

海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）
の役割、在り方、経営改善策等に関する
有識者委員会

最終報告

2024年12月

海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）の役割、在り
方、経営改善策等に関する有識者委員会

目次

I . はじめに	4
II . 本委員会の趣旨・目的	5
III . 本委員会での検証・検討の過程	6
1 . JOIN の二ーズ・役割の検証	6
2 . 損失計上した個別事業の検証	13
3 . 検証により判明した課題	23
IV . JOIN の役割・在り方の検証	26
1 . 海外インフラ分野を対象とすることの適切性に関する基本的な考え方	26
2 . 民間事業者の事業参画に対する主体性を発揮することのできる事業組成の在り方	28
3 . JOIN の扱う事業の範囲の再整理	29
4 . 海外事業支援を行う他の機関との役割分担	30
V . 課題への対応策	30
1 . 今後の対応策についての考え方	30
2 . 投資リスク管理に関する課題	31
3 . 損失計上や公表の課題	36
4 . 組織体制の課題	37
VI . 今後留意すべき事項	39
1 . 改善状況のフォローアップの必要性	39
2 . 今般策定する改善計画に関する対応	39
VII . 終わりに	40

海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）の役割、在り
方、経営改善策等に関する有識者委員会 委員名簿

委員長

土居 丈朗 慶応義塾大学 経済学部教授

委員

榎本 道広 綜通株式会社 監査役

笠原 謙 川西倉庫株式会社 取締役

高津 俊司 株式会社レールウェイエンジニアリング
取締役

本多 之仁 住友商事株式会社 常務執行役員
都市総合開発グループ CEO

丸田 健太郎 有限責任あずさ監査法人 常務執行理事

山内 利夫 ソラリス・マネージメント株式会社

執行役員パートナー

（五十音順 敬称略）

I. はじめに

海外における交通事業及び都市開発事業は、当該市場の継続的な成長発展が見込まれる一方で、これらの事業が投資の回収に相当期間を要するとともに事業環境の変化により収益の発生に不確実な要素を有している。株式会社海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）は、こうしたことを踏まえ、海外においてこれらの事業を行う者等に対し、資金の供給や専門家の派遣等を行うことにより、我が国事業者の当該市場への参入促進を図り、もって我が国経済の持続的な成長に寄与することを目的として、2014年10月20日に設立された官民ファンドである。

JOINは設立以来、交通・都市開発事業の海外展開を支援し、例年、当初予定額を上回る投資を行っており、2024年6月時点（2023年度までに決定したもの）において計44件、累計約2,956億円の支援決定を行ってきた。しかしながら、2023年度決算においては、JOINの支援決定案件のうち、テキサス高速鉄道事業、ミャンマー都市開発3事業、ブラジル都市鉄道整備・運営事業、米国代替ジェット燃料運搬・供給事業等、約799億円の当期純損失を計上した。

官民ファンドについては、「新経済・財政再生計画改革工程表2018（2018年12月20日経済財政諮問会議決定）」に基づき、各官民ファンド及び監督官庁が累積損失解消のための数値目標・計画を策定し、公表することとなっており、数値目標・計画と実績の乖離が認められる場合には改善目標・計画を策定・公表することとされている。さらに、「改革工程表2023（2023年12月21日経済財政諮問会議決定）」においては、数値目標・計画と実績との乖離が著しい場合には、改善目標・計画の策定・公表に加え、組織の在り方等の見直しを行うこととされている。JOINは2023年度決算において多額の損失を計上したことにより、JOINの累積損失は約955億円となり、2023年度の累積損益計画額（▲166億円）に対して789億円下回る結果となった。これにより、改善目

標・計画を策定・公表するとともに、組織の在り方について見直しが必要となる事態に至った。

これを踏まえ、また、JOIN が財政投融資を活用する存在である重みに鑑み、JOIN の役割・在り方も含め、抜本的な検証・検討を行い、JOIN による海外インフラ事業への支援についての今後の対応を見極めるべく、国土交通省において本委員会を立ち上げた。

加えて、2024 年は、株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法（平成 26 年法律第 24 号）（以下「JOIN 法」という。）附則第四条に基づく 5 年毎の法律の施行の状況についての検討を行う年にも該当することから、本委員会は、当該検討の機会としても位置づけられるものである。

Ⅱ．本委員会の趣旨・目的

本委員会は、JOIN が多額の損失計上に至った要因について、JOIN の役割、在り方、経営改善策等の幅広い観点から検証するため、官民ファンド、金融実務、海外プロジェクト等の学識者・専門家から構成されるものとして国土交通省に設置された。

本委員会は、国民共有の財産を原資とする産業投資（財政投融資特別会計投資勘定で経理）として国から出資を受けた JOIN において、2023 年度決算において約 799 億円の当期純損失を計上したことは、由々しき事態であると考ええる。これを看過しては、国民にとっての損失が放置されかねない。この問題意識を強く持ち、2024 年 8 月 6 日の第 1 回委員会以降、合計 7 回の委員会を開催して解決策を探ることとした。

本委員会においては、JOIN の存続・廃止・統合について前提を置かず、我が国の現行制度や既存機関との役割分担の中で、JOIN がその役割を果たすだけの意義があるかを検証・検討し議論を重ねてきた。検証・検討は、本委員会に課した守秘義務の下、経営の機微に触れるものも含め、可能な限り

具体的な資料の提供を JOIN から受け、それらを基に行った。そして、本委員会の検証・検討の結果として取りまとめたのが、本最終報告である。

Ⅲ．本委員会での検証・検討の過程

本委員会において検証・検討すべき事項は、第1回委員会において、海外インフラ分野における官民ファンドとしての JOIN のそもそもの役割・在り方から次のようなものが挙げられた。それらは、インフラ分野に対する投資手法、経営管理を行う上での投資リスク管理の在り方、審査・モニタリング体制、組織ガバナンス、損失計上・公表のタイミングに至るまでの論点である。これらの論点を念頭に、JOIN のニーズ・役割の検証及び損失計上した個別事業の検証を行い、課題を整理した。

1．JOIN のニーズ・役割の検証

本委員会では、まず JOIN 設立時におけるニーズや役割を振り返った上で、現在のニーズや役割を確認するため、JOIN と共同出資するパートナー企業からのヒアリングや、海外プロジェクト支援を担う政府系機関として株式会社国際協力銀行(JBIC)及び独立行政法人国際協力機構(JICA)からのヒアリング等を実施した。

1-1．設立時のニーズ・役割

世界のインフラ需要は膨大であり、今後の更なる市場の拡大が見込まれることから、我が国の成長戦略・国際展開戦略の一環として、我が国政府は、2020年を目標年とする「インフラシステム輸出戦略」を2013年に策定した。これは、拡大する世界のインフラ需要を官民連携のもと積極的に取り込むことにより、我が国の力強い経済成長につなげていくことが肝要との考え方に基づくものである。インフラシステム輸出は我が国のソフトパワーの強化及び外交的地位の向

上にも貢献する一方、国際競争は熾烈を極めてしている。また、新興国等におけるインフラ開発は、投資回収には長期間を有し、事業リスクが高いことに加え、現地政府の影響力が強いことから、官民一体となった取り組みを推進すべきことが当該戦略に記載されている。このため、我が国政府としては、民間企業によるビジネスモデルや経営判断を前提としつつ、あらゆる施策を総動員して民間企業の取り組みを支援し、官民一体となった海外展開の推進を図ることとしている。

改訂された「インフラシステム輸出戦略（平成 26 年度改訂版）」においては、インフラ案件の川上から川下までの一貫した取組への支援として、設立を予定していた JOIN が行う出資と事業参画による支援を通じて、海外のインフラ市場への我が国事業者のより積極的な参入を促進することが位置付けられ、こうした状況を背景に、2014 年 10 月に JOIN が設立された。我が国政府のインフラシステム海外戦略は、その後 2020 年に見直され、2025 年までを見据えた新たな目標を掲げた「インフラシステム海外展開戦略 2025」が新たに策定された。さらに 2024 年 6 月には、2040 年頃も視野に入れ 2030 年のあるべき姿と実現に向けた新戦略の骨子が公表されたところである。この中では、2026 年以降も、我が国企業によるインフラに関する取組を政府として更に後押しし、官民が連携して挑戦し、我が国と相手国双方の成長につなげていくとの方針が示されている。

これらの政府戦略においては、政府系機関（公的金融機関、官民ファンド等）が、事業を取り巻く環境変化により一層柔軟に対応していくことが不可欠であることに加え、支援の対象の充実、支援の迅速化及び組織体制の強化等を通じ、民間資金の一層の動員を図ること、積極的なリスクテイクとそれを実現するためのリスク管理・対応能力の向上の検討に取り組むこと等の方針も示されている。

海外において交通・都市開発事業を実施しようとする場合、初期段階における大きな投資についての資金調達リスク、長

期にわたる整備期間が必要となることに伴う資材高騰リスクや工事遅延リスク、インフラシステムの運営段階における需要リスク等に加え、地政学的な事情も含めた政治リスクや外交リスク等、多岐にわたるリスクへの対応が求められ、民間事業者のみでの対応は困難である場合も多い。そのようなリスクへの対応について、民間事業者からは、国が参画することでトラブル発生時の相手国との交渉力が高まること、政府レベルでの情報収集が期待できること、運営時の事業リスク等に対するリスクマネーが公的機関からも供給されることで参入を躊躇しているインフラ企業も海外展開に踏み出しやすくなること等を理由として、政府の支援を求める声があった。これらの声を踏まえ、JOIN は我が国事業者の海外市場への参入促進を図るため、資金供給に加え、出資先の現地事業会社への役員派遣等によりの確な事業運営に資するといった支援機能が期待されていた。

(参考資料 1 (第 2 回有識者委員会資料))

1 - 2 . 現在のニーズ・役割

1 - 1. で述べた設立時のニーズ・役割を受け、JOIN では、これまで世界各国における都市開発、鉄道、空港、港湾、物流など交通・都市開発分野の様々な案件を支援してきた。地域別では東南アジアが最も多いものの、欧米等の案件も手がけている。こうした案件のうち、2023 年度決算において損失計上した 7 事業については、JOIN 設立から比較的初期に開始されたものが多い一方、近年開始した案件を中心に収益をあげているものもあり、2023 年度までの累計で、15 事業合計約 54 億円の収益を上げている。

(参考資料 2 (第 1 回有識者委員会資料))

現在に至るまで、JOIN には民間事業者から多くの案件の持ち込みや共同出資の依頼があり、投資計画を上回るニーズがある。当委員会では、現在のニーズ・期待される役割について以下の通り確認した。

i) JOIN によるパートナー企業へのアンケート調査

JOIN が受ける民間事業者からの内談（具体的な案件の相談）及び意見交換（内談以外の新規相談等）数は、近年、それぞれ 40-60 件台で推移しており、その分野も都市開発、都市鉄道、物流に加え、輸送用燃料、水道等新たな分野も見られている。

JOIN において現在のニーズ・役割を確認するため、支援決定済の案件におけるパートナー企業に対してアンケート調査を行った。そこで寄せられた意見には、「海外投資に不慣れな場合に、現地事業や法制についてアドバイスを提供してもらえると JOIN は非常にありがたい存在」、「不測の事態への対応、GtoG（Government to Government：政府対政府）課題への対応等で引き続き JOIN の支援をお願いしたい」、「新興国での事業では失敗のリスクがあるので、JOIN の支援を要請する」といった、JOIN が民間企業の海外展開の後押しとなっている趣旨のものがある。

