通・都市開発事業支援機構	955	299	626	—	30	—
(株) 民間資金等活用事業推進機構	800	—	500	—	300	—
(株) 海外通信・放送・郵便事業支援機構	600	360	240	—	—	—
(株) 脱炭素化支援機構	600	250	—	—	350	—
(株) 海外需要開拓支援機構	290	90	—	▲140	340	—

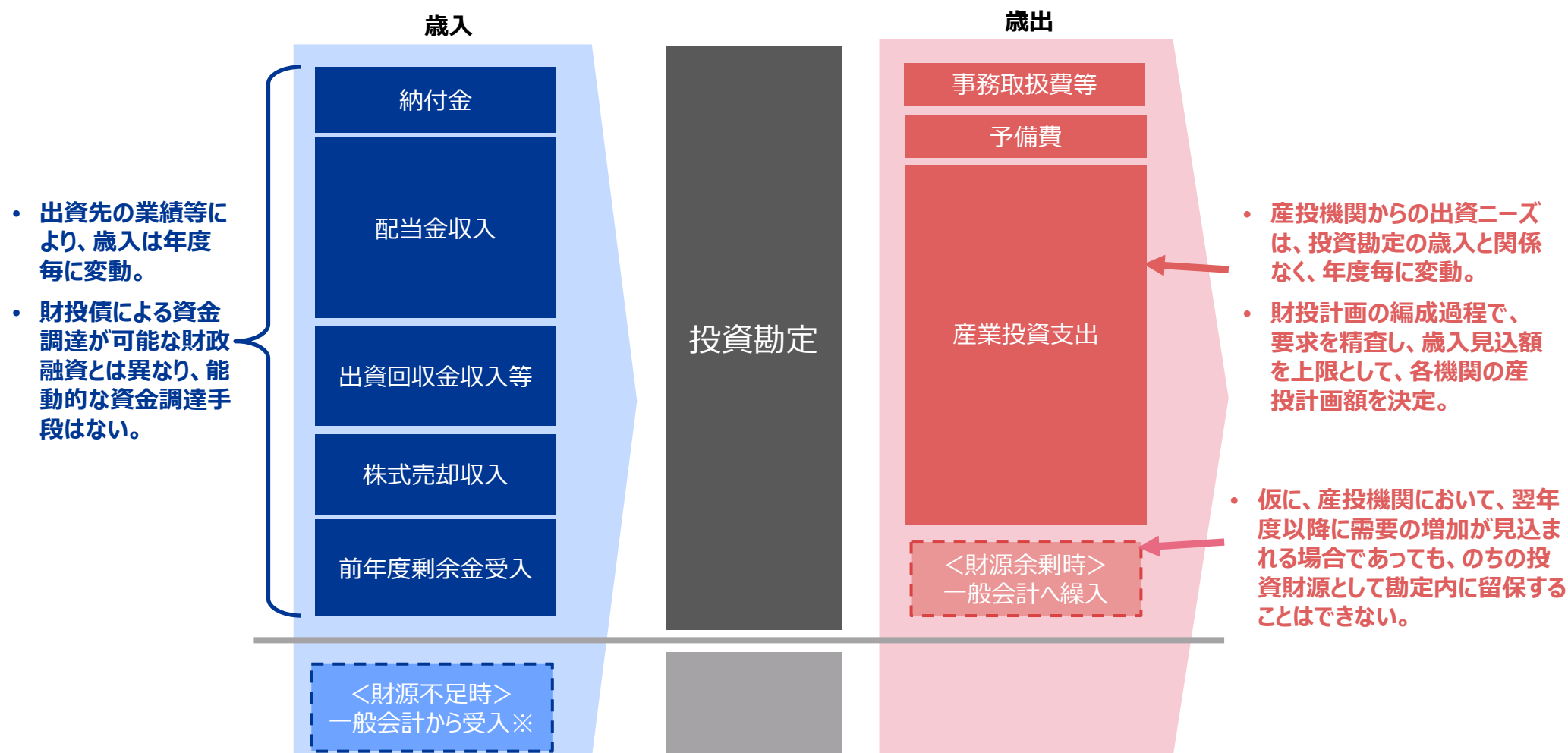
財投計画外の政府保証

現行制度上、財政投融资計画は5年以上の運用・債務保証及び出資を対象としている。
(財政融資資金の長期運用に対する特別措置に関する法律（長期運用法）第5条）。

論点3．産業投資の仕組み面の課題

財政投融资特別会計投資勘定の仕組み

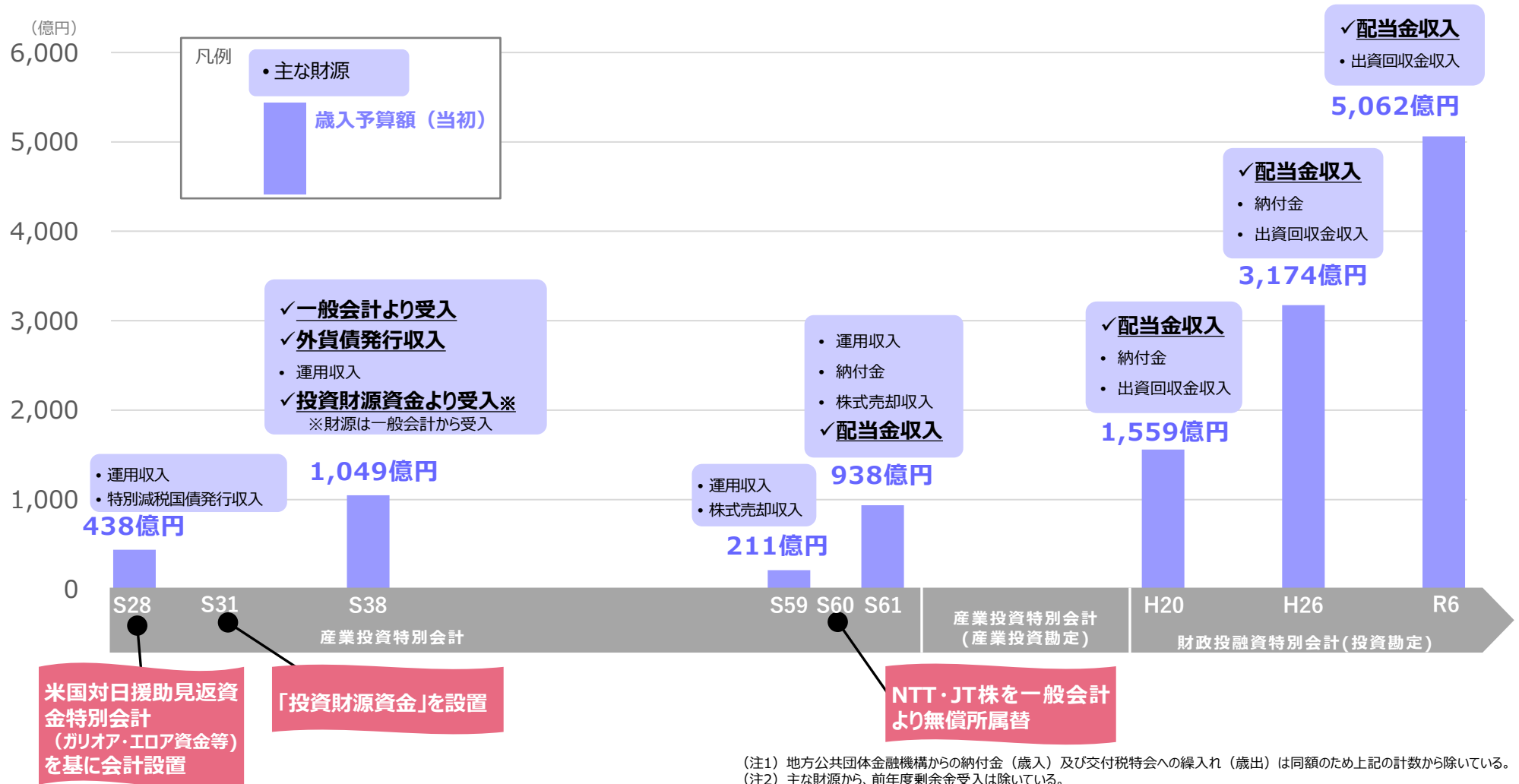
- 財投特会（投資勘定）には、能動的な資金調達の手段や、財源を平準化する仕組みがない。
- こうした仕組みの下、毎年度の財投計画編成においては、各年度内に生じると見込まれる歳入（N T T・J Tからの配当金、産投機関からの納付金といったフロー）に厳格に制約される形で、各機関の産投計画額を決定している。



※近年の運用上、補正予算時のみ

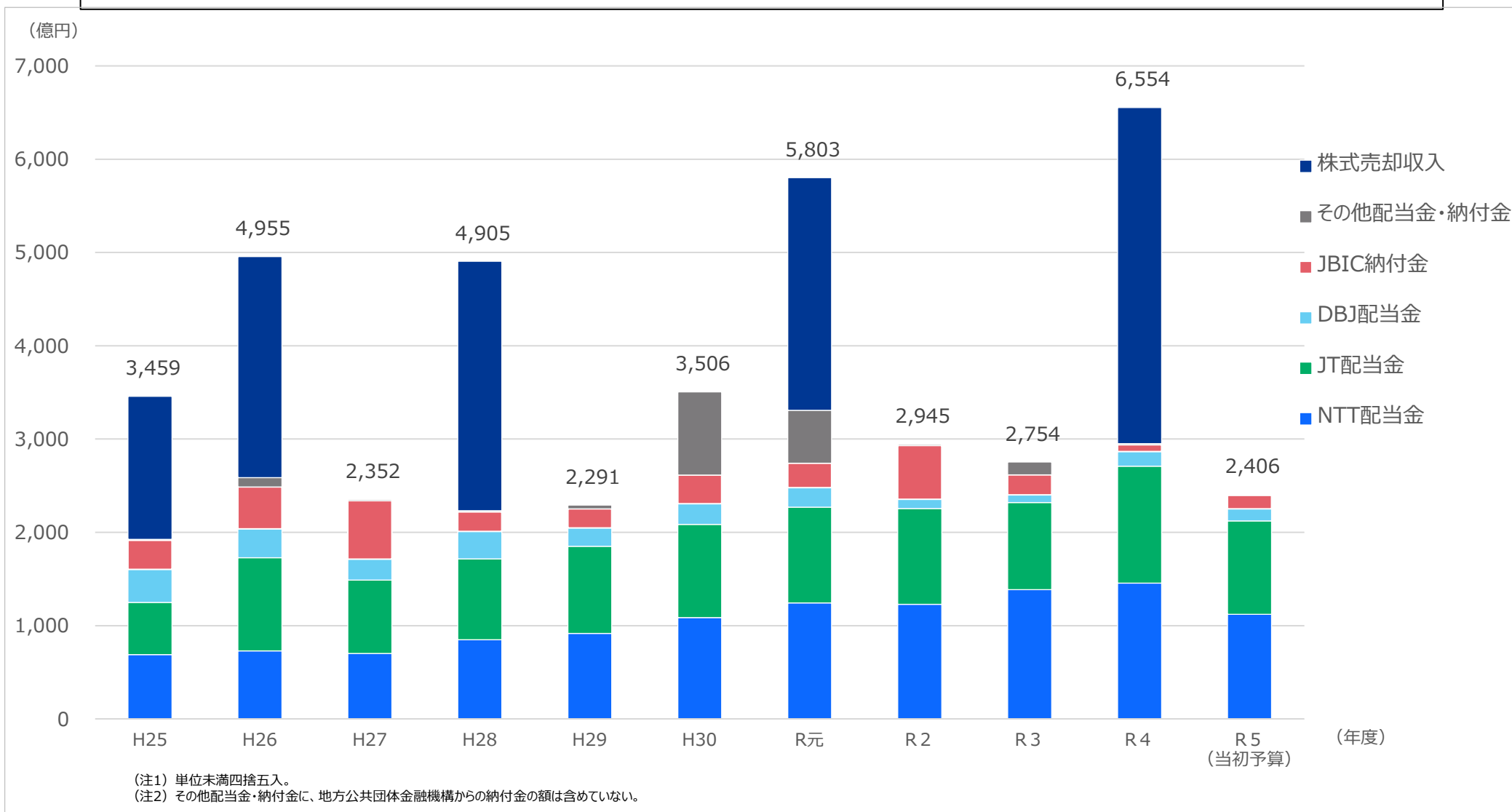
財源の変遷

- 当初は財源を一般会計に依存。昭和31年度には「投資財源資金」を設置し、投資財源の不足を補足するための原資を一般会計から受入。また、昭和33～43年度には貸付財源に充てるため産投外債を発行。
- 昭和60年度のNTT・JT株式の一般会計から所属替以降、NTT・JTの企業としての成長に合わせてNTT・JT株式の配当金が主要な財源となっている。