一方で、JOIN からパートナー事業者に対して、JOIN について改善が必要と思われる事項を聞き取ったところ、JOIN との案件では大臣認可手続きに時間を要し、投資スケジュールの遅延を引き起こすことがある点や、支援対象範囲が不明瞭であることなどについて指摘する声があったほか、ハンズオン支援に関連して、「担当者が短期で交代して引継ぎが十分になされない又はノウハウが蓄積されていない印象」「人的リソースが手薄」という指摘があり、人材の現地派遣等による積極的・建設的な関与を求める声があった。また、「検討条件や出資条件を再整理し、民間企業の希望も再確認してほしい」「共同出資者同士での意見交換・課題整理の機会を設けてはどうか」など、JOIN とパートナー事業者とのコミュニケーションの不足を訴える声があった。

（参考資料 3、4（第 2 回及び第 5 回有識者委員会資料））

ii) パートナー企業からのヒアリング

第 2 回委員会においては、実際の JOIN パートナー企業 3

社に対して、JOIN の役割等についてヒアリングを行った。

JOIN の主な投資分野である長大インフラ整備（鉄道・空港・港湾）分野、住宅・都市開発分野、物流・輸送システム分野から1社ずつ、事業を海外展開する上で障壁となるリスク、JOIN を活用する動機（JOIN の有する機能への期待やその効果）、JOIN に対する更なるニーズ等について事例を交えた生の声を聞き取った。

ヒアリングにおいては、JOIN と共同出資する案件について、事業概要、資金構成を含む事業スキーム、事業を取り巻く環境、事業の推進体制、事業スケジュールといった事業の全体像に加え、事業を推進する上でのリスクと当該リスクを低減するため JOIN に求める役割について説明があった。

当該ヒアリングにおいて確認された JOIN の意義としては、資金面でのサポートに加え、官民ファンドとして公的立場を活かした事業推進のための支援や、現地への役員派遣等によるハンズオン支援に強い期待があることが分かった。具体的には、公的立場を活かした支援としては、事業に関する許認可等の申請・手続きに時間を要する国において JOIN による相手国政府への交渉のサポートが貴重だったというコメントがあり、JOIN の参画による相手国政府への働きかけといった交渉力強化や地政学的リスクの軽減など日本政府の後ろ盾を期待する点が民間事業者として大きいことが確認された。役員派遣やノウハウ提供によるハンズオン支援に関しては、環境面の許認可やインフラ計画についてのレビューに当たり、JOIN からの助言等が有用であることや、建設プロジェクトマネジメントのサポート等、JOIN の豊富な海外事業の経験に基づくノウハウの提供が非常に有益であるとの声があった。

また、資金面での支援に関しては、「JOIN との強固なパートナーシップにより、長期的な経営戦略の立案が可能になる」ことや、「短期間で複数のプロジェクトへの投資が実現できた」ことから、長期的なプロジェクトへの理解に基づく出資

について、JOIN からの支援の効果を評価する声があった。

上記を踏まえ、委員からは、インフラ海外展開の国際競争は厳しさを増す中、我が国民間企業が競合国と対峙して都市開発・交通の事業を展開していくためには積極的な政府の後押しが必要となっており、こうした中、政策的に重要な分野において、スピード感を持って資金を拠出する JOIN の機能には価値があると考えられるという意見があった。

また、JOIN に求められる役割として単なる資金面でのサポートのみならず、相手国政府への働きかけといった交渉力強化や地政学的リスクの軽減、現地企業からの信頼など日本政府の一員としての後ろ盾が期待されている点について意義を認める意見があった。このうち、地政学リスクの軽減に関しては、JOIN は、海外拠点を持つ JBIC や JICA に比べると現地に職員を送り込んでいないものの、現地でカンントリーリスクが顕在化する状況等において、両機関や現地日本大使館と連携した対応を強化することも求められるのではないかといった意見が提示された。

こうしたパートナー企業のヒアリングの結果、概ね、海外インフラ展開における共同出資による民間企業進出の後押し、官民ファンドという公的立場を活かした事業推進、ハンズオン支援については JOIN の必要性が認められた。他方で、地政学リスクに対応するための相手国での人的ネットワークの強化について、他の政府系機関等との関係強化に取り組むべきとの改善に向けた課題が指摘された。

iii) JBIC・JICA からのヒアリング

海外プロジェクトに携わる政府系機関である JBIC や JICA との役割分担や連携については、JOIN 設立時から議論されていた論点である。

JOIN 設立時においては、JOIN は現地事業体に出資し、事業参画することを主な業務とする一方、JBIC は主に融資を、JICA は主に ODA（円借款など）業務を行い、三者は相互補

完することを想定していた。第2回委員会におけるJBICやJICAからのヒアリングにおいては、各機関の機能を改めて確認し、JOINが担う役割との関係について検証を行った。

JBICからのヒアリングでは、JBICの業務は、長期・大型の融資（シニアローン）を中心とした様々なファイナンス手法により、インフラに限らず広く海外事業を支援しているものであり、当該分野で豊富な実績等を有するメインの事業者が中核スポンサーとしてしっかり参画することを前提に、あくまでも金融として相応しい退出戦略・手段の確保を行った上で、有期限で、民業補完を基本として支援するものとの説明があった。

また、JBICでは例えば、相手国政府との関係構築が重要な案件では、優先株出資により有期限で参画するなどの手法で、相手国政府とのコミュニケーションを通じて支援しているとの説明があった。加えて、JBICが携わる鉄道事業では、上物・下物の分離や、ライダーシップリスク（乗客が想定していた数を下回った場合の採算割れのリスク）等に対するホスト国の支援メカニズムや、事業者によるコミットメントを前提としており、民業補完の原則に沿ってバンカビリティ（融資適格性）を確保する工夫をしている、との意見を聴取した。

JICAからのヒアリングでは、JICAは途上国の経済・社会の開発を目的として円借款・無償資金協力・技術協力等を通じて相手国の公共インフラ事業への支援を行い、JOINにおけるJICA事業に附帯する交通・都市開発ビジネスへの出融資を通じた連携により相乗効果を図るというJOINとの役割分担の事例が示された。また、JICAにおいては、MDBs（国際開発金融機関）等他の機関との協調融資を行うことによりリスクを分散しつつ、当該機関の専門的知識を活用することでリスクの低減を図っているとの説明があった。加えて、JICAでは法令上、融資が優先されるため出資は限定的であり、個別事業に応じ、開発目的やリスクの観点等から判断し

ているとの見解を聴取した。

これらの両機関のヒアリングを踏まえ、JOIN と JICA、JBIC ではその目的や手法に差異があり、適切な役割分担がなされていることが確認された。委員からは、JOIN は JICA、JBIC では果たせない役割に特化すべきという意見や、お互いの強みを生かした協調案件等を通じて、リスク情報の共有等の連携をより一層密に行うべきという意見があった。

2. 損失計上した個別事業の検証

2-1. 検証の手法

第3回委員会及び第4回委員会においては、今般（2023年度決算）損失計上した7事業¹全てについて、JOIN の役割や在り方に照らして適切ではない部分が多かったか、事業の推進のプロセスにおいて適切なタイミング・体制でチェックが行われていたか等を検証した。その際、審査手続、支援基準への適合性、支援決定後の対応等の各段階に分けて、営業上の秘密等の理由により非公開となる資料の提出も受けながら詳細な検証を行った。具体的には、①事業の経緯・概要、②手続きの適正性・実効性、③支援基準の適合性、④モニタリング管理の実効性、⑤投資実績の評価・開示の観点から、詳細な資料を基に検証・議論を実施し、課題の抽出を行った。

各検証の観点についての概要は以下のとおりである。

①事業の経緯・概要

それぞれの事業規模や事業スキーム等の基礎情報に加え、案件組成から支援決定、その後のモニタリング段階を含む検証時点までの経緯として、パートナー事業者の関与や JOIN での審査の実施状況、政府交渉や情勢等の外部環境の状況等について各年の出来事を時系列で確認した。

¹ 7事業のうち1事業は、委員会において検討・検証を行っており、その含意は本報告書に反映しているが、保秘のため事業内容等の詳細については本報告に掲載しないこととする。

② 手続きの適正性・実効性

JOIN において支援決定を担う海外交通・都市開発事業委員会（以下「事業委員会」という。）において、支援対象事業の決定や当該決定に係る国土交通大臣の認可等、法令等の規定に基づく手続きを実施していたか、事業委員会において社外取締役への十分な説明や実効性ある議論が行われていたか等のプロセスを確認した。

③ 支援基準の適合性

JOIN は対象事業の支援内容等を決定するに当たり、国土交通省が定める支援基準²に従うこととされているが、当該支援基準における各項目（政策的意義、民間事業者のイニシアティブ、長期における収益性の確保、他の公的機関との関係、運営全般、投資規律の確保、機構の長期収益性）について、JOIN による支援決定時の判断及び当該判断の根拠となる事業委員会での議論を確認した。併せて、支援基準への適合性についての国土交通省による当時の確認状況及びその対応について確認した。

④ モニタリング管理の実効性

事業の支援決定後の年度毎のモニタリング状況や全体ポートフォリオの管理に加え、リスクが生じた際の対応状況（工事の中断等により長期における収益性の確保等の支援基準の適合性から外れた際に、どのように対応したか）について確認した。また、当該対応に当たっての事業委員会及び国土交通省への報告の時期及び内容等について確認した。

⑤ 投資実績の評価・開示

JOIN の損失計上と公表の時期を確認し、民間企業と損失計上時期を合わせられなかったのか、Exit を急ぐべきで

² 「株式会社海外交通・都市開発事業支援機構支援基準」（平成 26 年国土交通省告示第 981 号）

はなかったか、民間が損失計上した時点で事業状況を公表すべきだったのではないかといった対応の妥当性について確認した。

2 - 2 . 各事業の検証

i) テキサス高速鉄道事業

本事業は、米国の投資家が出資して設立した民間企業であるテキサス・セントラル（TC）社が日本の新幹線技術の導入を前提として開発を進めていたものである。本事業は、高速鉄道³のない米国における日本の新幹線技術を活用した初めての計画であり、米国市場において実現した場合、他国において日本企業による高速鉄道プロジェクトの受注拡大に繋がるとの期待があった。一方で、事業の初期段階から許認可の取得リスクや資金調達など様々なリスクが想定されていた。本事業への参画を想定していた我が国鉄道事業者は、本事業には技術支援という形で関わりながら、建設がある程度明確になった段階では出資参画を検討する旨を表明しており、これを後押しするため、JOIN が民間事業者に先行して設計段階より出資を行うことで事業環境の整備を行うこととし、2015年にTC社に対して4,000万ドル出資する支援決定を行った。

JOIN が支援を開始した当初、本事業は2017年に設計段階を完了させ、ファイナンス・クローズ（建設段階へ移行）する予定だった。しかしながら、2017年の米国の政権交代により、連邦政府の鉄道事業への支援姿勢が変化し、事業の前提となる特例技術認証や環境影響評価といった許認可の取得までに長期間を要した（2020年11月に許認可取得完了）。また、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う需要見通しの不透明さから資金調達が難航した。このような当初見通すことが困難であったリスクの顕在化に伴

³ 国際鉄道連合（UIC：International Union of Railways）が採用するEU（欧州連合）の定義では、時速250キロ以上で走行する専用の高速新線または時速200キロ以上で走行する高規格化在来線としている。