投資勘定の主な収入の実績

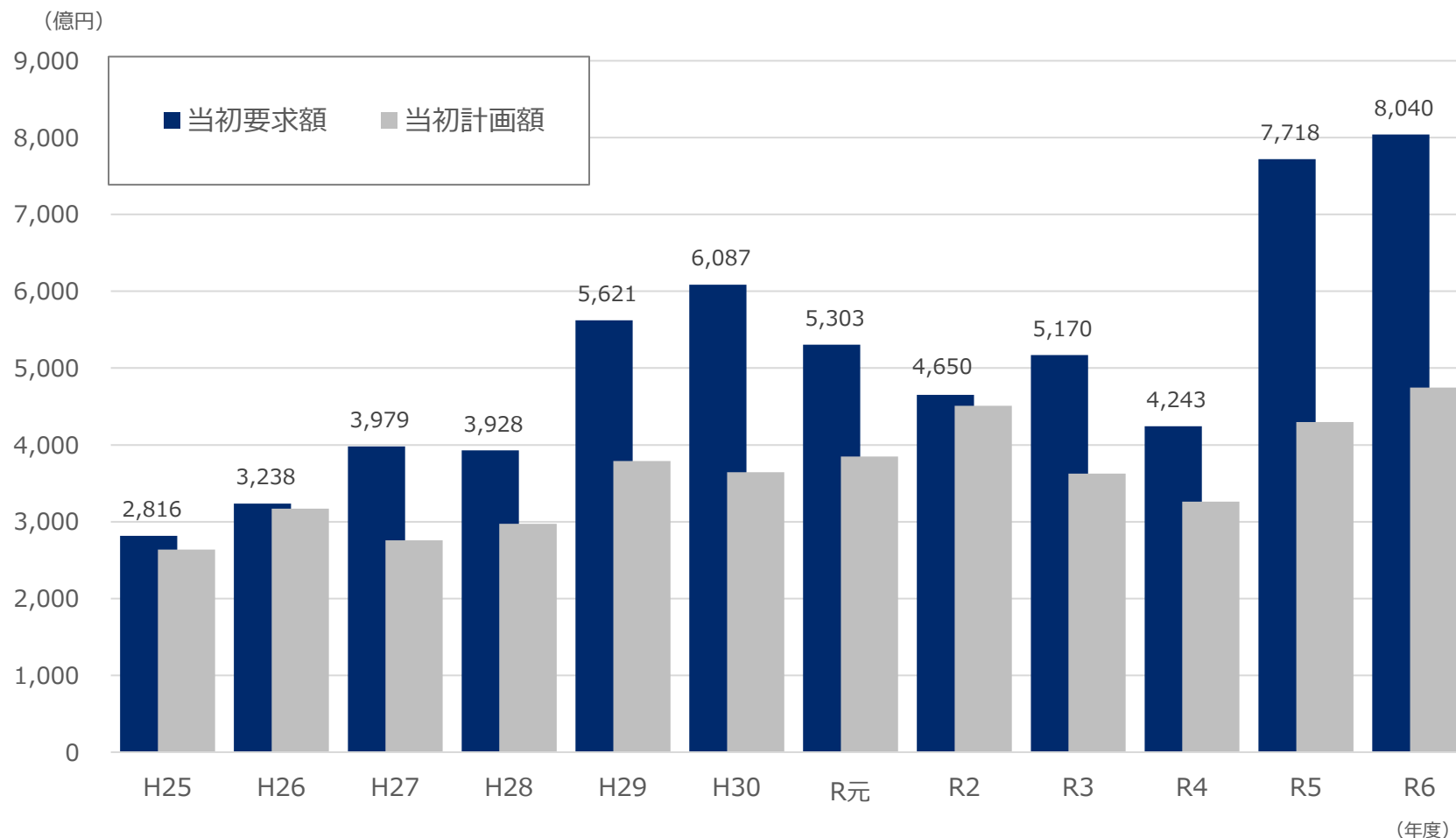
- 全体として、年度によって大きく変動がある。
- 投資勘定の主な収入は、NTT株式の株式売却収入、NTT・JT株式の配当金収入など。



産業投資支出への対応状況

- 要求額は、その時々ニーズ等により変動。
- 足許においては、サプライチェーン強靱化、スタートアップ支援、GX等の政策課題を踏まえ、産業投資を活用した支援ニーズが高まっている。

□ 産業投資の当初要求額及び当初計画額の推移

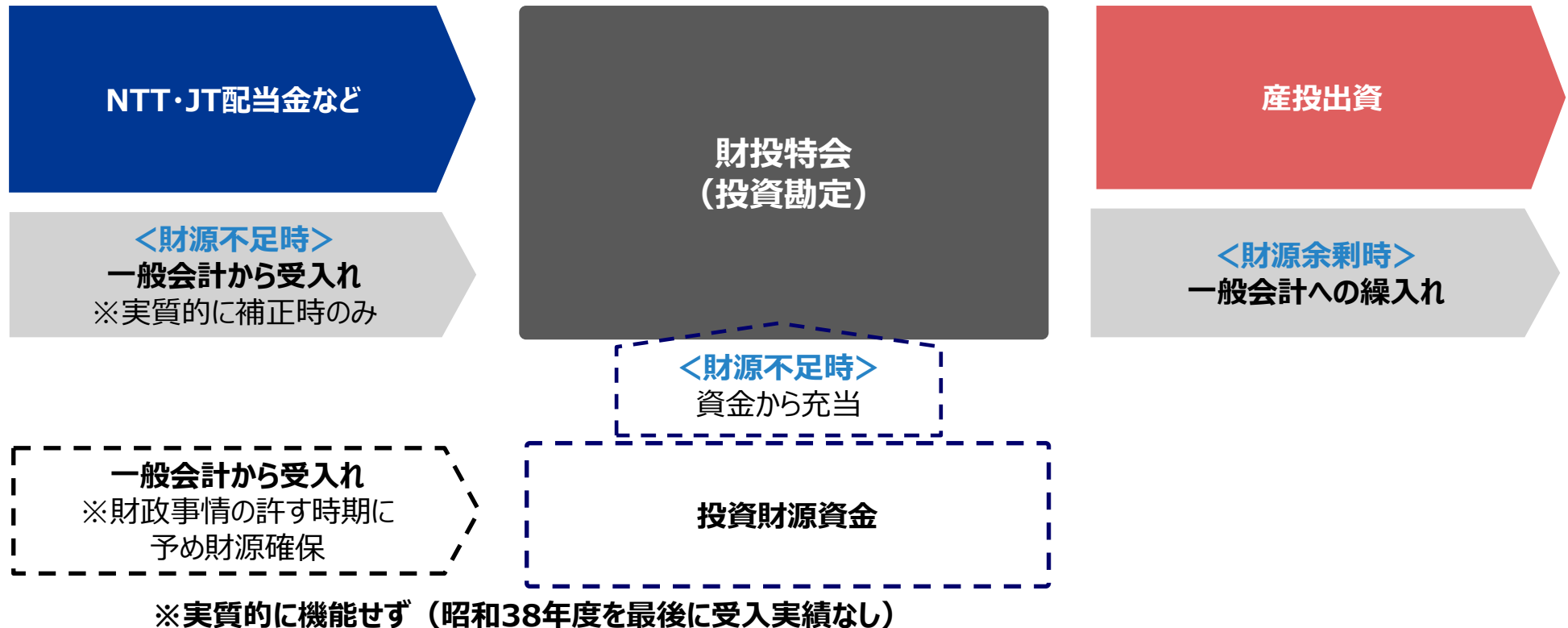


投資財源資金

- 旧産業投資特別会計産業投資勘定において、昭和31年度に「投資財源資金」を設置。投資財源の不足を補足するための原資を予め一般会計から受け入れて、資金に留保（昭和32～38年度:計1,300億円）。
- 昭和38年度を最後に一般会計からの受入を行っておらず、実質的に機能していない。

投資財源資金の概要

- 旧産業投資特別会計産業投資勘定において、昭和31年度に財政法44条に基づく特別の資金として、「投資の財源の一部を補足すべき原資の確保を図るため」に「資金」が設置された。その後「資金」は特別会計に関する法律において「投資財源資金」に名称変更されている。
- 当該資金は、当勘定が産業の開発及び貿易の振興のため、経済情勢に応じた適時適切な投資を行う際、投資財源が当該年度の歳入では賄いきれないような場合においても適切な投資が実施できるように、投資財源の不足を補足するための原資を一般会計の財政事情の許す時期に予め確保しておくという趣旨から設置されたものである。現在残高はない。



参考資料

機関別の当初計画額の推移

- 近年においては、DBJ、JBIC、JOGMEC、官民ファンド向けの計画額が大きい。

□ 機関別の当初計画額の推移

(単位：億円)

機 関 名	R元年度	R2年度	R3年度	R4年度	R5年度	R6年度
(株) 日本政策投資銀行（特定投資業務）	1,300	1,000	1,750	500	400	850
(株) 国際協力銀行	635	800	600	850	900	1,160
(独) エネルギー・金属鉱物資源機構	362	344	342	546	1,392	848
(株) 海外交通・都市開発事業支援機構	606	604	531	580	512	299
(株) 産業革新投資機構	—	1,000	—	—	—	800
(株) 海外通信・放送・郵便事業支援機構	267	266	190	250	244	360
(株) 日本政策金融公庫	458	214	37	189	288	—
(株) 脱炭素化支援機構	—	—	—	200	400	250
(株) 海外需要開拓支援機構	170	230	120	90	80	90
沖縄振興開発金融公庫	19	18	22	26	70	70
(独) 鉄道建設・運輸施設整備支援機構	32	34	34	31	12	20
合計	3,849	4,510	3,626	3,262	4,298	4,747

近年の主な補正予算における産業投資

- 近年において、その時々を経済・社会情勢、政策的ニーズに応じて、DBJ、JBICを中心に補正追加を実施。

H21

2,683億円「経済危機対策」(平成21年4月10日閣議決定)の一環としての措置

- ・DBJ 2,263億円 危機対応業務の円滑化のための財務基盤強化
- ・その他 420億円

H24

4,059億円「日本経済再生に向けた緊急経済対策」(平成25年1月11日閣議決定)の一環として措置

- ・DBJ 1,000億円(貸付金)競争力強化ファンドの創設
- ・日本公庫 900億円 資本性劣後ローンの拡充
- ・JBIC 690億円 海外展開支援出資ファシリティの創設
- ・INCJ 1,040億円 ベンチャー支援のためのリスクマネー供給
- ・その他 429億円

H28

2,694億円「質の高いインフラ輸出拡大イニシアティブ」(平成28年5月23日 経協インフラ戦略会議)を実施していくための措置

- ・JBIC 1,090億円 日本企業のインフラ海外展開支援のための財務基盤強化
- ・JOGMEC 1,500億円 石油・天然ガス開発企業等による海外資源会社の買収等への支援
- ・その他 104億円

R2

2,200億円 新型コロナウイルス感染症対策の強化を図るための措置等

- ・DBJ 2,200億円「新型コロナリバイバル成長基盤強化ファンド」の創設・拡充 等

R5

730億円「デフレ完全脱却のための総合経済対策」(令和5年11月2日閣議決定)を踏まえた措置

- ・DBJ 500億円 サプライチェーン強靱化・インフラ高度化やGX等に対する成長資金の供給
- ・JBIC 230億円 重要な鉱物資源にかかる日本企業のサプライチェーン強靱化等の取組支援のための財務基盤強化