い、JOIN は TC 社の支援要請に基づき累次にわたって出融資を実施⁴し、エクスポージャー（リスクに晒される資産）が拡大した。

なお、JOIN は、2018 年に JBIC と共同で 3 億ドルの融資（共同で出資した特別目的事業体（SPV）による TC 社の社債引受）を行うこととしたが、この際 JBIC 負担の 1 億 4,000 万ドルにプットオプション（特定事項が発生した場合に、予め決められた価格で商品を売る権利）を付与したことで、潜在的なエクスポージャーが発生した。しかしながら、当時、こうした潜在的なリスクを財務状況に適切に反映することができていなかった。その後、JBIC がプットオプションを行使⁵し、更に出融資額が拡大することとなった。最終的な出融資の支援決定額は 3 億 6,750 万ドルとなり、JOIN 全体のポートフォリオの約 32%（2022 年 3 月末時点）を占めるまでとなった。

JOIN による累次の支援決定は、法手続に則り行われていたものの、その政策的意義から事業の推進を前提に支援を続けており、Exit 戦略は不透明であった。

JOIN からは、鉄道事業に知見のない TC 社が進めた事業であったが、JOIN を含めて専門人材の配置体制が十分ではなかったということや、政策的意義のある事業として支援を続けていたが、設計段階であることから予見困難性が高くリスクを十分に見通せていなかったとの振り返りがあった。

⁴ JOIN は、2015 年 11 月に支援決定した 4,000 万ドルを 2016 年 2 月に出資した以降、TC 社に対して以下の資金拠出を実行。

- ・ 2017 年 6 月～2018 年 7 月、合計 1,490 万ドルのつなぎ融資を段階的に実行（その後 TC 社より返済済）
- ・ 2018 年 9 月～2019 年 12 月、TC 社発行の社債 3 億ドルを JOIN と JBIC が共同出資した SPV を通じ引受。JOIN はうち 1 億 6,000 万ドルを段階的に引受（残り 1 億 4,000 万ドルは JBIC が当該 SPV を通じ引受。JOIN に対しプットオプション保有）。
- ・ 2020 年 7 月～2021 年 8 月、JOIN が TC 社発行の社債合計 2,750 万ドルを段階的に引受。

⁵ 2021 年 4 月、JBIC がプットオプションを行使した上記 1 億 4,000 万ドルについて、JOIN が引受。

また、国土交通省からは、事業が長期化する中、支援基準における民間事業者のイニシアティブが不十分な状態を看過してしまっていたとの振り返りがあった。

検証作業の中で、委員からは、JOIN の支援決定の在り方として、事業途中での撤退の可能性を検討すべきだったのではないか、それが出来なかったのは組織内の同調圧力を牽制するガバナンスが欠如していたからではないか、また、支援決定に際して民業補完という原則が欠如していたのではないかと指摘があった。加えて、そもそも本事業の出融資は JOIN の財務体力からして過大であったのではないかといった意見や、高速鉄道事業への関与の在り方自体を検討すべきではないかとの意見もあった。一方で、米国では前例のない専用軌道高速鉄道事業での新幹線技術の適用を認める許認可である特例技術認証を取得できたことは、日本の新幹線技術を採用するプロジェクトとして下地ができ、日本の新幹線技術の優位性が明確になった点で一定の成果ではないか、との意見があった。

更に、国土交通省の対応に対する意見として、手続としては妥当だとしても資金構成など含めた支援方法の妥当性の判断まで踏み込めていないのではないか、外交や国策に関わる案件は国としてどう関わるか明確にされることが重要ではないかといった意見があった。

(参考資料 5 (第 3 回有識者委員会資料))

ii) ブラジル都市鉄道整備・運営事業

本事業は、JOIN が我が国の商社及び鉄道会社と共同で出資する特別目的会社を通じて、現地パートナー企業とともに、ブラジルにおいて 4 つの都市鉄道整備・運営事業に参画したものである(2015 年 12 月、2019 年 2 月に大臣認可取得)。同事業は、我が国の企業による初の本格的な海外旅客鉄道事業への中途参画であり、これにより我が国の鉄道事業者が海外における鉄道運営の実績を蓄積し、益々

の海外展開を促進することを企図していた。

4つの事業のうち、サンパウロ地下鉄6号線事業は、サンパウロ市内で地下鉄(15km)を建設・運営する事業である。ところが、現地パートナー企業の不正献金問題により銀行からの融資が停止し、建設工事が中断した。日本政府及びJOINとしても、日伯首脳会談における善処要請等、最善を尽くしたものの状況は改善せず、2020年10月に同事業を譲渡した。

リオデジャネイロLRT事業は、リオデジャネイロ市内でLRT(28km)を建設・運営する事業である。PPP(Public Private Partnership:官民連携)契約に基づき、リオ市からの補助金と需要保証を前提とした事業であったところ、市長が財政難を理由に補助金の支払いを拒否し、協議を継続したものの状況は改善せず、2023年7月に譲渡した。

また、ゴイアニアLRT事業は、ゴイアニア市内でLRT(14km)をPPP方式で建設・運営する事業である。この事業も、契約に基づきゴイアス州からの補助金や需要保証を前提とした事業であるが、補助金の拠出目途が立たず未着工であることから、譲渡先を模索している。

このように各事業において課題が生じる中、JOIN及び共同出資者においては、唯一黒字を計上していたリオ州近郊鉄道事業に経営資源を集中させ、事業全体の建て直しを図るべく、同事業に対し2019年5月に追加出資を行い再建に取り組んだ。ところが2020年からのコロナ禍により、当該事業についても需要が大きく減退し、また、治安の悪化に対し十分な対策を講じない等のリオ州の対応の影響も受け、需要は回復せず低迷を続けた。日本側においては、大臣・副大臣級からの善処要請を含め事態の打開を図ったものの状況は改善せず、事業会社は2024年5月に破産を申立てた。

JOINの反省点としては、当該事業のように地方政府の責任において、事業主体とのコンセッション契約により行

う事業においては、政府・地方政府の支援・協力を依拠する部分は大きく、追加出資の検討に当たっては、日方が経営権・運営責任を持つという重大なリスクを伴うものであったことから、より慎重に検討すべきであったとの振り返りがあった。

また、海外インフラの長期投資においては、コロナ禍等の当初想定不可能なリスクは起こりうるが、特に本件では、リオ州政府の不安定な状況や治安対策が一向に進まないといった地域特性のリスク等についてより慎重に事業性評価（デュー・デリジェンス（DD））を行うべきであったとともに、Exit手段の検討や事態悪化時に頼れる有力な現地パートナーを確保する等の対策の検討も不十分であったとの振り返りもあった。

検証作業の中で、委員からは、他パートナー企業と比べて会計上の手当てが遅れた点について、より早期に損失計上できたのではないかと指摘があった。一般的には開示が遅くなると経営者・関係者の意図が働いているのではないかと疑われることがあることから、情報が限定的になるケースでは可能な範囲で理由を含めて説明するなど丁寧な対応が必要との意見があった。また、カントリーリスクについては、リスクに応じた内部収益率（IRR）の基準の設定があっても良いのではないかという意見があった。鉄道事業については、非常に投資額が大きく工事期間も長いためリスクも多岐にわたる一方、事業が軌道に乗れば長期にわたる安定収入につながる面もあるが、JOINとしての鉄道事業への関わり方としてはその範囲や手法について整理がされるべきとの指摘もあった。一方で、日本の商社が主体的に事業運営のグリップを効かせて交渉面でも活躍したことにより、各局面において難局を打開するための対応が取られていたことが確認できたとの意見もあった。

（参考資料 6（第 3 回有識者委員会資料））

iii) ミャンマー都市開発3事業

本事業は、JOIN が我が国のパートナー企業と共同で出資する特別目的会社を通じて、ミャンマーのヤンゴン及びヤンキン地区において、オフィス、ホテル、商業施設等からなる複合施設を建設・運営する都市開発事業に参画したものである（ヤンゴンランドマーク事業については 2016 年 7 月、ヤンゴン博物館跡地開発事業については 2017 年 7 月、ヤンキン都市開発事業については 2020 年 3 月にそれぞれ大臣認可取得）。

2011 年の民政移管以降のミャンマー経済の高い成長率、及び若年層が多い人口構成や地政学的な優位性を背景として、日本企業のミャンマーへの投資意欲や開発への期待が非常に高まっていたところ、2016 年に米国による対ミャンマー経済制裁が全面解除されたことを契機として、ミャンマーに対する投資が加速した。こうした状況下、JOIN は 2016 年から 2020 年にかけて、ミャンマー都市開発3事業に相次いで参画した。

しかしながら、2021 年の軍事クーデター以降、米国による対軍事政権経済制裁が行われている中、同3事業は建設工事の中断を余儀なくされた。2023 年に予定されていた総選挙が延期される等、現地情勢の改善・事業再開の見通しが不透明な現状を踏まえ、現地情勢が回復した際には状況を見ながら事業の実現や事業価値の向上に取り組むことを前提として、JOIN は 2023 年度決算において全損を計上するに至った。

JOIN の反省点としては、高リスク国については、より慎重な事業性調査（DD）を行うべきであり、あわせてポートフォリオ全体における1つの国への投資額についてもリスクに応じた適正割合等を検討すべきであったこと、民間銀行による融資に対する債務保証分も含めてエクスポージャー（リスクにさらされる資産）が過大となっていたことについて振り返りがあった。

検証作業の中で、委員からは、会計上丁寧な説明をするとの趣旨に立てば、ギリギリまで引っ張るのではなく例えば損失引当金により早期に一定の手当てを行うことが適切ではないかとの指摘があった。この点に関連し、官民ファンドが公的性質を有するため、他の利害関係者への影響を勘案して損失計上が遅れるとなると、官民ファンド自体の決算の透明性に疑義が生じかねないとの意見もあった。

また、カントリーリスクについては、リスクマネジメントを今後官民ファンドとしてどう整理していくかということが非常に重要との指摘があった。

一方、本事業は、他の事業と比較して不可抗力の要因が大きく、海外プロジェクトである以上予想もしない事象が起きる可能性は折り込んでいかざるを得ないとの意見もあった。

(参考資料 7 (第 3 回有識者委員会資料))

iv) 米国代替ジェット燃料運搬・供給事業

本事業は、JOIN が、我が国の航空運送事業者及び商社と共同で出資する特別目的会社を通じて、米国のベンチャー企業である Fulcrum 社が米国ネバダ州において進めていた、一般廃棄物を原料とした航空機向け代替ジェット燃料 (SAF) を製造・運搬・供給する事業に出資参画したものである (2018 年 8 月に大臣認可取得)。同事業への参画により、日本企業が有する SAF の品質管理、輸送等に関するノウハウの提供を通じて SAF のビジネスモデル形成に関与することで、SAF の普及促進、CO₂ 削減等への貢献に加え、我が国の航空運送事業者への SAF の供給が期待されていた。

民間企業のみでは Fulcrum 社から求められた出資規模を満たすことが困難であり、JOIN によるリスクマネーの供給が求められたことから、支援決定時の事業計画では、SAF の商業生産開始後、SAF の品質管理、輸送等が実行さ

れる段階で日本企業が有するノウハウを活用する予定であった。しかし、SAFを製造するプラントが実質的に完工し試運転を開始したものの、プラントの不具合の頻発により SAF が十分に製造できず販売収入が得られないことで Fulcrum 社の資金繰りは悪化した。その後も不具合は解消されず、資金調達も失敗に終わったことから、JOIN は 2023 年度決算において出資金の全額を減損処理した。その後、Fulcrum 社は米国連邦破産法第 11 条の適用を申請するに至った。