(注) H21年度の計数は1次補正及び2次補正の合計額。R2年度の計数は1次補正、2次補正及び3次補正の合計額である。

産投出資の償却（毀損）及びNTT株式以外の株式売却益

- 基礎的・基盤的な技術を対象とした研究開発法人向けの出資の毀損が目立つ。
- NTT株式以外の株式売却益は、日本航空株式や電源開発株式など計6,572億円。

□ 産投出資の償却（毀損）一覧

機 関 名	出資額	償却額	償却年度
基盤技術研究促進センター	3,056億円	2,684億円	H15
（独）情報処理推進機構	482億円	377億円	H19
（国研）農業・食品産業技術総合研究機構	281億円	264億円	H27
関西国際空港(株)	622億円	153億円	H24
情報処理振興事業協会	143億円	142億円	H15
東北開発(株)	155億円	130億円	S60
（独）新エネルギー・産業技術総合開発機構	95億円	62億円	H18
（独）石油天然ガス・金属鉱物資源機構	229億円	47億円	H16
通信・放送機構	75億円	43億円	H16
日本航空機製造(株)	42億円	42億円	S57
国際協力事業団	54億円	35億円	H15
（独）情報処理推進機構	18億円	10億円	H16
北海道地下資源開発(株)	9億円	7億円	S44
沖縄電力(株)	10億円	5億円	S62
中小企業総合事業団	728億円	1億円	H16
（独）情報通信研究機構	189億円	1億円	H25
合計	6,187億円	4,004億円	

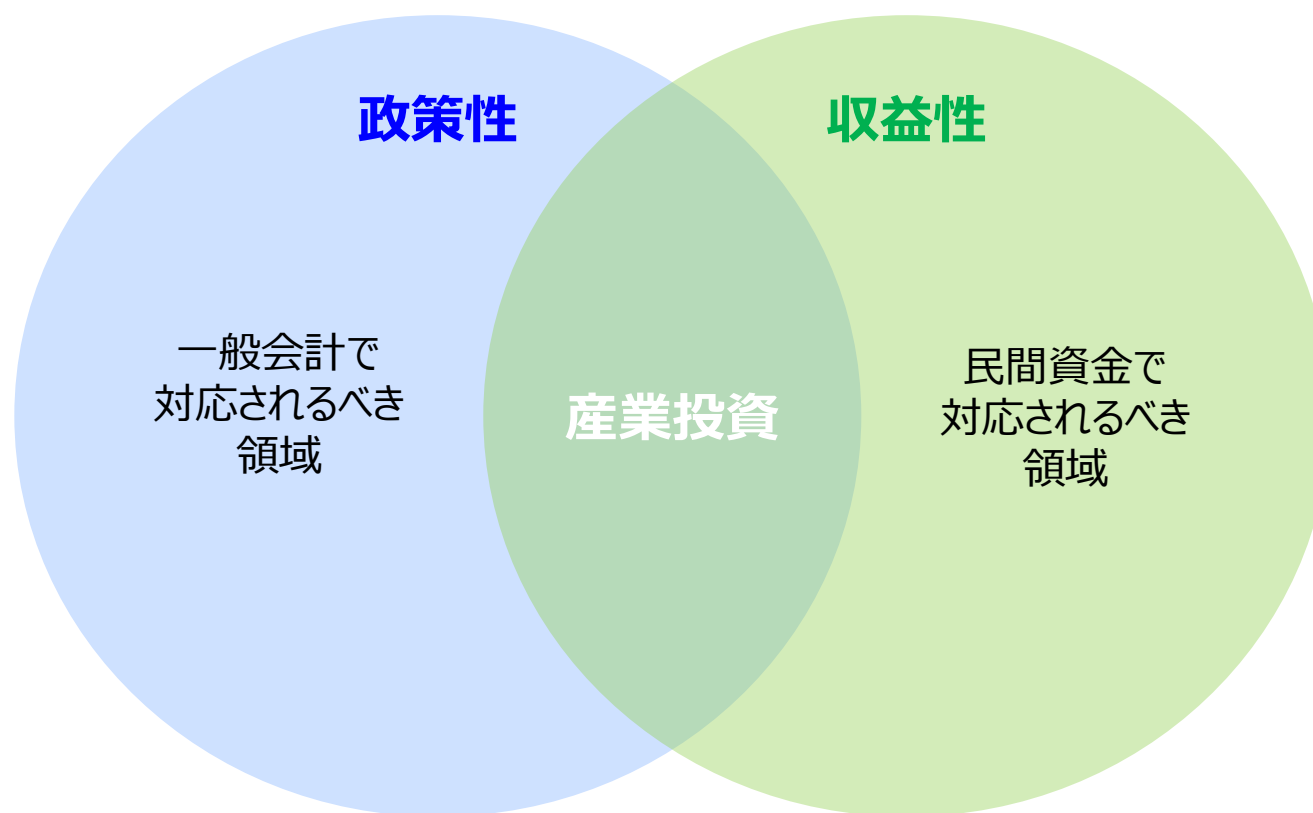
□ NTT株式外の株式売却益

機関名	売却収入	株式売却益	売却年度
日本航空(株)	6,087 億円	5,832 億円	S43,S44,S47,S54,S62
電源開発(株)	327 億円	668 億円	S44～S49,S61～H2,H15
東北開発(株)	58 億円	33 億円	S61
沖縄電力(株)	25 億円	20 億円	S63
日本合成ゴム(株)	28 億円	18 億円	S42,S43
合計	6,526 億円	6,572 億円	

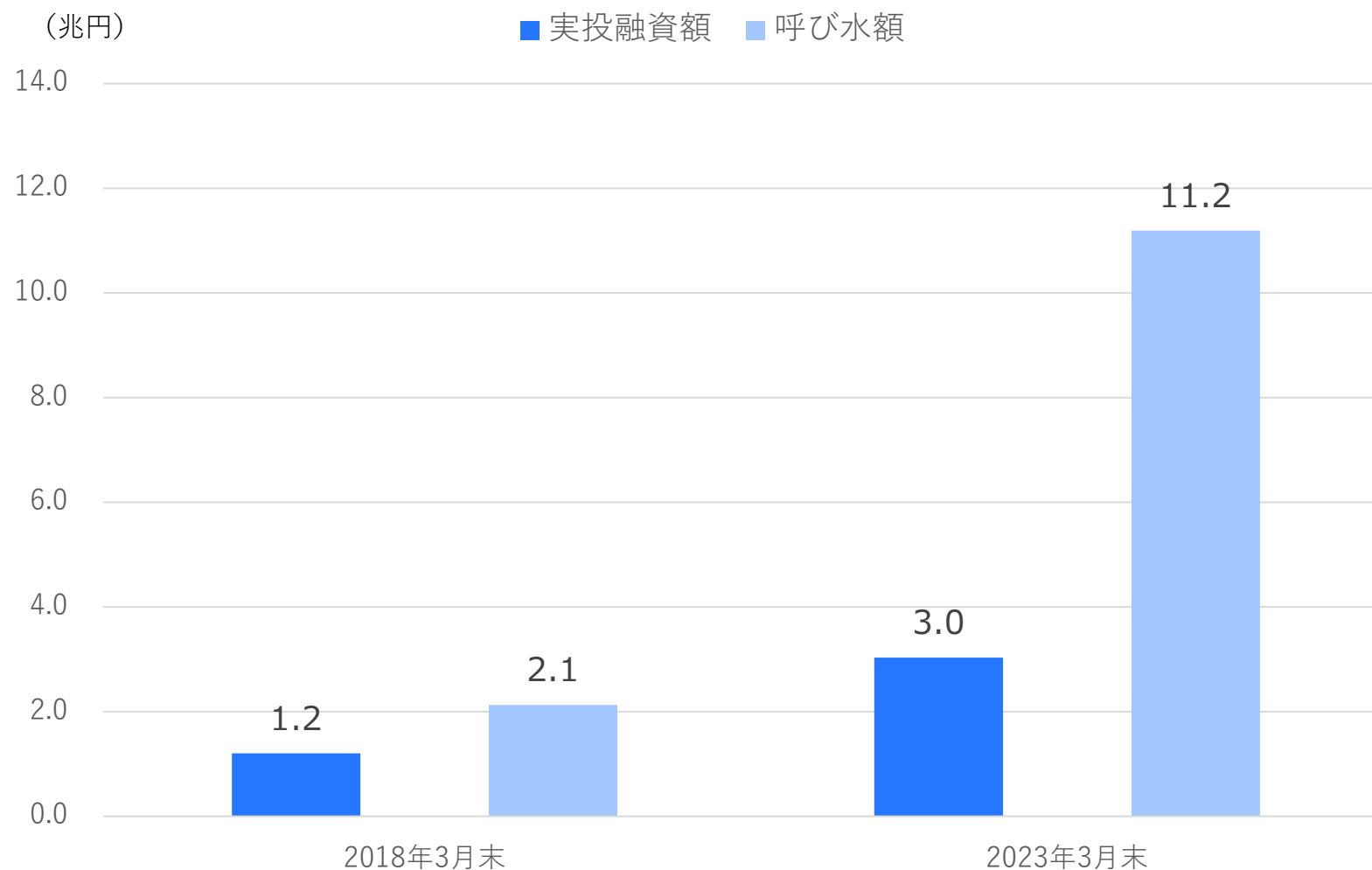
（注）いずれも単位未満を四捨五入しているため、合計において一致しない場合がある。

産業投資の政策性と収益性

- 産業投資は、特別会計法において、「産業の開発及び貿易の振興のために国の財政資金をもって行う投資」と規定されており、政策性と収益性という2つの要件をそれぞれ満たす必要がある。



誘発された民間投融資額（呼び水効果）



(注1) 「実投融資額」及び「呼び水額」は、「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」の検証報告における「機構創設以降の累積での実績」・「誘発された民間投融資額（呼び水効果）」を参照。

(注2) JIC、INCJ、A-FIVE、PFI、CJ、DBJ（特定投資業務）、JOIN、JICT、JICNの実績値（累計）。

資金供給の方法（産投出資と産投貸付）

- 産業投資は、エクイティファイナンス（産投出資）のほか、メザンファイナンスの供給源としての役割も担っており、産投出資に加え、産投貸付を実施。
- 産投貸付は、従前、研究開発法人の原資として、確定利付（据置期間は無利息）の融資を行っていたが、平成20年度以降、各機関が行う業績連動型の金利設定の融資の原資に活用。現在は残高のみ。

□ 産業投資の手法

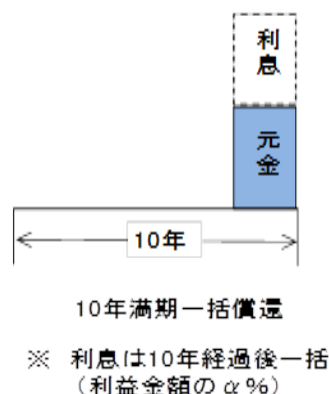
商品性	原資	産投機関にとってのメリット・デメリット
エクイティファイナンス	産投出資	再投資に回すことが可能。信用リスクに対応できる（自己資本の積み増しによる財務基盤強化）。
メザンファイナンス	産投出資	確定利付の財政融資では対応困難な業績連動型の金利設定の融資が可能。再投資に回すことが可能。信用リスクに対応できる（同上）。
	産投貸付	確定利付の財政融資では対応困難な業績連動型の金利設定の融資が可能。財務基盤強化の効果がなく、信用リスクに対応できない。

□ 近年の主な産投貸付

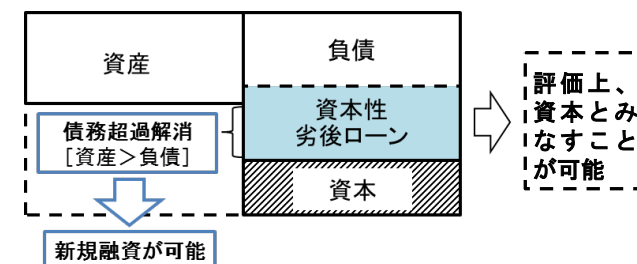
（単位：億円）

機関名	制度	貸付総額	R4末 貸付利息収入	R4末 貸付残高
日本公庫 (中小)	震災復興支援資本 強化特例 【資本性劣後ローン】	223	7	123
DBJ	競争力強化ファンド	1,000	14	—
商工中金	グローバルニッチトップ 支援貸付	442	4	299
	地域中核企業 支援貸付	185	1	121
	地域連携支援貸付	55	0	29

業績連動型金利設定 (イメージ)



資本性劣後ローン



非上場株式等の公正価値評価（経緯とこれまでの進捗状況）

金融審議会
資産運用タスクフォース
(2023年10月18日)
より抜粋

金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理(2022年12月21日)

Ⅲ スタートアップ企業等への円滑な資金供給

2. 公正価値評価の促進

（前略）日本においては、VC ファンドの評価や監査の実務の蓄積が少なく、出資する上場企業等も会計基準に沿って取得原価に減損等を勘案した評価を求めるという実態があることから、まずは公正価値評価を推進するための環境整備を進めるべきであると考えられる。こうした中、より多くの監査法人・公認会計士が公正価値評価を行う VC ファンドの監査を円滑に行えるよう、監査手続のポイント等を共有する観点から、日本公認会計士協会において、VC ファンドの監査に関する実務指針を改正すべきである。また、上場企業等が保有する VC ファンドの出資持分に関して、関係者が連携した上で公正価値評価を含む会計処理の実務上の取扱いのあり方を検討することが期待される。