JOIN の反省点としては、国外のベンチャー企業である Fulcrum 社が一般廃棄物を原料として SAF を製造・運搬・供給する事業の初の商業化を目指す案件であることを勘案し、同社の業務遂行能力についての入念な調査を実施すべきであった点について振り返りがあった。また、Fulcrum 社に対するハンズオン支援について出資比率が小さいことなどによりストラクチャー上困難であることを認識し、他の株主との連携も含めた Fulcrum 社に対する支援の方法について検討すべきであったとの振り返りがあった。

検証作業の中で、委員からは、ベンチャー投資の支援においては組織として適切な投資規模の目安を持ち、それに応じた人材の確保も必要である上、損切・撤退の基準や全体ポートフォリオにおけるベンチャー投資の割合についても設定すべきだと指摘があった。

また、ベンチャー投資は全損に至ることも珍しくなく、通常の投資よりもリスクが大きい上にリスクの測定が難しいという性質を持つため、そもそもベンチャー投資が JOIN の射程に合うのか、JOIN がベンチャー投資をやるべきか検討すべきとの意見があった。

一方、日本が出遅れている SAF の獲得という文脈では支援する意義があったとの意見もあった。

(参考資料 8 (第 4 回有識者委員会資料))

3. 検証により判明した課題

1. 及び 2. の検証を経て、以下のような課題が抽出できると考えられる。なお、今般検証した個々の事業に対応する課題も、JOIN 全体としてすべての案件にあてはまるものとして、これらの抽出した課題への対応策の検討につなげていくべきものである。

3-1. JOIN の役割・在り方に関する課題

i) 海外インフラ分野を官民ファンドの投資対象とすることの適切性をどう考えるか

インフラの海外展開は政府の重要な施策であるが、官民ファンドとしてこの事業分野を扱うことの適切性は、この分野の特徴や性質からどのように導き出されるか。

ii) 民間事業者が事業参画に対する主体性を発揮する事業組成が必要ではないか

主体的に事業に参画する民間事業者がいた上で、政府間調整や民間では取り切れないリスクを補う等、JOIN による支援の在り方を検討する必要がある。

iii) 海外インフラ分野の中でも JOIN が扱うものとして適切な事業範囲は何か

個別事業の検証を踏まえ、JOIN が扱うべき事業について、事業の性質や規模がリスク管理に及ぼす影響を踏まえ、一定の絞り込みが必要ではないか。

iv) 海外事業支援を行う他の機関では対応できない機能・役割は何か

JOIN の存在意義は、JBIC や JICA では果たせない、JOIN でしか成しえない役割として整理されるべきと考えた際、どのような役割・機能が見い出せるか。

3-2. 投資リスク管理に関する課題

i) リスク管理を踏まえた全体ポートフォリオ管理が必要ではないか

より適切にリスクを管理するため、高リスク国・地域への投資の偏りや 1 つの案件への過大な出融資を行わないための具体的な方策の検討が必要ではないか。

ii) 厳格なリスク管理を行うためにはどのような方策が考えられるか

リスク管理を厳格にするために、Exit 方針の明確化や民間のイニシアティブの担保等の方策が必要ではないか。

iii) JOIN 以外の組織との連携、監督官庁の関与の在り方の改善によるリスク管理の向上としてはどのような方策が考えられるか

JBIC、JICA 等の関係機関の特性を踏まえ、お互いの強みを活かして連携をより効率的にするための方策や、所管省庁である国土交通省における JOIN への関与の強化の方策が必要ではないか。

3-3. 損失計上・公表に関する課題

i) 個別事業の検証を通じて明らかとなった、損失計上・公表に関する事情

損失計上等のリスク情報・ネガティブ情報について、JOIN においては、相手国側の事情も汲む必要があること、長期プロジェクトが多く損失計上が難しいことや、民間企業と会計基準が異なる場合があること、官民ファンドである JOIN による損失計上が民間のパートナー企業の経営に影響を与えてしまう可能性があること、民間のパートナー企業が公表不可とする情報は官民ファンド側も公表が難しい等の事情がある。

ii) 損失計上や公表に係る対応の在り方についてはどのような改善策が考えられるか。

i) の事情がある場合であっても、ステークホルダーへの情報公表がタイムリーに行われなかったことで、説明責任を果たすには十分とは言えない状況が発生していた。説明責任がより求められる官民ファンドとして、損失計上や公表の適切な在り方となる方策が必要ではないか。

3-4. 組織体制に関する課題

i) ハンズオン支援をより効果的なものとするにはどのような方策が考えられるか。

ヒアリングや個別事業検証を通じ、プロジェクトに係る更なる専門的知見の提供や相手国政府との交渉等が求められていることが明らかとなったが、民間企業のニーズに応えるための方策が必要ではないか。

ii) JOIN の組織ガバナンスの強化についてどのような方策が考えられるか。

審査過程やモニタリングにおいて事業推進に対する歯止めが効いていなかった場面があり、事業に対するリスクを予防又は低減させるためにも、ガバナンスの強化に向けた方策が必要ではないか。

iii) 業務執行体制は十分だったか。どのような強化を図るべきか。

エクイティファイナンスの審査や事業分野によっては専門的知見が不十分な場合があったのではないか。JOIN に求められる業務について現行の体制で十分な対応が可能なのか、見直しが必要ではないか。

IV. JOIN の役割・在り方の検証

第Ⅲ章ではヒアリングや個別事業検証を通じて課題事項が具体的に明らかになったところであるが、今般の大規模な損失計上を踏まえ、JOIN の存廃に関する前提条件を置かず、組織の役割や在り方といった根本的な課題にも立ち返りながら、幅広い論点について検証を行っている。この章では、JOIN の存在意義、役割について検証した結果を整理する。

1. 海外インフラ分野を対象とすることの適切性に関する基本的な考え方

i) 現下の状況を踏まえたインフラ海外展開の重要性と JOIN の役割

JOIN は制度創設から 10 年が経過した。この間設立当時とは異なる社会情勢や、時々刻々と変化している地政学的状況、インフラの国際競争を巡る環境変化等を踏まえ、インフラ海外展開の政府戦略に即した今日的観点から、JOIN の役割の再定義を行うことが必要である。

地政学的な状況をはじめとしてインフラを取り巻く国際情勢は 10 年間で大きく変化しているが、今日でもインフラ海外展開は、インフラシステム海外展開戦略 2025 等において、経済成長の実現、展開国の社会課題解決、外交課題への対応等の観点から、政府の重要な施策と位置付けられている。一方で、国際的な競争環境は厳しくなっており、JOIN による日本企業の海外展開支援の重要性は依然として大きいことが本委員会での議論においても確認されており、現下の状況を踏まえても JOIN の行う事業にはリスク軽減や民間資金の呼び水といった政策的意義は認められると考えられる。

また、政策的意義が認められる海外インフラ分野の事業について、海外プロジェクトに携わる政府系機関である JBIC や JICA と、JOIN が機関統合を行う得失も検討した。前述の

通り、JOIN は現地事業体に出資し、事業参画することを主な業務とするという出資者の立場であるのに対して、JBIC は主に融資を、JICA は主に ODA（円借款など）業務を行うという債権者の立場である。もし機関統合を行えば、出資者と債権者の利益相反を引き起こす懸念が生じる。さらに、JOIN には累積損失がある。もし機関統合を行えば、JBIC や JICA がこれまで営んできた事業で得た利益を JOIN の内部補助（損失補填）に用いられかねない。これらは、統合すれば得られるシナジー効果よりも大きな懸念である。したがって、これまで JOIN が行ってきた海外インフラ分野の支援については、他機関と統合せずに実施することが考えられる。

ii) 海外インフラ事業の特徴

上述の通り、インフラ海外展開は今日でも重要であるが、投資を行うに際しては、難しい特徴を持つ分野と考えられる。すなわち、海外インフラ事業は、市場性や流動性が乏しく、カントリーリスクや為替リスクの影響を受けやすいものであり、また、事業には巨額の資金が必要で、投資から資金回収までに長期間を要する。更に、交通・都市開発事業等に対しては、出資ではなく別の公的支援手段（相手国政府の補助金等）が適切な場合があることも特筆すべきである。

iii) 政策的意義と経済的合理性の確保

官民ファンドの投資対象として適切な領域は、政策的必要性和経済的合理性の重複領域であることから、海外インフラ事業への支援手段として官民ファンドを採るならば、後年リターンを生むと期待できるもの、すなわち経済的合理性も確保されるものとなるよう留意する必要がある。

海外インフラ事業は上述のような特徴があることから、経済的合理性を成り立たせることには困難を伴う場合もあるが、政策的必要性和経済的合理性が重複する領域で成り立つ案件を見極めることは、JOIN 存続の前提条件となると考え

られる。

iv) 設置期限について

JOIN は、20－30 年といった長期間の海外インフラプロジェクトへの支援に対応するため、法制度上は期限を設定せず、これに替わり、国土交通省が法律に基づく 5 年毎の見直しを実施している。JOIN 創設 5 年後の 2019 年に行われた見直しでは、世界における旺盛なインフラ需要を踏まえた日本企業支援の必要性、政府方針においても JOIN に求められているリスクマネー供給に係る役割、民間から寄せられるニーズを確認し、JOIN による事業継続の方向で検討を行った。今般行った本委員会による JOIN の役割・在り方の検証は、JOIN 創設 10 年後の見直しにも該当することとなる。

本委員会では、JOIN が設置期限を設定すべきかについても議論を行い、JOIN の支援対象となる海外インフラ事業は事業期間が長期にわたるものが多い状況に鑑み、引き続き法制度上は JOIN の設置期限を設けず、5 年毎の見直しを実施することが適当であるとの結論に至った。なお、2019 年の見直しは国土交通省が中心となって実施し、外部の意見聴取は一部に留まっているが、今後 5 年毎の見直しに当たっては、組織の存廃の検討を含むものである点を明確化するとともに、外部有識者の目を入れて行うことが必要である。

また、2019 年に策定・公表した累積損失解消のための数値目標・計画（新経済・財政再生計画改革工程表 2018 に基づく投資計画）においては、便宜的に設立以降 20 年間（2014～2034 年度）の計画を策定しており、運用上、投資規律の確保に努めているが、本数値目標や計画も継続的な見直しが必要と考えられる。

2. 民間事業者の事業参画に対する主体性を発揮することのできる事業組成の在り方

第Ⅲ章のパートナー事業者からのヒアリングで明らかに

なったように、支援事業の成功には、民間事業者がまずはリスクを取り、自ら当該事業を力強く牽引するドライバー（推進力）となることが鍵となる。その上で、相手国政府の許認可等に係る政府間調整等の支援、専門技術のアドバイス等、民間のみでは取り切れないリスクやインフラ事業に係る知見を JOIN が補うことで、海外の難しい事業環境の中で成功に至る道筋を確保することが可能となる。

このように、困難な事業環境にある場合にあっては民間事業者がイニシアティブを発揮して事業に取り組む場合に、その補完をするために官民ファンドが必要であり、海外インフラ分野では JOIN の存在意義が認められる。

3. JOIN の扱う事業の範囲の再整理

個別事業検証で明らかとなったように、事業全体の資金調達の見通しが立たない初期段階で長期プロジェクトに対する巨額な出資を行うことは、収益性が見通しが不透明で高いリスクを伴うものとなる。また、大型のインフラプロジェクトの多くは、通常は政府の補助金や公的機関による超長期低利融資を前提とするものであるが、こうした公的資金を含めた資金構成とすべき事業は、官民ファンドによる支援の対象とすべきかについては慎重な判断を要する。特に、収益の見通しが立ちにくいリスクの高い事業については、資金調達の大半は公的資金（低利融資や補助金等）で賄うべきものであり、そのような事業は官民ファンドを活用する妥当性に乏しいと考えられることから、官民ファンドの案件形成に当たっては、事業遂行のために適切な資金構成になっているか見極めることが重要である。

これに加え、今回明らかとなった課題点に対応した以下のような絞り込みを経ることで、JOIN が手掛けるべき案件が定まるものと思われる。

① 1 件当たりの投資額が JOIN の全体ポートフォリオに占める割合等のリスク状況の確認

- ② 民間パートナー事業者による先行投資の厳格化
- ③ 撤退基準への抵触の有無
- ④ 資金構成の妥当性 等

上記の論点及び個別事業検証の反省を踏まえると、高速鉄道システム⁶全体を導入する事業については、構成する複合要素の全体への影響が大きく、多額の資金と長期の事業期間を必要とすることから、その開発リスクの大きさに鑑み、整備に至るまでの初期段階からの開発資金への JOIN によるエクイティ出資は対象外とすべきである。

4. 海外事業支援を行う他の機関との役割分担

JOIN の存在意義について予断を持たずに検証するには、他の海外支援を担う公的機関との役割分担（デマケーション）の中で JOIN の意義を分析する必要がある。

第Ⅲ章 1-2.iii) で明らかとなった通り、JOIN には類似機関である JBIC や JICA では対応できない機能・役割として、ハンズオン支援活用による初期段階からのリスクマネー供給がある。これらを有機的に活用できるのであれば、官民ファンドとしての JOIN による支援は有効と考えられる。

このため、民業補完の確保の観点から、他の公的支援機関とのデマケーションをしっかりとしながら、機能的な役割分担を明確にしつつ、連携し、両立を強化する観点での事業遂行が必要である。

V. 課題への対応策

1. 今後の対応策についての考え方

損失計上した対象案件については、第Ⅲ章の通り行った検証を踏まえて、第Ⅳ章のように役割・在り方の意義を検証したところ、JOIN には高い政策的意義が認められると考えら

⁶ 土木、軌道、車両、電力、信号、通信、総合指令（OCC）等を含む高速鉄道の総合パッケージ

れる。一方で、経済的合理性の確保等の観点から大きな課題が認められたことから、JOIN は以下の改善事項を確実に実施することが必須である。これらに関し、JOIN において徹底した改革を行うことをもって、本委員会としては JOIN の存続を認めることとする。

なお、民間事業者にとっても JOIN が引き続き活用しやすい存在であることが重要であり、累積損失の解消にも資することから、改善事項への対応に当たっては、その点にも留意が必要である。

2. 投資リスク管理に関する課題

個別事業検証で明らかになったように、JOIN の取組がうまく機能しなかった主要因の一つがリスク管理であり、また、組織ガバナンスが円滑に行われなかったことからリスク管理に不備が生じた点も否めず、両者は表裏一体である。

2. ではリスク管理の観点から対応策を述べていくが、まず、JOIN の全体投資規模の中でリスク要因をいかにマネジメントし抑制するかという全体ポートフォリオ管理について有効な改善策を提示する。

2-1. リスク管理を踏まえた全体ポートフォリオ管理

i) 上限設定の導入による適切なリスクの抑止（カントリーリスク、1 件当たりの投資規模）

リスクの高い対象への投資が集中すると、JOIN の全体ポートフォリオにおいてリスク管理が困難となることから、第Ⅲ章で明らかとなったカントリーリスクや 1 件当たりの投資規模について、対策が必要となる。

カントリーリスクに対しては、特定の国・地域に投資が偏在しないよう、全体ポートフォリオにおける上限割合の設定等を適切に行うことが必要である。その際、カントリーリスクの種類に応じた適切な管理方法、IRR 等の基準を併せて整備すべきである。

同様に1件当たりの投資規模が過度に大きなものを許容すると、JOIN全体の損益が当該案件の成否に係る状況となり、全体ポートフォリオ管理の観点から健全な状態と言えないものとなる。このため、1件当たりの上限割合の設定等を行い、過度な投資への歯止めを効かせやすくして適切にリスクマネジメントを行うことが必要である。

このほか、海外輸出・海外事業をしようとするベンチャー投資については、事業の成長や利益の達成がより不透明となりやすく、通常のインフラ投資とは手法が異なり専門性も異なってくる分野である。検証の中では、JOINにおいてこのような分野を扱う体制があるのか、ハンズオンが有効に機能しない僅少な額の出資で何を成し遂げるのか等の指摘がなされた。これを踏まえ、一般的な政策的意義を超えてJOINがベンチャー投資を扱う意義・必要性、その手法・規模等の在り方を整理し、体制を整えるべきである。これらの整理及び体制整備がなされるまでの間、ベンチャーへの投資は控えるべきである。

(注) 国内向けのインフラ技術ベンチャーの場合、他の官民ファンドで対応可能。

ii) 案件ごとのリスクの把握等のあり方

全体ポートフォリオ管理を適切に行うためには、個々の案件における潜在的リスク、すなわち当該案件について最大限どこまでJOINが金銭的な負担を負うこととなるかを的確に把握することが前提となる。

個別事業検証においては、プットオプションや債務保証、完工保証等について必ずしもステークホルダーに説明がなされていない場面があったことが明らかになった。これを踏まえ、対外説明資料における可視化をした上で、JOINの投資判断、モニタリングでも活用をすべきである。これに関連し、個別案件のみならず、JOINの直面する信用リスク、市場リスク、環境リスク、人材リスク、コンプライアンスリス

ク等を含めた様々な経営リスクの多寡を一覧性のある資料を作成して見える化（ヒートマップの作成）を図ることも検討すべきである。

また、リスク管理の状況を事後的に確実にチェックできるよう、事業委員会の強化策（投資対象分野の知見や技術的知見を有する外部専門家の視点を入れる等）を講じることや、支援案件の第三者評価（政策的意義と経済的合理性のバランスを含む業務実績、高リスクの重要個別案件に関する投資審査、計画 IRR を含む投資ポートフォリオの状況、リスク評価の適切性等を実施）を定期的に行うことも検討すべきである。

更なる取組として、ネットアセットバリューや将来の想定パフォーマンス等の活用により、財務諸表上に出てこない潜在的なリスクや債務、利益を含む JOIN の現在価値を的確に把握し、より正確なリスク管理に努めるべきである。

iii) 全体ポートフォリオ管理の観点からの累積損失解消に向けた取組

一刻も早い累積損失解消のため、着実な収益確保に努めることが必要である。

JOIN が携わる海外インフラには、資金回収までの期間が比較的長期となる計画・建設段階（グリーンフィールド）と、より事業期間が短い操業段階（ブラウンフィールド）の案件がある。また、都市開発・物流分野については、これまで着実に収益を上げている案件が多い。こうした点を踏まえ、当面の間は、着実な収益確保に努められるようにポートフォリオをよく考えて案件形成を進めるべきである。

既存案件についても、より一層のモニタリングと価値向上に努め、Exit をタイムリーに行うことができるようにして、累積損失の解消に最大限努める。

2 - 2 . 厳格なリスク管理のための方策

i) 撤退や Exit の方針・基準

個別事業検証を踏まえると、大幅な収益悪化時等の見通しと異なる状況に至った場合の機械的・客観的な撤退基準がないことにより、対応の困難さにつながったのではないかと考えられる。

このため、インフラ分野の特性を踏まえ、大幅な収益悪化時等の撤退要件のほか、個別事業の収益性、パートナー企業の意向、JOINの収益性確保を勘案して適切な時期にExitするなどExit方針を明確化すべきである。

なお、案件のモニタリング方法を改善し、事業の見直しや撤退に向けた客観的なレビュー（投資時に案件のマイルストーンやトリガーイベント等含む撤退条件を設定し、当初設定したマイルストーンからの乖離をモニタリングする⁷等）も検討すべきであり、案件の支援決定時に、出資は常にJOINの自己資本の費消度合いを管理しつつ行うことを念頭に置きながら、Exitの計画・見通しを明確にすべきである。

ii) 民間イニシアティブ担保のあり方

第IV章2.の通り、官民ファンドは民業補完が原則であることから、個別事業検証の反省を踏まえ、リスクの大きいJOINによる先行投資は対象外とすべきである。

支援基準においては、JOINによる先行出資やパートナーの民間企業が先にExitできないという技術的な不都合を解消するため、JOINが「一時的」に最大出資者となることを認める例外規定を2015年に措置している。しかし、当該規定を活用した案件で、民間企業による推進力が働かない状態が長期化したことを踏まえ、先行出資を対象外とする旨の明確化を行い、例外規定の適用は払込時期のずれ等の技術的な場合に留めるべきである。

⁷なお、トリガーイベントをモニタリングの際のアクションの目安として用いることも考えられる。例えば、トリガーイベント等を用いながら、その接近状況に応じて健全化に向けた方策を策定した上でモニタリングを継続し、撤退が必要と判断されるものは撤退に向けた方策を講じる。

ただし、対象外とする先行出資については、今後その要請が出てきた場合は5年毎のJOIN法に基づく見直しにおいて極めて慎重に議論すべきである。

iii) リスク抑止策

リスクが発現してからの対応のみならず、予めリスクを予防・抑制するための方策も必要であり、民間では制御できないリスクへの抑止力として、相手国政府との主体的な調整機能等を確保すべきである。(例：JOINと相手国自治体等とのMOU(Memorandum of Understanding：基本合意書)の締結、想定されるリスク発現時に予算措置を講ずる確約等の取得)

また、相手国政府との調整強化のため、JOINと在外日本大使館等との連携を強化すべきである。

交通事業におけるライダーシップリスク(乗客が想定していた数を下回った場合の採算割れのリスク)の低減策については、PPPのように契約で整理を行う場合を除き、相手国政府が適切なリスクを負う従来のスキーム(アベイラビリティ・ペイメント方式等)を取り入れることにより、対応を図るべきである。

また、契約不履行の場合の対応策も事前に十分に検討すべきである。

2 - 3 . JOIN 外の組織との連携、監督官庁の関与の在り方の改善によるリスク管理の向上

i) 関係政府系機関との連携の在り方

JBIC、JICA、株式会社日本貿易保険(NEXI)等関係機関の特性を踏まえ、案件の内容等に応じて、案件の共同遂行や相互紹介の実施、モデルパッケージの構築等、より一層連携を密に行うべきである。例えば、協調案件の充実として、TOD(公共交通指向型都市開発)でのJICAとの連携方式などお互いの強みを活かしたモデルパッケージの更なる構築も検

討すべきである。

海外拠点におけるリスク情報の共有等を含めより効果的な連携策を実施すべきである。

他の公的機関との連携について、他の公的機関との役割分担や出資比率の基準の設定を検討すべきである。

ii) 国土交通省による関与の意義と対応のあり方

JOIN が効率的に業務を執行するには、所管省庁の適切な関与が重要である。事業委員会の主体性を損なうことなく、政府のサポートが必要な場面において、国土交通省の対応を強化すべきである。具体的には、インフラ分野に関する専門的知見の提供支援、案件発掘のサポートの強化、関係省庁とのコミュニケーションの強化や在外公館・JICA 派遣専門家等の出向職員との連携強化を通じた JOIN のハンズオン支援機能の補完、相手国政府との政府間での折衝の強化等が考えられる。

個別事業検証において、国土交通省の支援決定手続の対応に瑕疵はなかったものの、資金構成や支援方法の妥当性まで踏み込めていない等の指摘があったところである。これを踏まえ、支援事業のモニタリング等に際し、制度趣旨に合致しない懸念が生じた場合の適切なチェック体制を構築すべきである。