スタートアップ育成5か年計画(2022年11月28日)

(25) 海外の投資家やベンチャーキャピタルを呼び込むための環境整備

○（前略）日本のベンチャーキャピタルのパフォーマンスについても、国際間比較を可能にし、海外投資家の呼び込みを進めるため、ベンチャーキャピタルの監査上の留意点や会計処理の実務的な取扱いを明確化し、我が国における公正価値評価の導入を促進する。（後略）

現時点までの進捗

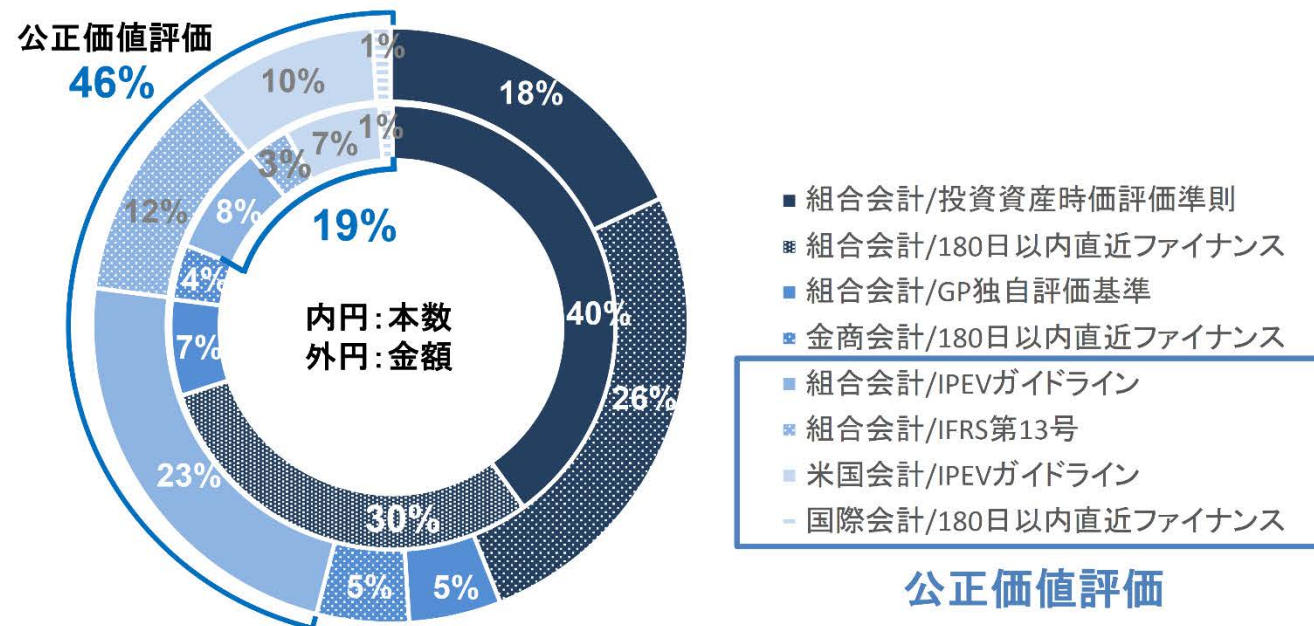
- ❑ 2023年5月24日、日本公認会計士協会は、業種別委員会実務指針第38号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」を改正し、VCファンドの投資資産時価評価準則に国際的に公正価値評価の指針として普及しているIPEVガイドラインを採用する場合における監査上の留意点等を追加した。
- ❑ 2023年7月3日、財務会計基準機構の企業会計基準諮問会議において、上場企業等が保有するVCファンドの出資持分に係る会計上の取扱いを見直すことについて日本ベンチャーキャピタル協会(JVCA)が提案を行った。

非上場株式等の公正価値評価(実態)

金融審議会
資産運用タスクフォース
(2023年10月18日)
より抜粋

- JVCAは、公正価値評価の普及のための取組みを実施している。公正価値評価を実施している国内VCファンドは、2022年末時点では、本数ベースで19%(前年末17%)、金額ベースで46%(前年末35%)となっており、前年末と比較して導入が拡大している。
- 公正価値評価の導入については、海外投資家からの資金を得るなどしてファンド規模を拡大する、有価証券の評価の透明性を向上させる等の利点を指摘する声がある。他方、主にファンドサイズや一部ゼネラル・パートナー(GP)における内部管理体制の不十分さを起因とした費用対効果の観点から公正価値評価導入が困難なファンドも存在。

公正価値評価を実施する国内VCファンドの割合(2022年末時点)



(出所) 日本ベンチャーキャピタル協会・Preqin「PREQIN日本特集:国内VCパフォーマンスベンチマーク第5回調査アップデート(2022年版)」(注)より金融庁作成
(注) 母集団はJVCA会員54社、計177本分のファンドデータであり、本数ベースで国内VC市場全体の36%、金額ベースで71%を占める。

2024 年 5 月 24 日

財政制度等審議会
財政投融资分科会長
翁 百合 様

財政制度等審議会 財政投融资分科会委員

土居 丈朗

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。

◎産業投資のガバナンス向上について

- 社会的意義がありながら民間がとりにくいリスクについて、政府がそのリスクを部分的にとるために産業投資を使うことは、今後も産業投資として引き続き役割を担うことがありうる。ただ、その際、国民への説明責任を果たすためにも、当該事業の当事者に経営の規律付けを与えるためにも、産業投資のガバナンスのさらなる向上が求められる。

- その一環として、収益性にかかるモニタリングの高度化のために、官民ファンドにおける公正価値評価の実施を求めることは効果的であり、積極的に進めるべきである。

- 加えて、出資者たる理財局と、事業を実施する産投機関と、産投機関に対して法律上の監督権限を持つ所管省庁の関係を洗練化する必要がある。

この三者の本来あるべき姿として、産投機関が事業を実施する際に、効率的・効果的に事業を実施しているかや経営や財務に問題がないか等を所管省庁が監視し、理財局がその全体をガバナンスする関係が求められる。特に、産投機関が独立行政法人である場合、わが国の独立行政法人制度が英国のエージェンシー制度を参考にして制度化されたことを踏まえると、プリンシパル・エージェント理論の用語法に倣えば、所管省庁はプリンシパル（依頼人）であり、独法はエージェント（代理人）であることが求められる。

しかし、当分科会においてもこれまでに見受けられた関係として、理財局や当分科会に対する産投機関の事業や財務の状況や善後策等についての説明ぶりから、監督権限を持つはずの所管省庁が産投機関と事実上一蓮托生となっていて、産投機関の監視が不十分だったことがうかがえる場面があった。この状態は、プリンシパルたる所管省庁がエージェントである産投機関の虜になっているかのようであり、産業投資として効率的・効果的に資金供給を行う上でも支障をきたしかねない。

今後は、前述した本来あるべき姿を踏まえて、産投機関とその所管省庁にそれぞれの職掌を全うしてもらうことを通じて、産業投資全体のガバナンス向上にも資すると考える。

- そして、産投機関とその所管省庁の関係が不健全になっていないか等を監督する意味でも、理財局は各産投機関への建設的関与を深めるべきである。産投機関への実地監査の活用もこの観点から充実させてゆくことが望まれる。

◎産業投資の基本的な在り方と現状の仕組みの改善点について

- 産業投資の役割は、当分科会で取りまとめた「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について」（平成 26 年 6 月 17 日）と「今後の産業投資について」（令和元年 6 月 14 日）で示された基本線を維持しながら、時代の要請に応じた改善に取り組むことが求められる。

- ただ、コロナ禍を経て、わが国の財政状況は一段と悪化している点を、産業投資も踏まえる必要がある。わが国の一般会計では、国債（建設国債や赤字国債）を増発して渡し切りの政府支出を増やすことが近年多かった。中には、成長分野への政府支出でも、追加的な財源を増税で賄うことにはしなかったために、結果的に国債に依存することになっていた。建設国債と赤字国債の償還財源は、租税であり、直接的な応益負担を求めることはない。

しかし、成長分野への投資は、成果が上がれば受益者には経済的利益がもたらされる。確かに、そうした経済的利益の一部は法人税等によって国庫に還元される面はあるが、それはかなり間接的であって、応益負担の原則を徹底したものとは言い難い。

他方、財政投融资には、直接的に応益負担を求める仕組みがある。出融資先で上がった経済的利益の一部が、財政融資資金は利払いとして、産業投資（出資）は配当や国庫納付として、直接的に国庫に還元される。

依然として基礎的財政収支赤字が多く残る国の一般会計において、さらなる財政収支の改善が求められる中で、成長分野への投資を今後も一般会計がその多くを担うというわけにはいかない。産業投資が担うにふさわしい成長分野への投資があれば、一般会計に代わって産業投資がそれを担うことが考えられる。それは、応益負担の原則をより徹底することにもつながり、過度な租税負担を避けることにも資する。

- そうした改善を進めるためには、産業投資において、機動的かつ安定的に投資の財源を確保できる仕組みが必要となる。特に、年度間の財源平準化や能動的な資金調達の仕組みが完備されているわけではないから、産業投資のガバナンス向上を前提に、新たな仕組みの導入を検討すべきである。

以上

2024 年 5 月 24 日

財政制度等審議会
財政投融资分科会長
翁 百合 様

財政制度等審議会 財政投融资分科会委員

家森 信善

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する可能性がありますので、
書面にて別添の通り意見を申し述べます。

産業投資の基本的な役割について。これまでも社会の要請に応じて重点分野を変えてきましたが、これからも、政策性と収益性のバランスをとりながら、民間金融の呼び水としての役割を発揮すべきです。わが国にとっては重要であるが、民間だけでは実現できない投資プロジェクトを目利きする能力を高める必要があります。

産業投資にかかるガバナンス向上に向けた対応について。各機関への建設的関与を強化することには賛成です。しかし、箸の上げ下ろしにまで口を挟むようになると、現場の創意工夫を阻害してしまいかねないので、慎重に行っていく必要があります。基本は、各機関の取締役会や理事会、投資委員会などがきちんと機能しているかを監視することではないでしょうか。

産業投資の仕組み面の課題について。産業投資の資金源が実質的に NTT と JT 株の配当が大半となっているために、資金需要に柔軟に対応するための工夫を考えることは必要です。投資財源資金という制度があるというご紹介がありましたが、実際には利用されていないようです。ここに一般会計から組み入れていただくということも考えられますが、既存の産業投資による出資分を第三者に売却することなども検討してみてはどうでしょうか。

2024 年 5 月 24 日

財政制度等審議会
財政投融资分科会長
翁 百合 様

財政制度等審議会 財政投融资分科会臨時委員

富田 俊基

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。

■産業投資の在り方の検討を始めるに際して

産業投資の在り方の検討においても、それに先立つ事業の評価から始める必要がある。例えば、平成 20 年 6 月の『今後の産業投資の在り方について』では、基盤技術研究促進センターの出資制度について、①基礎的基盤的技術が実用化製品化による特許料収入に結びつかなかったこと、②複数の企業等の出資により研究開発プロジェクト会社を設立し共同研究を実施する方式は、事業化するの各企業であるので、実用化の最終段階まで競合する企業間で共同研究を継続することは困難なことなどを指摘し、その後の教訓としてきた。

しかし、旧産業革新機構及び JIC の個別事業について、当分科会は管理・モニタリングなどの手続き的な事項を除き、政策目的や政策効果など実質的な事項について議論ができていない。例えば、旧産革機構の JDI への出資目的は何であったのか、国内中小型液晶ディスプレイ企業の再編・国際競争力の観点から政策効果はあったのか、出資損との関係などを総括し、今後の産業投資に生かすべきではないか。事務局の見解をお伺いしたい。

■論点 1 産業投資の基本的な在り方について

資料 1 の 11 頁に記載がある産業投資のプリンシプルは、産業投資の目的、投資組織、投資戦略の在り方を高く掲げたもので、3つの原則は財務省、産投機関、関係省庁、投資家など関係者に共有されてきたものと思われる。