3. 損失計上や公表の課題

3-1. 損失計上や公表に係る対応の在り方

タイムリーな情報公表のために検討すべき課題は多いが、損失計上等のリスク情報・ネガティブ情報について、パートナー事業者の意向に留意しつつ、ステークホルダーへの早期の説明を行うべきである。JOIN 特有の課題（相手国政府との外交関係も考慮せざるを得ないこと、長期プロジェクトが多く損失計上が難しいこと、事業稼働までの期間が長く多岐にわたるステークホルダーを巻き込む必要があること）があ

ることに加え、官民ファンド一般の課題（多くが「最大出資者とならない」前提で投資しているため、少数株主となることがあり、個別案件ごとに存在するパートナー企業が公表不可とする情報は官民ファンド側も公表が難しいこと）が存在する。

以上も踏まえつつ、パートナー事業者と計上・公表時期がずれた場合に決算資料での早期の説明を行い、ステークホルダーへ会計基準上の理由を含めて説明を行うべきである。

累積損失解消のための数値目標・計画に過度に依拠したモニタリングではなく、投資ポートフォリオの公正価値や想定IRR等と併せて投資計画の妥当性をみていくべきである。

4. 組織体制の課題

4-1. 効果的なハズオン支援の在り方

プロジェクトに必要な専門人材を適時適切に派遣できていなかった事例を踏まえ、職員数の少ない JOIN が効果的にハズオン支援を行うための改善を図る必要がある。

すべての人員を JOIN 内で確保することができない場合も視野に入れ、ファイナンスに加え、プロジェクトに係る専門的知見の提供方策（案件形成時等の外部人材の活用、技術的・専門的⁸な指導ができる人材の派遣）を検討すべきである。

なお、第Ⅲ章 1-2. で見たように、JOIN がパートナー企業へ実施したヒアリング等において、ファイナンス以外の技術的知見の提供や人材の現地派遣、相手国政府との交渉等のハズオン支援内容やその方法の改善が求められており、こうした意見にも留意しながら検討を行うべきである。

少ない人員で対応するため、相手国政府等との更なる人脈・ネットワークの構築が必要であり、活用することも検討すべきである。

⁸ 個別事業検証での事例を踏まえると、鉄道では安全面の技術的知見の提供も重要である。

4 - 2 . 組織ガバナンスの強化

まずは累積損失解消が第一の経営目標になることについて、事業委員会を含め JOIN 内部でコンセンサスを図るべきである。これに加え、ガバナンスの重要性について JOIN 内関係者の意識改革を行うべきである。

JOIN においては、近年は社内の案件審査体制や事業推進に対する牽制機能（3線管理体制⁹）が整備されつつあるが、まだこれらが十分であるとは言えず、個別事業の検証を踏まえ、体制・整備をさらに強化していく必要がある。

このため、JOIN 内部の3線管理体制や委員会による牽制の一層の強化、第三者評価による「警笛」等により、事業推進に対する歯止めとなる機能の強化を行うべきである。

また、経済的合理性について厳格に判断するなど、社外取締役が参画する事業委員会における対応の強化を図るべきである。なお、事業委員会が主体性・独立性をもって意思決定できることが重要かつ不可欠であり、改善に当たってはこの点にも留意すべきである。

また、小さい組織であってもコンプライアンスに係る機能を含め、内部統制の確立を図る必要があると考える。迅速な意思決定の阻害によるパートナー事業者への影響に配慮しつつ、その他必要な組織ガバナンスの強化を行うべきである。

4 - 3 . 業務執行体制の在り方

まずは今次検証をもとに、組織運営に本当に必要な人材のスペックを再定義し、人員配置を見直すことが必要と考える。

今後は更に着実な収益確保が求められることから、役職員

⁹ いわゆる内部統制の3つのディフェンスラインのこと。JOIN においては、第1線のリスクオーナーとしてリスクコントロールを行うのは業務執行部門である事業推進部であり、第2線（リスクに対する監視）は支援案件のモニタリング結果を精査するプロジェクト管理部であり、第3線（合理的な保証を提供する）は財務監査室である。

に投資ファンド出身者を一定数確保し、事業委員会を含め、エクイティファイナンス審査体制を強化することが必要である。

また、案件の磨き上げや付加価値向上のためには、職員のインフラ事業に関係する専門性の向上に加え、官民ファンドとして求められる適切な活動ができるよう、関連制度の理解や法令知識の獲得、運用能力の向上等が求められる。少ない職員数で効果的な活用ができるよう、職員の研修を強化し、各人の知見・経験を活かした人員配置を行う工夫を図るべきである。

VI. 今後留意すべき事項

1. 改善状況のフォローアップの必要性

本報告書での改善策の中にはすぐに措置できないものも含まれるが、JOIN 及び国土交通省において必要な対応が着実に行われているかの確認を行うため、第三者の目を入れたフォローアップを行うべきである。

その際、対応が不十分と認められる場合には、速やかに改善に向けた対応を行うよう留意すべきである。

2. 今般策定する改善計画に関する対応

損失計上を踏まえて JOIN が策定する投資の改善計画においては、累積損失の解消に資するため、事業収益を上げるよう努めるとともに、固定費の削減にも努めるべきである。

なお、第 V 章 4. における業務執行体制の見直しに当たっては、人材確保の充実等で経費の確保が必要となると思われるが、JOIN の経費構造において、法人事業税に係る外形標準課税の負担が大きくなっていること¹⁰にも留意が必要で

¹⁰ 2023 年度の JOIN の法人事業税納付額は約 10 億円であり、諸経費合計約 26 億円の 4 割弱を占めている。外形標準課税の負担がファンドの経営を圧迫する要因となっていることについて、

ある。

Ⅶ．終わりに

本報告書の結論として、JOIN には高い政策的意義が認められるものの、経済的合理性の確保等の観点から大きな課題が認められたことから、前述した改善事項を踏まえて徹底した改革を行うことをもって、JOIN の存続を認めることとする。

本委員会では、財政投融资計画の編成過程の中で、短期間での審議と最終報告の取りまとめを行ったため、JOIN の7件の損失計上事案と一部の進捗が良好な案件のみを精査、検証することに限られた。そのため、全案件を精査した上での改善策の指摘には至らなかったが、その分、今後改善策として行われる第三者の目を入れた5年毎の制度見直し、定期的な第三者評価によりこうした点を更に改善をはかってもらいたい。

国民共有の財産を原資とする産業投資として国から出資を受けた JOIN が負った累積損失解消のためには、国民に追加的負担を求めないようにするべく、JOIN の収益構造の中で解決の道筋を見つけることが必要であり、その努力が求められている。

2020年7月の農林漁業成長産業化支援機構（A-FIVE）の検証報告においても同様の課題点の指摘がなされている。（「A-FIVEの検証に係る検討会検証報告」令和2年7月31日公表、P38）

JOIN設立時には、民間企業から以下のような政府の支援(出資・事業参画)を求める声があった。

- 運営リスクが高いので、出資してリスクを分担してもらいたい。
- 国が参画すれば、トラブル発生時の相手国との交渉力が高まる。
- 国が参画すれば、躊躇しているインフラ企業も踏み出せる。

(JOIN設立時の企業からの期待)

インフラ企業

- この分野で、民間のみで出資するのはリスクが大きすぎる。海外展開を本格化するに当たり、民間による出資に加え、資金支援メニューの多様化が大変有効。
- 大型プロジェクトにおいては、現地事業体が相手国政府と交渉せざるを得ない場合も多いことから、民間だけではなく、プロジェクトに国の旗を立てることによって、交渉力の強化が図られることを期待。
- 長期資金の調達は従前からの課題。大規模・長期案件を進める上では、現地事業体の負債を増やさず資本を強化する観点から、民間の出資を補完する官の支援を望む。
- 既存のスキームを補完し、活用しやすい制度の創設を期待。
- 国が出資者として参画すれば、躊躇していた日本企業も踏み出せるようになる。

銀行

- この分野で日本企業の実績が少ないのは、民間だけでは需要リスクを取りきれないケースが多いからである。官が需要リスクを分担できれば、日本企業も参入しやすくなる。
- 競合国に対抗するために、O&M支援(運営・管理の支援)を行うことができれば、日本の強みを発揮することができる。
- 最近増加するPPP案件に対し、提示できるファイナンス・スキームの選択肢が広がることで、日本企業の参入拡大を図るうえで大変有効。
- 交通インフラ事業は、需要リスクがあるためにバンクブル(bankable)な案件となりにくい。民間出資を官が補完することによって信用力が増せば、案件が組成されやすくなる。
- 既存のスキームと連携して機能する新しい支援スキームが望まれる。