産業競争力強化、地政学リスクの高まりに対するサプライチェーンの強靱化、脱炭素経済構造への移行など、国による産業支援の必要性が高まってきている状況の下で、この原則を踏まえて、産投出資と一般会計による出資・補助金・交付金とは異質であることについて明確に示すことが今必要である。

『財政投融资を巡る課題と今後の在り方について』（平成 26 年 6 月）37 頁に、出資金は「出資者に対して収益を還元する必要がある資金で、・・・産投出資は元本を上回る一定の収益が見込まれる事業を対象としている」と記されているが、これをより具体的に示す必要があるのではないかな。

■論点 2 産業投資のガバナンス向上に向けた対応について

JIC について、「ファンドによる投資判断は各ファンドの運営者による意思決定にゆだねる」と迅速性を重視した形式的な規定が、本分科会令和 5 年 11 月 17 日資料 1 の 8 頁の図の中に記されている。

しかし、大型案件の場合、分散投資によるリスク管理は適用できないこともあり、資料 1 の 15 頁に指摘があるように、投資決定時点において特に慎重な対応が求められる。

大型案件は投資決定に先立ち、経済条件、技術革新のテンポ、内外の競争条件などについていくつかのシナリオのもとで、事業が生み出すネットキャッシュフローを示し、そ

の NPV が出資額を上回るように事業がきちんと設計できているのかどうかについての多面的な検討を、主務省は出資者である財投特会に対して、当分科会で十分な説明を行い、国民に開示する必要がある。

また、JIC のサブファンドは財投計画外の短期の政府保証借入が可能とされているが、ファンドによる借入は産投からの出資金のリスク・リターンに大きな影響を与えるので、財投計画外に区分されているとはいえ、資料 1 の 18 頁に記載があるように短期借入も産業投資と一体的に管理できるように、規律付けることが必要である。

■論点 3 産業投資の仕組み面の課題について

前回の分科会で申し上げたように、財政融資とともに産投出資もはじめに原資ありきではなく、「はじめに政策ありき」の観点から、計画が編成される必要がある。そのためには、産投会計の財源平準化のための財源留保措置などが必要である。

同時に、財投計画の編成段階で事業の政策性と収益性の精査が必要であり、モニタリングの段階においてもその高度化を収益性に関する事項に限定するのではなく、政策性についてもとくに大型案件については出資者として定期的なレビューなどで政策効果を検証することが必要である。

以上

豪州・シンガポール 調査報告によせて

2024年5月24日 財政投融资分科会

山内利夫 Ph. D

豪州・シンガポール比較表

	共通点	相違点
機関運営	「民でできることは民で」。民間資金の不足に対し、アカウンタビリティを重視しながら、政府金融と補助金を合理的に使い分け - 財務目標を強く意識(豪州Future Fundは、「一般勘定」でCPI+4~5%、「特別勘定」で同+2~3%) - 機関別に政策面から評価するよりは、同機関の活動を含めた政策実施の総体で評価	- 豪州Future Fundの「特別勘定」(目的別ファンド)、CSIRO、SIVsでは政策目標も意識 - 加えて、一部の目的別ファンドは、レビューを行う年限を設定し(5年~10年)、目標未達時には廃止の可能性も残す - シンガポール2機関(Temasek・Vertex)は財務目標のみを追求
スタートアップ支援方針	- 補助金から民間資金への支援の連続性(continuum)、役割分担が明瞭 - Go Globalと民間VC成長が課題	- 豪州は連邦よりも州が支援の中心(州政府間での支援競争) (Go Globalでも)豪州はGo英語圏、シンガポールはGo Asia

[スタートアップ支援の背景と支援分野]

- 両国ともに、国として、将来の収益獲得のためには新産業の育成が必要との危機感がある(例: 豪州のNational Reconstruction Fund Corp.)
- 世界共通の投資分野であるIT・医療・金融分野、ディープテック、加えて自国独自の重点分野を設定(例: 豪州のAgri Tech、シンガポールのFood / Aqua Tech)

[国際投資]

- 両国機関ともに、国内、対外、対内の三つの投資(金融)市場を意識している
- 国内投資のみならず、①国内企業とともに海外に出る(Go Abroad with)、②海外企業とともに国内投資する(Come with)、さらには③海外企業とともに海外投資する(Go Global with)行動がみられる

その他の気付き

[スタートアップ人材]

- 両国ともに、エスニック・ダイバーシティが進んでいることもあり、スタートアップ人材においても外国籍・移民の存在感が高まっている
- 外国籍・移民支援策としての政府資金によるスタートアップ支援はないが、結果的に外国籍・移民が設立したスタートアップを政府資金が支援している
- 豪州では、スタートアップエコシステムへの女性参画を明瞭に意識している

[運用組織]

- 投資は現場に任せ、組織効率性とインセンティブを重視
- 豪州Future Fundは、「一般勘定」と「特別勘定」を同一組織が運用。対して、各省庁が設定したSpecialist Investment Vehicles (SIVs)はそれぞれ運用組織をもつ

財政制度等審議会 財政投融资分科会
参考資料

オーストラリア・シンガポールにおける
海外調査について

財務省理財局

2024年 5 月24日

目次

1 オーストラリア

オーストラリアにおける財投類似制度・スタートアップ支援について	3
オーストラリアにおける財投類似制度の概要	4
AGIFの運用実態	5
SIVsの運用実態	7
オーストラリアにおけるスタートアップ支援について	8
CSIROに設立されたファンドについて	9
NSW州政府による支援について	10

2 シンガポール

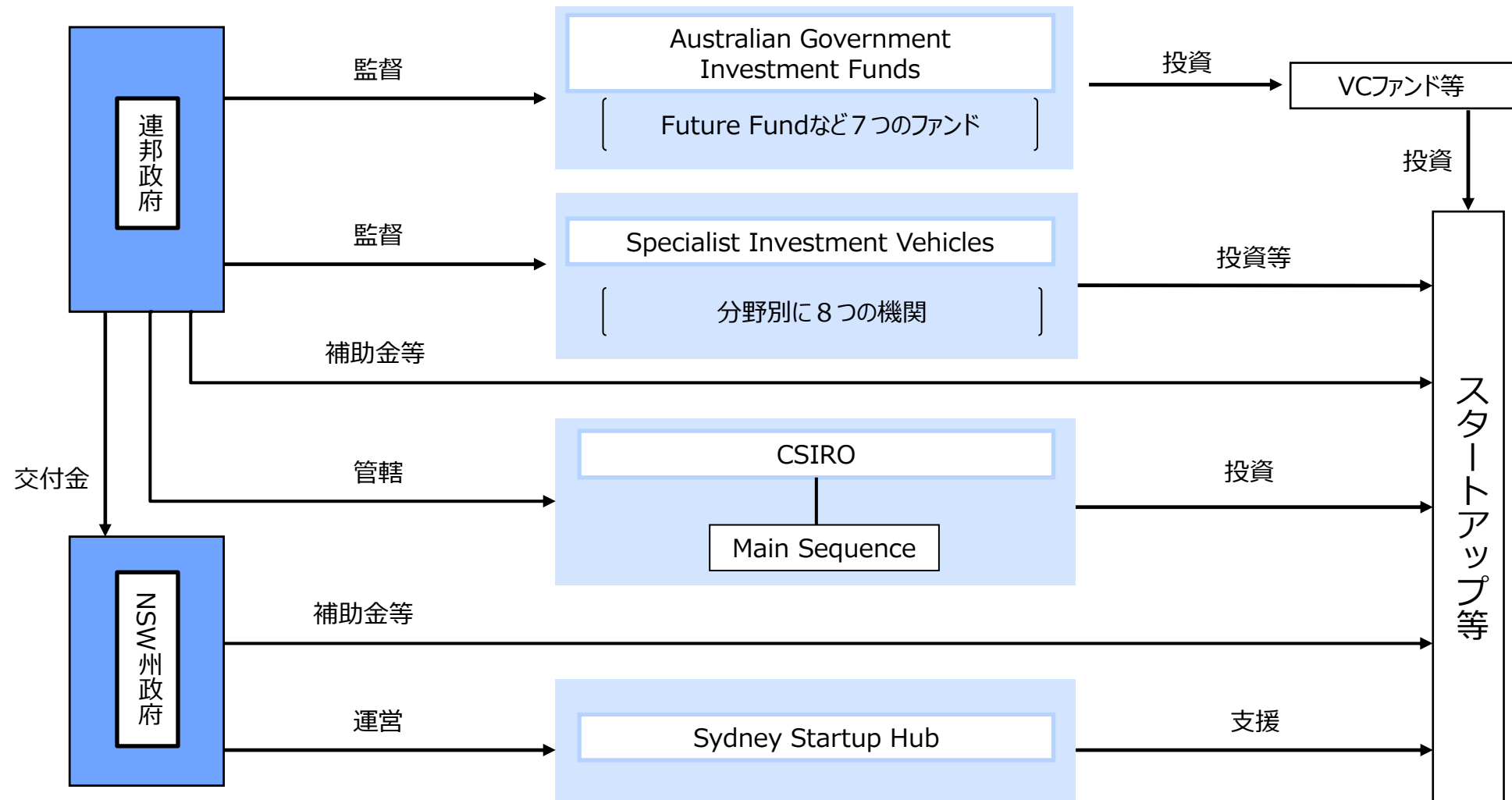
シンガポールにおける政府系ファンド・スタートアップ支援について	12
シンガポールにおける政府系ファンドについて	13
Temasekの運用実態	14
シンガポールにおけるスタートアップ支援について	16
Vertex Holdingsの運用実態	17
NUSによる支援について	18

1 オーストラリア

オーストラリアにおける財投類似制度・スタートアップ支援について



- **連邦政府が監督・管轄するファンド・機関**が政府からの出資等を原資として、幅広い分野での投資活動を行っている。これらの一部はスタートアップへのリスクマネー供給の役割を果たしている。
- 州政府も、連邦政府からの交付金等を原資にスタートアップ支援を実施。



オーストラリアにおける財投類似制度の概要



- 財政投融资や官民ファンドと似た仕組みとして、Australian Government Investment Funds (AGIF) とSpecialist Investment Vehicles (SIVs) が存在。大半は2010年代以降に設立。
- AGIFには南半球最大のソブリンウェルスファンドであるFuture Fundを含む7つのファンド、SIVsには8つの機関が存在し、それぞれ公共的価値をもたらす資金を提供。AGIFは原則、連邦の財政余剰と資産売却益を原資とする一方、SIVsは連邦政府からの資金供給に加え、債券発行等により資金調達を実施。

Australian Government Investment Funds	
Future Fund	未積立の退職年金債務への対応
DisabilityCare Australia Fund	全国障害者保険制度の強化
Medical Research Future Fund	医学研究と医療技術革新への支援
ATSILS Fund (Aboriginal and Torres Strait Islander Land and Sea Future Fund)	アボリジニなど原住民支援
Future Drought Fund	将来の干ばつへの対策
Disaster Ready Fund	自然災害からの復興強化・自然災害リスク削減
Housing Australia Future Fund	適正価格の住宅供給支援

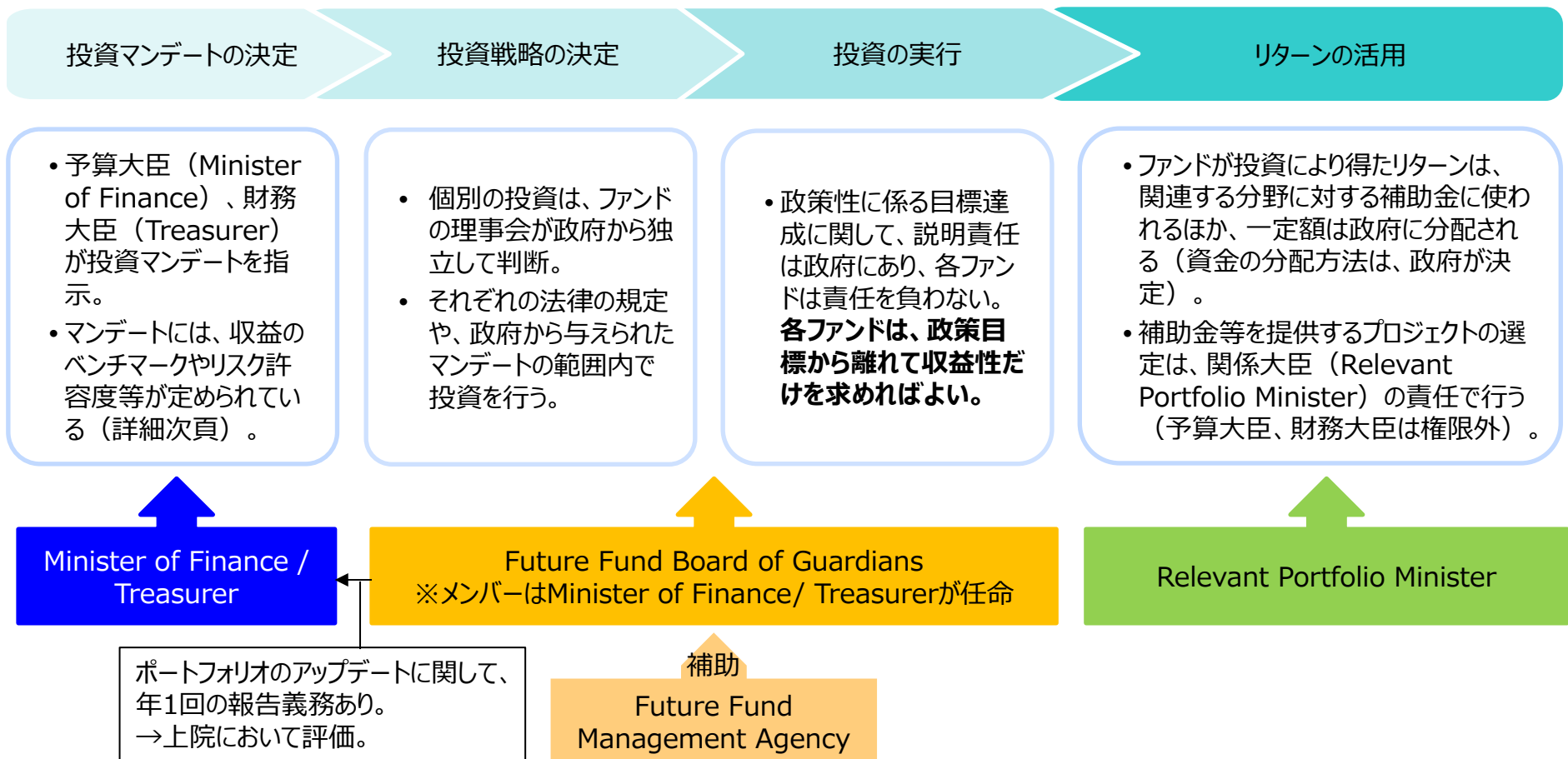
Specialist Investment Vehicles	
Australian Renewable Energy Agency	再生可能エネルギーの供給増、温室効果ガス排出削減目標の達成促進等
Clean Energy Finance Corporation	クリーンエネルギー部門への資金流入促進等
Housing Australia	適正価格の住宅供給支援
National Reconstruction Fund Corporation	国内経済の優先分野への資金流入の促進
Northern Australia Infrastructure Facility	北オーストラリアの経済インフラ整備
Regional Investment Corporation	農業ビジネスローンの管理、水インフラプロジェクトに関する州への補助金の管理
Australian Infrastructure Financing Facility for the Pacific	太平洋の安定、安全、繁栄への貢献による国益増進
Export Finance Australia	輸出及び海外のインフラ整備の支援

(出典) ヒアリング、予算省・財務省提供資料、予算省ウェブサイト

AGIFの運用実態①



- **予算大臣と財務大臣から投資マンドートがファンドに対して命じられ、それに従い理事会が投資を実行（理事会は全ファンドで共通）。個別の投資については、理事会が政府から独立して判断。**
- 投資のリターン等は、政府の決定に基づき、関連する分野に対する補助金等に活用される。
- ファンドは**収益性のみを追求**し、政策目標については、政府が説明責任を負う。



（出典）ヒアリング、予算省・財務省提供資料、予算省ウェブサイト

- 政府からファンドに命じられる投資マンドートについて、収益のベンチマークやリスク許容度は**ファンドごとに設定**。収益性については「一定期間の年平均ベース」で設定されるなど**長期でのパフォーマンスで評価**。
- マンドートの設定に当たっては、外部の有識者の知見も参考にしており、状況に応じて修正。

Future Fundのマンドート（現行）

収益のベンチマーク

長期的（※）に消費者物価指数（CPI） + 4 ～ 5 %の収益（年率）

リスク許容度

許容できる（acceptable）が過度ではない（not excessive）リスクレベル

マンドートの検討・修正

・予算省・財務省だけでなく、外部コンサルタント等の意見も参考に設定。

・マンドートは、状況に応じて修正される。

例：Future Fund設立当時（2006年）には、「CPI + 4.5 ～ 5.5 %」が収益のベンチマークとされていたが、投資市場の状況等を鑑み、2017年6月以降、「CPI + 4 ～ 5 %」に変更

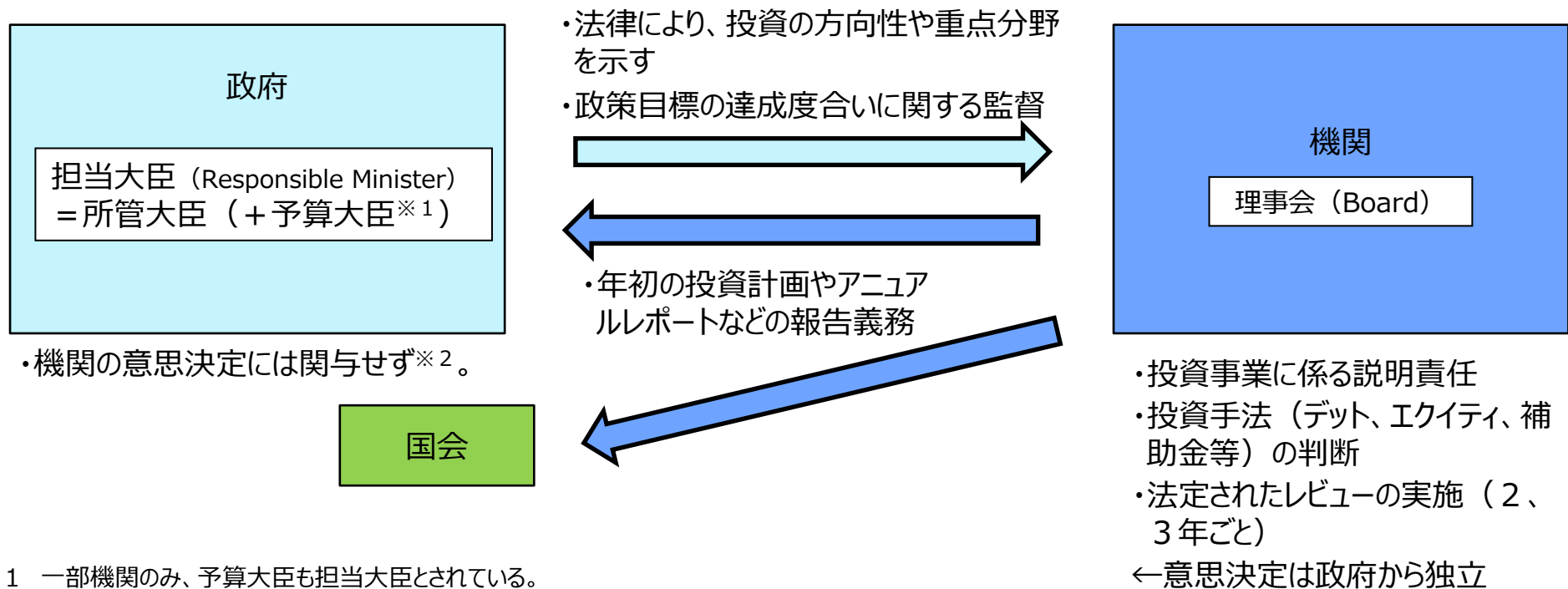
※Future Fundにおいて、「長期的」というのは、10年平均と解釈

他のファンドについても、同様のマンドートが設定されている（Future Fundより収益のベンチマークは低い水準で設定）。

ファンド名	収益のベンチマーク	リスク許容度
Medical Research Future Fund	10年間でキャッシュレート + 1.5 ～ 2 %の収益（年率）	許容できるが過度ではないリスクレベル
ATSILS Fund		
Future Drought Fund	長期的に消費者物価指数 + 2 ～ 3 %の収益（年率）	許容できるが過度ではないリスクレベル。政府は、不利な市場におけるキャピタルロスのリスク（3年間で15 ～ 20%に達する可能性）を受け入れる
Disaster Ready Fund		
Housing Australia Future Fund		
DisabilityCare Australia Fund	12か月の期間ベースで計算された3か月物銀行手形スワップレート + 3 %（年率）を短期目標とする	—

（出典）ヒアリング、予算省・財務省提供資料、Future Fundウェブサイト

- SIVsの各機関では、それぞれに設置された理事会が**政府から独立して投資を決定**しているため、投資事業に係る説明責任は各機関が負う。
- 政府は機関の意思決定に原則関与できないが、法律を通じて投資の方向性や重点分野を示し、目標の達成度合いを監督するなど、**一定程度のガバナンスを効かせている**。
- 各機関において、年初の投資計画やアニュアルレポートの国会提出などの報告義務があるほか、各機関に設定された担当大臣への報告義務も設定されている。担当大臣は、政策分野の所管大臣が充てられるが、一部の機関については、より収益性を担保するため、**予算大臣も担当大臣とされている**。



※1 一部機関のみ、予算大臣も担当大臣とされている。

※2 一部機関については、担当大臣が機関に対して拒否権を有するなど例外が存在。

（出典）ヒアリング、予算省・財務省提供資料、予算省ウェブサイト

オーストラリアにおけるスタートアップ支援について



- 2015年、鉱物資源に依存した経済構造からの脱却を目指し、連邦政府は「全国イノベーション・科学アジェンダ（National Innovation and Science Agenda）」を発表。経済の主軸をイノベーションに移行する方針を示し、スタートアップ支援策も強化。
- 連邦政府のみならず、州政府も支援体制を強化するなど、存在感は大きい。

連邦政府	産業科学資源省	・ 初期段階にある革新的な中小企業に対するプログラム（Industry Growth Program）を提供。専門家によるコンサル、助成金支給など。 ・ プログラムは、SIVsであるNational Reconstruction Fund（NRF）と連動。NRFの重点分野に取り組む企業がプログラムの対象となるとともに、プログラム参加企業がスケールアップしたのちにはNRFによる支援（融資、出資）へ移行することを期待。
	オーストラリア連邦科学産業研究機構（CSIRO）	・ ディープテック支援に特化したファンドを運営（詳細後述）。 ・ 中小企業向けプログラム（RISE）を提供し、企業と研究セクターの協働を支援。補助金支給、協業先の紹介などを実施。
	Future Fund	・ アーリーステージ向けVCに出資。
州政府	ニューサウスウェールズ州	・ 企業・投資・貿易省傘下の機関である「Investment NSW」がスタートアップ施策を担当。南半球最大のスタートアップ向け複合施設であるSydney Startup Hubを運営（詳細後述）。

（出典）ヒアリング、各機関ウェブサイト

CSIROに設立されたファンドについて



- CSIROは産業科学資源省所管の公的研究機関で、他研究機関や産業界とも連携し、研究を推進。
- CSIRO傘下のMain Sequence（MS）が2018年よりファンドを運営。**研究と産業（科学者と投資家）の橋渡し**を行うべく、**ディープテック分野に民間と共同投資**。
- CSIRO・MS間で投資方針について一定の取り決めは行うが、**個別の投資はMSが独立して実施**。
- 政策性・収益性の両方を追求。**長期（10年程度）でのパフォーマンスを評価**。
- 投資先について、収益悪化の場合は、次のラウンドの投資を取りやめ。

投資プロセス

方針

・CSIROとMSの間で事前に方針を取り決め。

投資決定

・MSにより投資先を決定。原則、CSIROは関与せず。
※政策意図とあまりに乖離する場合のみ、CSIRO職員が理事会メンバーとして拒否権を発動（ただし発動実績はなし）
※MSは技術的事項について、CSIRO（研究者）に相談・確認することが可能

評価

・長期（10年程度）でのパフォーマンスを評価。
・イノベーション創造や産官学の連携等の政策的観点に加え、収益性を重視。
・収益性目標はオーストラリア証券市場と連動して設定。

投資後

・収益悪化の場合は、次のラウンドの投資を取りやめ。
・収益はCSIROや連邦政府に繰り入れず、他のMSのファンドへの資金として投入。財政的貢献よりも、MSによる投資が民間投資家に対して「信用」を与える役割を担う。
・CSIROは半年ごとにMSのパフォーマンスを確認。
※他投資家と同じ情報しかCSIROは知ることができない。