商社

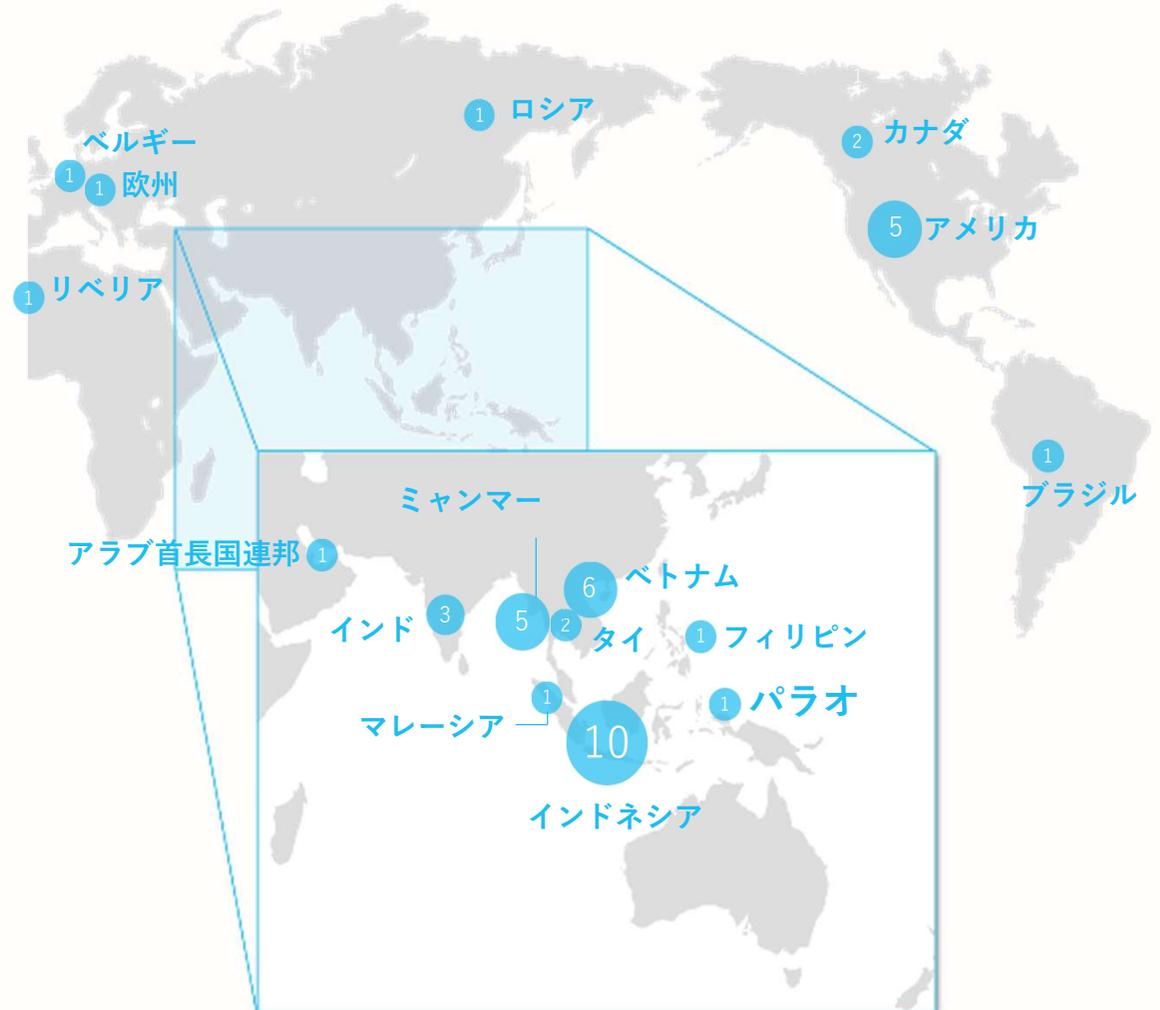
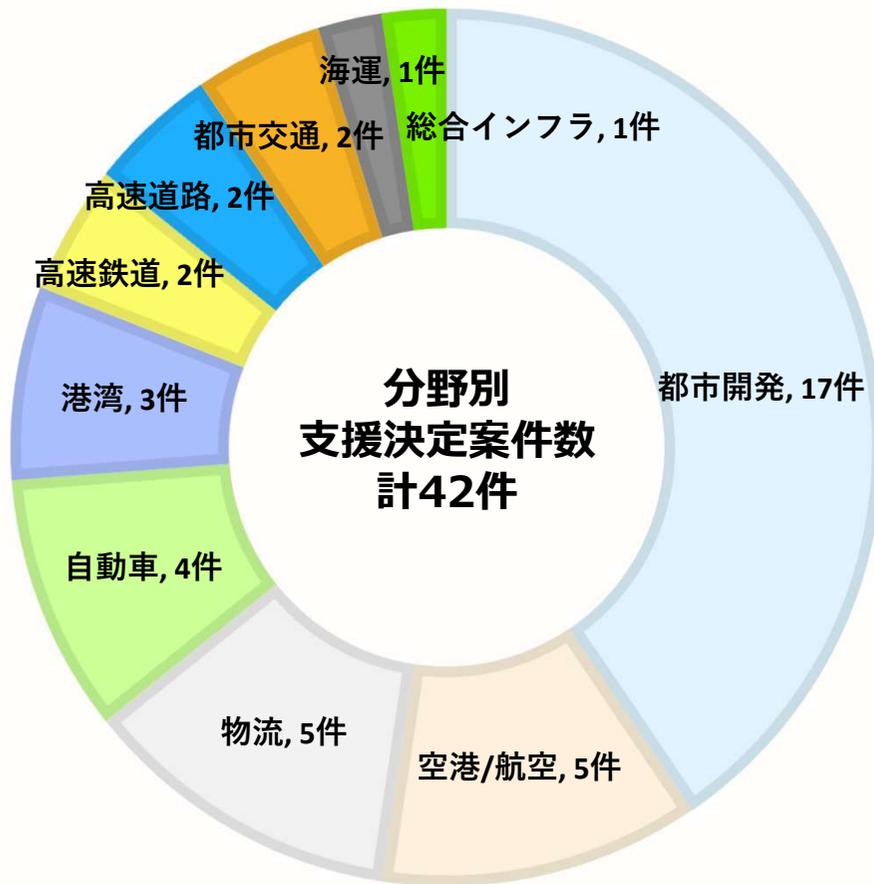
- 信頼できる投資パートナーが必要な中、民間事業者とともに国がリスクマネー供給(出資)を行うという支援策の創設が望まれる。
- 公的融資制度に加えて、出資による支援の強化が望まれる。
- 事業への出資を伴う政府の支援により、需要リスクを軽減することができれば、日本企業の参入拡大につながる。
- 出資者に官が入れば、相手国政府による支援打ち切りなどのトラブルが発生した時に、相手国との交渉力が増すという安心感がある。
- 国営企業が出てくる競合国との関係で、日本も支援策を講じることが求められる。
- 出資のみならず、出資先の経営に参加して事業価値を高めるという支援も望む。

投資実績概要

2014年の設立以降、世界各国44案件を支援決定 (2024年6月末時点)

■ 分野別の支援決定案件数 (公表前案件を除く)

■ 地域・国別の支援決定案件数 (公表前案件を除く)



投資案件及び収益性に関する現状報告と今後の見通し

➤ 既存案件の状況や見通し

- 2023年度決算においては、既存案件のうち、ブラジル都市鉄道整備・運営事業、ミャンマーにおける都市開発3事業、テキサス高速鉄道事業等について損失を計上し、約799億円の当期純損失を計上。
 - ・ 今般、損失として計上した事業のうち、ブラジル都市鉄道整備・運営事業については、コロナ禍や治安の悪化による需要低迷やリオ州政府によるコンセッション契約に基づく営業補償金の不払いによって、現地の事業環境が著しく悪化したため、日本企業連合として撤退を余儀なくされたもの。
 - ・ 一方、個別事業に係る損失のうち約712億円は、ミャンマーにおける都市開発3事業やテキサス高速鉄道事業などについて、現時点での状況を踏まえて、会計ルールに則って損失として先行的に計上したものであり、いずれも、日本企業連合や関係機関とともに継続中の事業。他の既存事業と合わせて、引き続き事業価値の向上に努めていく。
- なお、今般、損失として先行的に計上した上記の個別事業以外の既存案件については、2023年度に一部Exitを含め、上期において2事業、下期において2事業でExitを行っており（2023年度通期では、4事業でExit（うち3事業は一部Exit））、2023年度末までの累計は、5事業でExit（うち3事業は一部Exit）となった。
- また、13事業の現地事業体が単年度黒字を達成した。そのうち7事業からは2023年度にJOINに配当があったところであり、他の事業についても今後配当が行われることが期待される。

※ 今年度は、現時点で約301億円の出融資を実施済みであり、年度内に既存案件について現時点で最大約90億円の出融資を行う見込み（手元資金で対応予定）。

➤ 足元の収益性の状況

- 2023年度においては、7事業から約13億円の配当収入があったほか、3事業から約0.2億円の受取利息があった。また、Exitした4事業（うち3事業は一部Exit）による持株売却・償還により約18億円の収益があった。
- 上記により、2023年度は11事業で合計約31億円の収益を計上。2022年度までの累計（約23億円）を上回る収益であり、2023年度までの累計では、15事業で約54億円の収益となった。
- 今後、既存案件については、有識者委員会（後述）の検証を待つことなく、モニタリング体制の強化や政府機関等との連携強化、広報対策の強化に着手する。

JOINのニーズ・役割

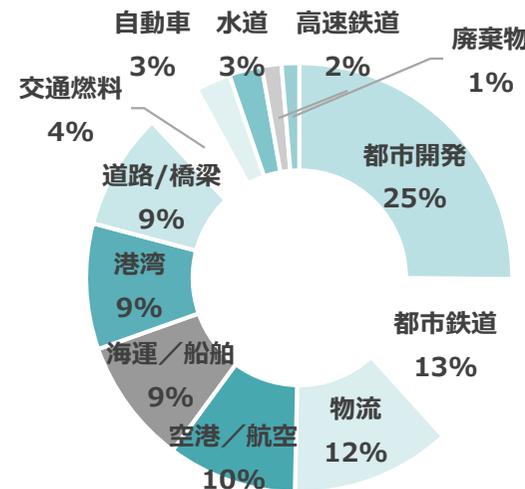
- 民間事業者からの内談(具体的な案件の相談)及び意見交換(内談以外の新規相談等)は、近年は40-60件台で推移。
- 内談案件の分野は都市開発、都市鉄道、物流に加え、交通燃料、水道等新たな分野も見られる。
- R5年度決算公表後にJOINに寄せられた声には、既存案件への対応だけでなく、新規案件への期待やGtoG対応等公的支援の必要性を求めるものもある。

○内談・意見交換数推移 (2024年3月末時点)

※内談：DD開始に向けて検討を行う余地のある具体的な案件の相談
意見交換等：内談以外の事業や案件に関する新規相談等 (2018年度から集計開始)



○分野別内談案件割合 (2024年3月末時点) : 602件



○JOINに寄せられた声

既存案件への対応 (9件)

- 事業に共にJOINがいること自体が心強く、安心感につながっている。これまでいろいろJOINには相談させて頂いているが、海外事業に関して何でも気兼ねなく相談できる先は国交省傘下のJOINしかない (物流)

新規案件へ期待 (13件)

- 特にベトナムを投資重点国としており、JOINの助けが必要であることから、新規の案件検討ができるようになったら、新たな案件の相談にも伺いたい (商社)

具体的な案件の相談 (15件)

- 事業リスクが高い分野においては、JOINの支援は引き続き期待しているし、何か業界の意見が必要であれば適切な関係者にインプットすることも吝かではない (商社)

人事交流の継続 (2件)

- JOINには、出向者を受け入れていただき、人材育成の面でもありがたく思っている (道路/橋梁)

公的支援の必要性 (4件)

- 不測の事態への対応、G to Gの課題への対応等で引き続きJOINの支援をお願いしたい。民間企業としては新興国の事業では「失敗のリスク」があるのでJOINに支援要請するのであり、JOINの出資により背中を押してもらえ (不動産)
- 経協インフラ戦略会議においても、日本企業がリスクテイクできない部分で公的支援が必要とされているところ、JOINの支援はありがたく、民間と共にリスクシェアいただいている。(道路/橋梁)

量的補完を求めるもの (2件)

- 商社や大手デベロッパーにとって、JOINは不可欠な存在。JOINなくして大型の案件に取り組むことは難しい (商社)

アドバイスを求めるもの (3件)

- 海外投資に不慣れな弊社にとって、コンサルを起用しなければわからないような現地事情や法制などをアドバイスいただけるJOINは非常にありがたい存在。JOIN無しに海外投資は進められない (港湾)

- 本年10月上旬、JOIN（バックオフィス）がパートナー事業者46社に対してネガティブな声を聞き取り
- 現行法制度、事業推進・管理、ハンズオン支援等について率直かつ厳しい意見をいただいた

現行法制度の「改善」「改正」に関する指摘

制度改正（拡充・緩和）

- 運転資金の確保や資金ショートへの対応等、柔軟な資金出資手法を検討してほしい公共貢献要素にエリアマネジメント等のソフト面を評価対象とし、支援対象の幅を広げてほしい
- 機能+事業運営（GP）資金の量的補完があると良い
- 出資条件合意後に金額上限の適用が要請された経緯があるが、一律の出資上限額の適用は、今般の議論の根本的解決策とはなり得ない
- 為替変動対応を含め、出資金上限の引き上げを検討してほしい
- 国益にかなえば、JOINが最大出資者となる必然性はあるとの考え方もある
- 出資比率が低い案件の場合、ハンズオンを活かしづらい
- プロセス柔軟化のため、必要に応じてJOIN法の改正についても検討をお願いしたい

制度改正（その他）

- 損益のタイムリーな把握のため、IFRSと日本会計基準の併用を検討してほしい
- JOINを本当に必要とする事業に絞り、当該事業により手厚い支援をすることが改善につながるのではないか。
- 成功している他国の政府系ファンドの手法を参考にしているかどうか
- 検討条件や出資条件を再整理し、民間企業の希望も再確認してほしい