投資先

- ・初期段階のスタートアップで豪州の公的研究に関連するものに限定
- ・AI・テクノロジー、脱炭素、生産性向上、ヘルスケア、宇宙産業、食料確保の6分野に重点
- ・2/3が大学関係、15%が民間

実績

	規模	投資先
1号ファンド (2018年～)	2.4億豪ドル	27社
2号ファンド (2021年～)	3.3億豪ドル	24社
3号ファンド (2023年～)	4.5億豪ドル	5社 (2023年まで)

（出典）ヒアリング、CSIRO・Main Sequenceウェブサイト

- シドニーが存在するニューサウスウェールズ（NSW）州政府も2010年代後半より、雇用創出を企図し、補助金などスタートアップ支援策を拡充。
- Sydney Startup Hub（SSH）は、州政府により2018年に設置。シドニー中心部の建物に368社のスタートアップとともにインキュベーター等が入居し、エコシステムが形成されている。

SSH

入居スタートアップは累計1,900社で、累計10億豪ドルを資金調達。

インキュベーター

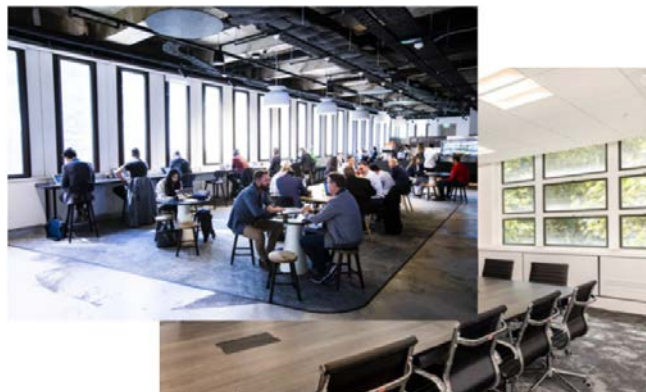
- ・SSHには3つのインキュベーター（アンカーテナント）が入居。各インキュベーターは、業種や成長段階ごとに異なるニーズに対応。
- ・スタートアップがSSH入居時にどのインキュベーターの支援を受けるか、インキュベーターと直接話した上で選択。

場の提供

- ・安価な家賃でスタートアップは入居可能。
- ・誰でも使えるパブリックスペースを提供し、起業家同士の交流を促進
- ・海外スタートアップ向けのワーキングスペースを無償提供。オーストラリア進出の拠点とすることができる。

プログラム

- ・入居するスタートアップに対して州政府が様々なプログラムを提供。
例）Female Founders Program：女性起業家向け。ネットワーク構築支援、メンター制度など。
Virtual Expert in Residence Program：オンラインで専門知識を持つメンター等から助言を受けることが可能。



補助金

NSW州に拠点を持つスタートアップ向け補助金。主な原資は連邦政府から配分される交付金。

例）Minimum Viable Product Ventures Program：初期段階にある商品の事業化支援のため最大5万豪ドルを提供。

Boosting Business Innovation Program：公的研究機関の共同研究を後押し。

Net Zero Manufacturing Program：脱炭素等に取り組むスタートアップ向け。

海外進出支援

17か国に21の海外拠点（東京にも存在）を持ち、海外進出を積極的に支援。

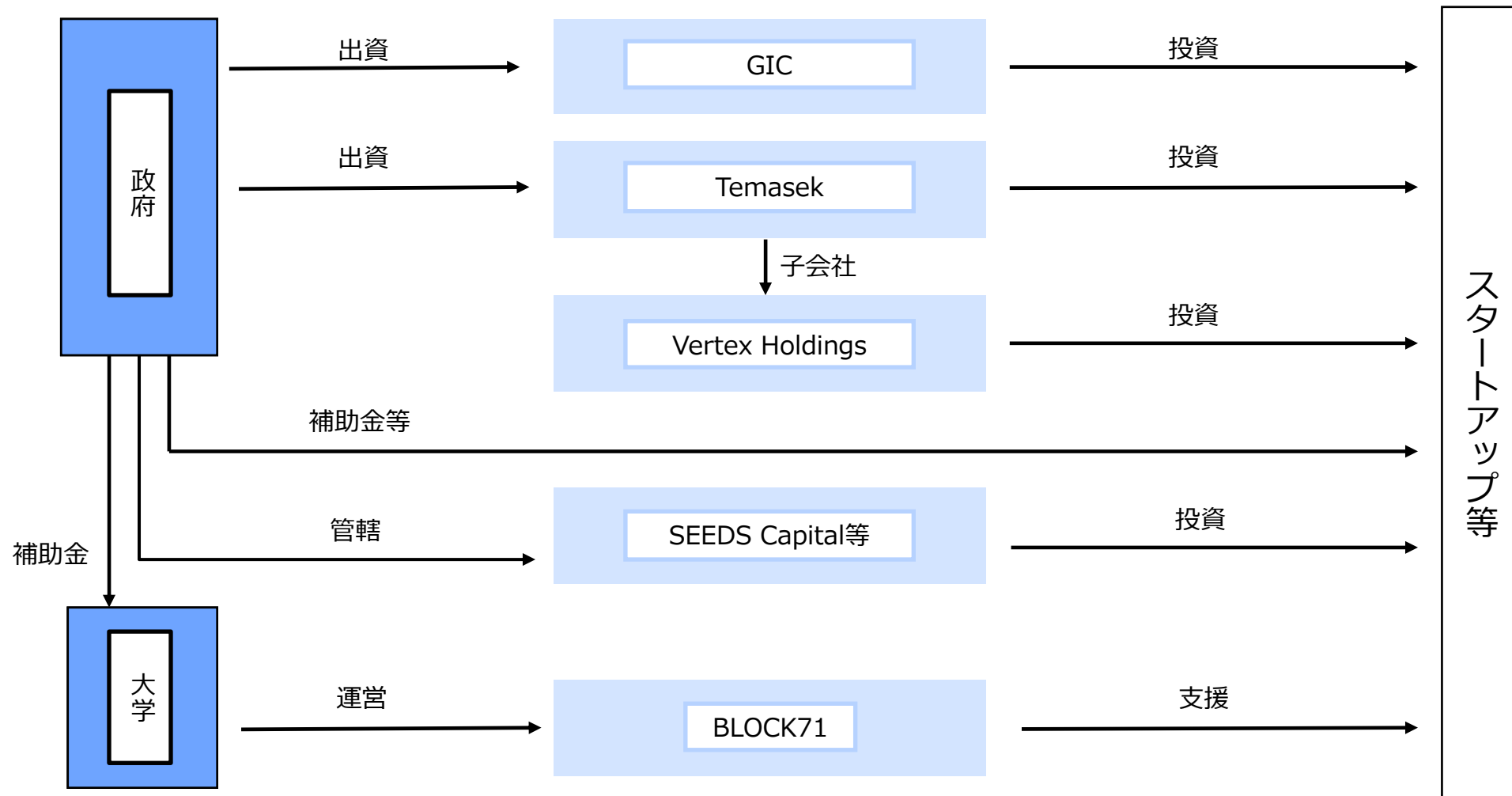
（出典）ヒアリング、SSH提供資料、SSHウェブサイト

2 シンガポール

シンガポールにおける政府系ファンド・スタートアップ支援について



- 政府系ファンドとして世界有数の運用規模を持つTemasek・GICに加えて**複数の政府系ファンドが存在**。近年は、政府の強力なスタートアップ施策の一環として、**スタートアップ向け投資も積極的に実施**。
- 政府に加え、教育機関もスタートアップ支援において主要な役割。



シンガポールにおける政府系ファンドについて



- シンガポール政府が保有する準備金（Reserve）については、政府系ファンドであるTemasek及びGICにより運用（※）され、運用収益は政府予算に繰り入れられている。
- Temasek・GICとも財務省の管轄下にあるが、Temasekは**政府出資株式を統括する持株会社**として設立された一方で、GICは外貨準備高の運用を目的としている。
- Temasek・GIC以外にも**各府省が投資機関を有している**。

※Temasek・GICに加え、MAS（金融管理局）も準備金を運用。



財務省



Temasek



GIC

政府出資株式を統括する持株会社として設立。現在は、傘下企業の統括よりも投資機関としての機能を強めている。

外貨準備高運用を目的として設立。原則としてシンガポール国外に投資。



通商産業省



経済開発庁



EDBI



企業庁



SEEDS Capital

経済開発庁の投資部門で、国外からの投資誘致に重点。

企業庁の投資部門で、アーリーステージのスタートアップに重点。



首相府



国家研究基金



SGInnovate

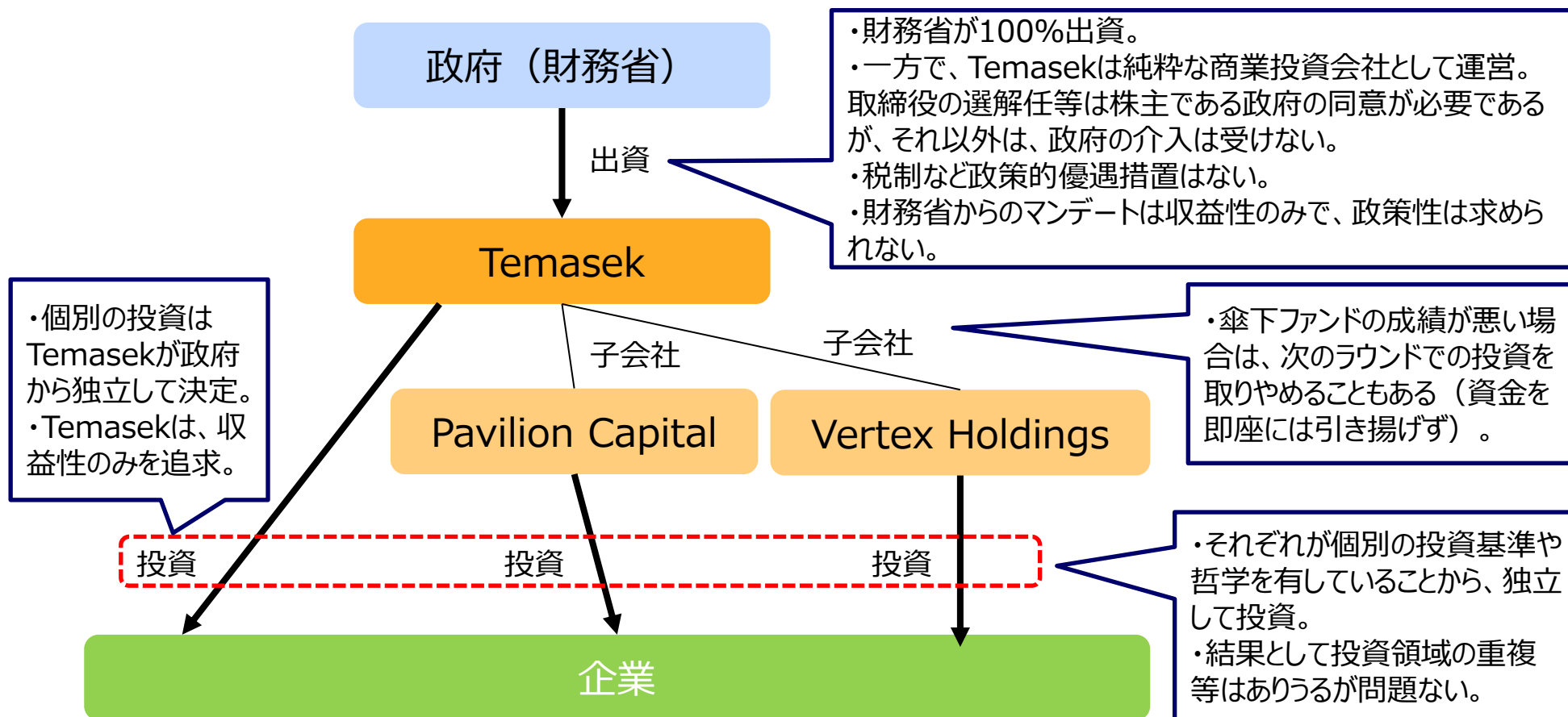
ディープテック振興に特化した投資活動を実施。

（出典）ヒアリング、各府省ウェブサイト

Temasekの運用実態①

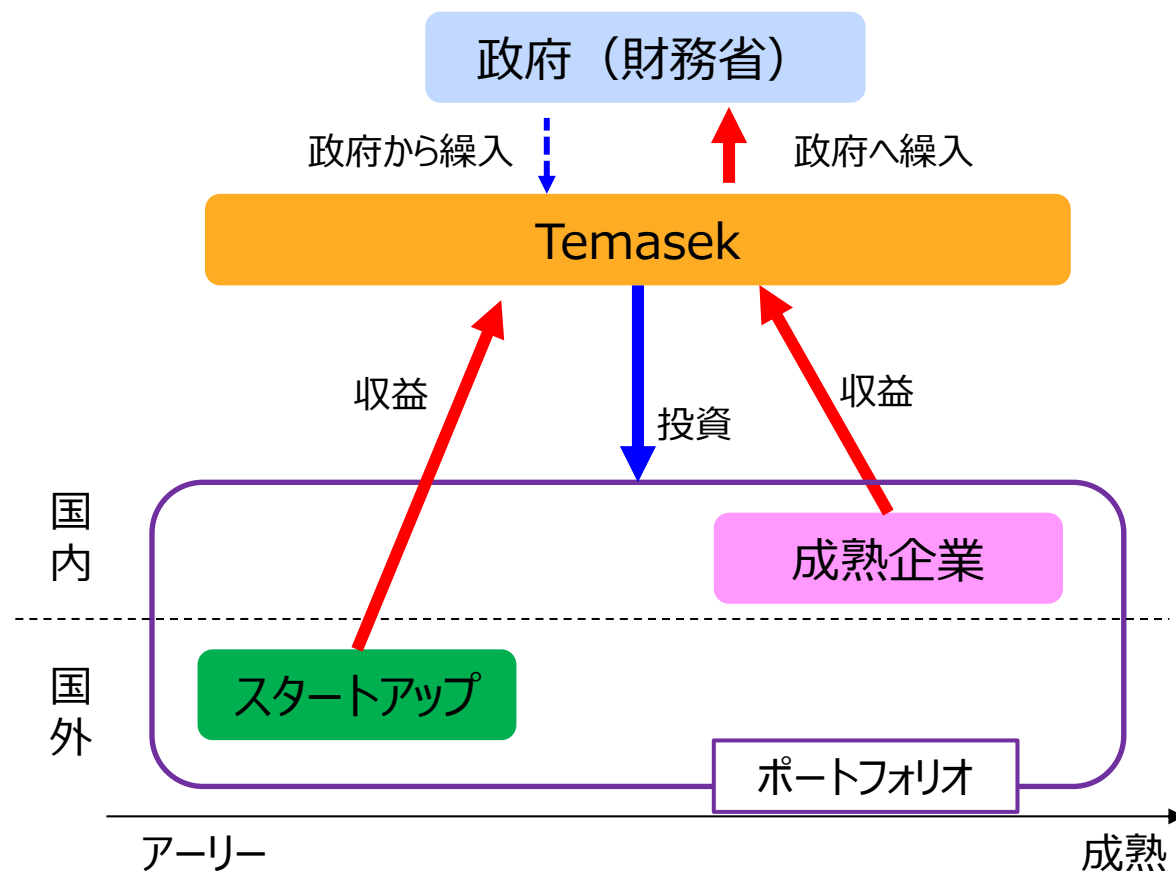


- 財務省の管轄下にあるが、**政府からは独立し、純粋な商業投資会社として運営。**
- Temasekは**収益性のみを追求**し、政策性は政府が責任を負う。
- Temasekには、Pavilion CapitalやVertex Holdings等の傘下ファンドがあるが、これらはそれぞれが独立して投資を実施。



(出典) ヒアリング、Temasekウェブサイト

- 保有する株式の配当や売却益、借入等を原資として投資。**政府からの繰入に頼らない形で運営**。一方で、**収益の一定割合は政府に繰入**。
- 一定のアセットを「ブロック」とし、それぞれの**リスクやリターン、流動性を組み合わせて評価**。基本的には、長期でのパフォーマンスを評価。その上で全体のポートフォリオを決定。
- 投資先の国内企業は成熟企業が多く、主に継続的な配当益を期待。一方、国外企業への投資では、主に成長によるキャピタルゲインを期待。



＜政府との関係＞

- ・政府からの繰入は制度上可能であるが、繰り入れるかどうかは政府の決定であることから、それに頼らずに運営（この10年実績なし）。
- ・収益の一定割合は政府に繰入。繰入額は、長期間（約20年）での予測リターンを元に設定。

＜ポートフォリオ構築の考え方＞

- ・一定のアセットを「ブロック」と捉え、それぞれのリスク・リターン・流動性を組み合わせて評価。ストレステストを実施の上、全体のポートフォリオを決定。
- ・アーリーステージは6%を、非上場株は60%を超えないように設定。
- ・成熟企業については、長期的な保有を前提に、継続的な配当益を期待。一方、国外については、リスクを取って成長によるキャピタルゲインを期待。

（出典）ヒアリング、Temasekウェブサイト

シンガポールにおけるスタートアップ支援について



- シンガポールにおけるスタートアップは、2010年代以降、経済成長やデジタル技術発展に伴い、大きく発展。特に、スタートアップに対する**政府による積極的・継続的な支援**に定評。2017年には、各種スタートアップ施策が「Startup SG」というブランドの下に統一。
- 政府機関に加え、大学も独自の支援体制を強化しており、エコシステムの形成に貢献。

政府機関	シンガポール企業庁 (Enterprise Singapore)	貿易産業省傘下の組織で、スタートアップ施策を統括。「Startup SG」を所管し、様々な補助金やプログラムを提供。投資部門（SEEDS Capital）もあり、シーズ段階のスタートアップ企業に投資。
	経済開発庁 (EDB)	国外の企業誘致施策の一環でスタートアップ施策を実施。投資部門であるEDBIは、ヘルスケア、ICT、イノベティブな技術、物流や消費財など国内経済に貢献するような戦略的成長分野に投資。
	Temasek / Pavilion Capital / Vertex Holdings	- Temasek、Temasekの子会社であるPavilion Capital、Vertex Holdingsが、それぞれ独立し、異なった方法・考え方でスタートアップ企業へ投資。 - Vertexは、主にアーリーステージのスタートアップへの直接投資、Pavilionは、通常他のファンドとの共同投資を行う。
	GIC	「テクノロジー投資グループ（TIG）」という専門チームを新たに設けるなど、近年テック系スタートアップ等への投資を本格化。
大学	NUS Enterprise	シンガポール国立大学（NUS）が運営する、起業家人材の育成やベンチャー創成の支援等を行うための機関。東南アジア最大のスタートアップ向け複合施設であるBLOCK71を運営（詳細後述）。

（出典）ヒアリング、各機関ウェブサイト

- Vertexはアーリーステージ向けに特化。**収益性を追求**し、投資。
- Vertexには、6つのネットワークファンドに加え、世界中にローカルチームが存在。Holdingsが組成したMasterFundがアンカー投資家となり、それぞれのネットワークファンドに出資。
- MasterFundのうち、2・3号は**日本企業からのLP出資を受け入れ**。日本市場進出を企図。

Vertexのネットワーク

6つのネットワークファンド

China	Israel	SEA&India	US	Health care	Growth
テクノロジー・ITに特化				ヘルスケアに特化	幅広い領域に対応
各地域・国をカバー				グローバル領域をカバー	
アーリー					グロース

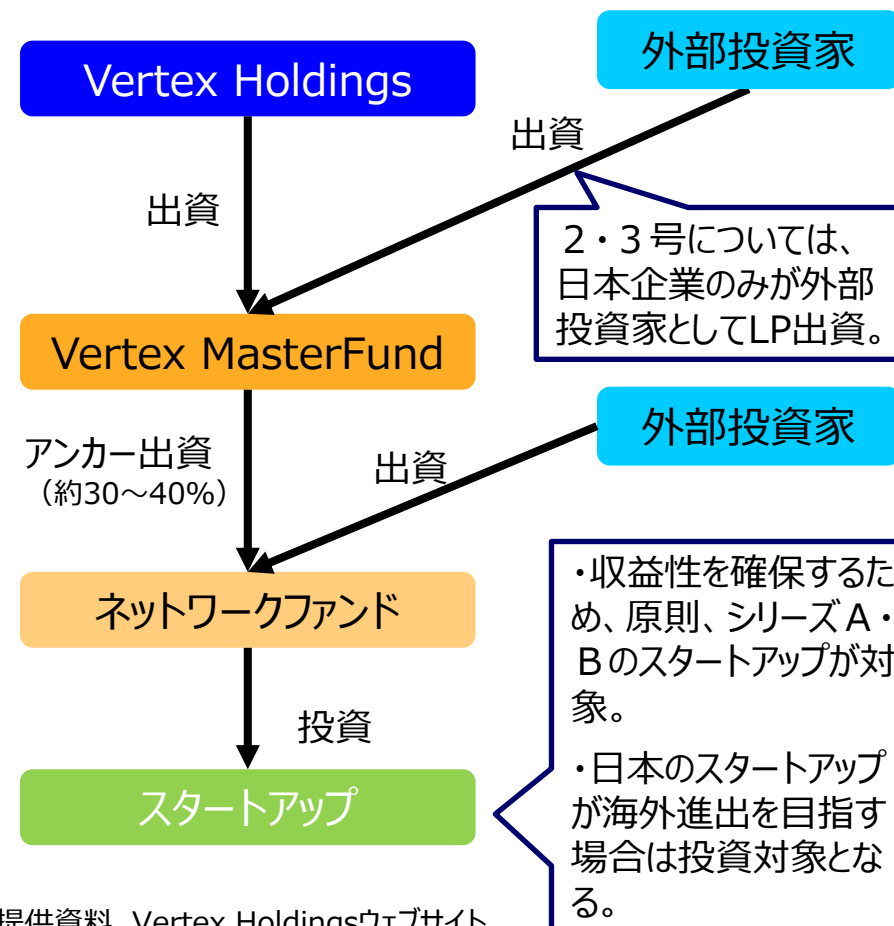


世界中に100以上のローカルチーム

パフォーマンスの評価

- ・外部からの出資を受けていることもあり、収益性を追求。
- ・ネットワークファンドのファンドマネジャーには、Vertexネットワークへの貢献度（他のネットワークファンドへの貢献、ブランド価値の向上等）を求める。

出資の構造



（出典）ヒアリング、Vertex Holdings提供資料、Vertex Holdingsウェブサイト

- シンガポール国立大学（NUS）は総長直属の「NUS Enterprise」を通じ、教育と研究に企業的側面を取り入れ、起業家の才能を育てる環境づくり、プログラムや活動を通じたイノベーション精神の促進等を実施。
- BLOCK71は、NUS Enterpriseにより2011年に設立されたインキュベーション組織。現在、800～1,000のスタートアップ、50のVCやアクセラレーターが周辺に集積。

BLOCK71

プログラム

・起業家や学生等に対して様々なプログラムを提供。

例) NUS Overseas Colleges : 海外のスタートアップ企業でフルタイムのインターンを実施。
Graduate Research Innovation Program : NUSを卒業した博士や研究者に対し、専門家の紹介や試作品作成のサポート等を行う。

Global Business Connector : 海外を含むBLOCK71以外の拠点と連携し、スタートアップの海外展開を支援。

場の提供

・既存の建物を転用することで、賃料は周辺地域のオフィスビルより安く設定されており、入居者は、BLOCK71を卒業してからも安く借りることが可能。
・BLOCK71の成功を受けてプログラムを拡大し、「BLOCK73」「BLOCK79」といった類似施設を増やしている。

補助金

・プログラムを終了し、審査に合格したスタートアップに対しては、補助金（最終的にはエクイティに転換）を提供。

・NUSからの補助が主な原資。NUSは、NUSに設置したファンド経由や学費徴収による資金調達を活用しているほか、政府や企業からも資金を受け取っている。



海外進出支援

- ・ベトナム、インドネシア、米国、日本、中国に9つのハブを展開し、海外展開を後押し。
- ・日本では、愛知県と名古屋大学との協力の下、2024年に名古屋に拠点が開設予定。

その他の施設

BLOCK71以外にも、スタートアップ支援のための多様な施設を提供。

例) HANGAR : 学生の起業支援を行う、NUSキャンパス内のインキュベーション施設。

PIER71 : 海洋産業に特化した支援策を実施。

ICE71 : サイバーセキュリティに特化した支援策を実施。

NUS Agritech Center : 農業に特化した支援策を実施。

(出典) ヒアリング、NUS・BLOCK71ウェブサイト