現行法制度の「運用」に対する指摘

JOIN法及びその解釈関連（法令手続・解釈に係る予見可能性の低さ）

- 大臣認可手続に時間を要し、投資スケジュールの遅延を引き起こす
- 追加出資や株式等の処分、計画変更にも大臣認可を要し、事業推進に支障を生じる
- 案件に対する制限等あれば、JOIN-国交省の連携により民間も適時に把握したい
- 支援対象範囲が不明瞭

事業推進・管理上の特異性

JOIN内部決裁手続関連

- 共同出資先の個別議案の承認等の意思決定に時間を要する
- 通常の事業管理でカバーされていない情報を短納期で求められることがある

共同出資者の認識の相違

- 出資検討依頼書について、社長印を求められたり、共同出資者として対等の立場とは思えない文面だったりする
- DDのコンサル起用時に意見されたが、最大出資者に任せてほしい
- 出資者間協定に独特な表現を含む必要がある
- 原則としてJV協定は政府方針に優先することを認識してほしい
- 長期の共同出資が前提だったにもかかわらず、撤退を唐突に申し入れられた
- 投資スタンスは案件毎にパートナーとの協議により決定すべき
- 既に決定した配当方針に増額要請があった
- JOINが関係省庁の意向を過度に気にするあまり、通常のビジネスと同じ対応ができない
- 一般的な商慣習を超えた対応や厳密な法解釈を求められることがある、DD時点で事業計画に高い精度を求められる
- 必要情報の目的について認識共有できると効率的
- 共同出資者同士での意見交換・課題整理の機会を設けてはどうか
- 直接関わっていないために事業特有の事案の判断に苦労している様子が見える
- 非公開の情報を公開しないでほしい
- 基準に違いがあるため、情報公開や広報の連携を取りづらい

その他

- 特定の会社とのつながりが多少強い
- 民間支援ならもっと民間に寄り添ってほしい。JOINの損＝共同出資者も損

ハンズオン支援に関連する指摘

事業管理体制（人事）

- ❑ 担当者が短期で交代し、引継が十分になされない又はノウハウが蓄積されていない印象
- ❑ 人的リソースが手薄
- ❑ 官庁対応に人手が割かれているが、官庁からの権限委譲や出向等は検討できないか

影響

ハンズオン（知識・人材）

- ❑ 技術評価機能の拡充による、より積極的・建設的な関与が欲しい
- ❑ 専門家の雇用等により技術的知見を提供してほしい
- ❑ 各事業段階においてJOIN知見の投入は重要
- ❑ 人材の現地派遣等を検討してほしい
- ❑ 事業買収経験者や、専門人材の採用・拡充を心がけてほしい
- ❑ テクニカルなファイナンスの話に偏り、事業の成功させるための方向性やリターン最大化の視点が十分に考慮されない場面もあった
- ❑ 必ずしも現地の許認可の知見がない
- ❑ 現地訪問機会を増やしてほしい

影響

ハンズオン（ソブリンフック、他）

- ❑ 同国へ進出している他企業の紹介や現地政府・財閥等との関係構築支援がほしい
- ❑ 平時を含め、政府や政府系機関との交渉等に関し、もっと主体的に動いてほしい
- ❑ JOIN＝国交省＝日本政府であることを分かりやすく国内外にPRしてほしい

JOINの知見の活用

- ❑ 現地のマクロ情報や産学官連携の情報等、事業に関する情報共有がほしい
- ❑ JOINの知見等（各国の環境配慮技術や取組事例の紹介等）を発信してほしい

個別事業の検証 テキサス高速鉄道事業

- テキサス州で高速鉄道開発事業を進めている米国の民間企業テキサス・セントラル (TC) 社に出融資・事業参画し、テキサス州ダラス～ヒューストン間を新幹線システム (N700-I Bullet) で結ぶ事業。

【プロジェクト概要】

- ・ 区 間：テキサス州ダラス～ヒューストン間 (約385km)
- ・ 所要時間：90分以内
- ・ 最高時速：330km/h
- ・ プロジェクトは、プロモーション段階、開発段階 (建設に至るまでの設計段階)、建設段階の順に進行し、JOINは現在進行中の開発段階を支援。

【関連本邦企業等】

- ・ JR東海、三菱重工、日立製作所、東芝インフラシステムズ、NEC、JBIC

【JOIN支援実績 (詳細は後述)】 2015年11月 初回大臣認可

- ・ 大臣認可額：出資367.5百万ドル (出資分40百万ドル、社債引受分327.5百万ドル)、融資22.5百万ドル
- ・ 実投資額：出資367.5百万ドル (出資分40百万ドル、社債引受分327.5百万ドル)、融資約15百万ドル (返済受領済)

【支援目的】

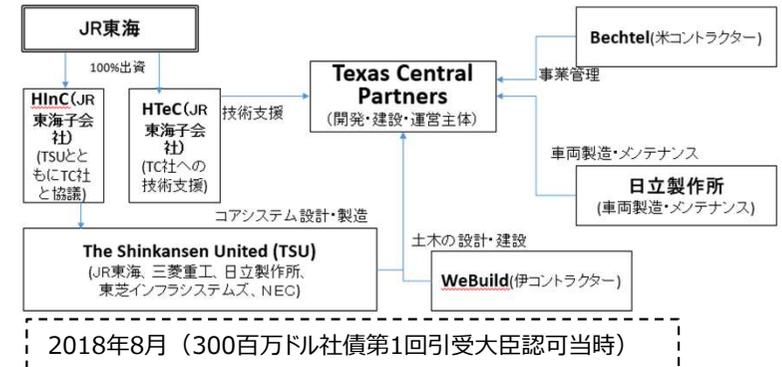
- ・ 本件へのJOIN出資等を通じて、新幹線システム、車輜・信号、オペレーション&メンテナンス (O&M) 等分野で日本企業の海外高速鉄道市場への参画を後押しし、日本の高速鉄道技術の優位性を世界に示すモデルケースにすること。

【資本関係図】



※JBICは2021年3月にJOINに対してプットオプション (買取請求権) の行使を通知し、4月にJOINはJBIC持分 (元本及び累積配当) を買取

TC社のもとでの想定履行体制 (※)



※「TC社」はTexas Central Partners (TCP) を持ち株会社とし、Texas Central Rail Holdings (TCRH) 等を傘下に擁するグループの総称。なお、アムトラック (全米鉄道旅客公社) の事業参画検討に当たり、関係者間で新たな履行体制を協議中。

本事業の線区 (イメージ)



主な流れ

- 2009年、主にJR東海が費用を負担する形で事業化（プロモーション）開始
- 2015年11月、JOINがTC社（米国投資家が設立した民間企業、本件の実施主体）に対し40百万ドルの出資を決定。
- 2015年11月、政府の「質の高いインフラパートナーシップのフォローアップ」において、本事業に対するJOINの支援に言及。
- 2016年2月、JOINが上記40百万ドルの出資を実行。
- 2017年6月～2018年7月、JOINがTC社に対し合計14.9百万ドルのつなぎ融資を段階的に実行。
- 2018年9月～2019年12月、JOINがTC社発行の社債300百万ドルをJOINとJBICが共同出資したSPVを通じ引受。JOINはうち160百万ドルを段階的に引受（残り140百万ドルはJBICが当該SPVを通じ引受。JOINに対しプットオプション保有）。
- 2020年7月～2021年8月、JOINがTC社発行の社債合計27.5百万ドルを、子会社を通じ段階的に引受。
- 2020年11月、米国運輸省は、新幹線技術の安全性基準に関する規則（RPA）及び本事業の環境影響評価（EIS）を公布。米国において初めて我が国の新幹線技術の安全性が正式に承認。
- 2021年4月、JBICがプットオプションを行使した上記140百万ドルについて、JOINが引受。
- 2023年8月、アムトラックが本事業への参画を検討している旨を公表。
- 本年4月10日の日米首脳会談後に公表されたファクトシートにおいて、アムトラックによる本事業の進捗を歓迎する旨が記載。

総括（本事業の振り返り）

1. 取組の背景

- JR東海が新幹線技術の海外向けプロモーションに取り組む中、米国の会社等を活用してターゲットルートを特定し、航空機や自家用車が主たる移動手段である米国において他の移動手段との競合、距離の適切性（東京—名古屋間とほぼ同じ）、人口増加・経済発展、工事の容易さ等の観点から、全米の各地の候補の中より、ダラス—ヒューストン間を最も適切な路線として絞り込んだ。その後、米国投資家が事業会社(TC社)を立ち上げ、本事業は開発段階※に移行。JR東海が事業の実施段階で30百万ドルの出資を検討する旨を表明しており、これを後押しするためにJOINが参画。（※開発段階とは、建設段階に至る前の設計段階のこと。）
- 日本政府の「インフラシステム輸出戦略」（平成25年5月17日経協インフラ戦略会議決定）では「案件組成からファイナンスまで一貫した提案を行い、プロジェクトの迅速化を図るため、F / S 初期段階から…関係機関との連携を深めることが必要」とされ、JOINも当初からこの政策を念頭に置いていた。（※ F / S : フィージビリティスタディ。事業化可能性の調査。）
- 政府のインフラシステム輸出戦略のもと、新幹線技術に基づく高速鉄道の導入が米国市場において実現すれば、他国において日本企業による高速鉄道プロジェクトの受注拡大が期待されていた。これを受け、本事業では、官民協働での取り組みの一環として、建設段階における日本企業の参入を可能とするため、米国の民間投資家が進めていた本事業の開発段階でのJOINの先行出資が求められたもの。
- 本事業の政策的意義は高い一方で、需要予測の不確実性、巨額の建設コスト等のリスクが当初より事業委員会等の議論を通じ十分に認識されていたため、JOINはTC社への取締役・技術専門家（本邦エンジニアリング企業経験者）の派遣等を通じ本事業の運営に直接的に関与することにより、本事業の実現を目指した。

2. 取組の成果

- 米国では前例のない専用軌道高速鉄道事業での新幹線技術の適用を認める許認可（特例技術認証（RPA）と環境影響評価（EIS））取得には、政府として首脳閣僚レベルを含む米国連邦政府への働きかけを行い、操業段階で必要となるRPA及びEISという許認可取得に成功したことは大きな成果であると考えられる。
- これにより、日本の新幹線技術を採用するプロジェクトとして下地ができ、日本の新幹線技術の優位性が明確となった他、厳しい米国の許認可（RPAとEIS）を取得することで、他国における新幹線技術を活用した高速鉄道事業の展開につながる重要な一歩となった。また、事業に必要なプロセスが進み事業の確度を上げたことで、のちにアムトラックが事業参入を検討することにつながった。

総括（本事業の振り返り）

3. 減損に至った要因と評価

本件、高い政策的意義を有する一方で、以下に示す様々な困難に直面しながら進めてきたものであり、当初の出資に加え、予測を超えた状況の変化、開発計画の変更等に対応するため、追加で融資、社債引受等に至ったもの。

（1）開発段階から参画することの困難性

- 海外インフラ展開において、案件初期段階から支援を行い、日本企業参画の事業環境を整えていくことは、日本政府の政策として高い重要性を有する。
- 他方、開発完了後建設段階から支援することに比較して、不確実性、予見困難性等が極めて高く、コスト、所要期間ともに当初の見通しを大幅に超過する可能性が相応にあることについては、本件支援開始時点において認識していたが十分に見通すことができなかった。

（2）許認可取得の困難性

- 本事業は、高速鉄道の基準のない米国において、我が国の新幹線技術を導入するものであり、操業段階で採算性を確保して運営を実施するためには、米国での許認可（RPAとEIS）取得が絶対条件であるため、開発段階において、許認可（RPAとEIS）の取得が重要な目的となった。
- この許認可（RPAとEIS）取得を確実にせんとして追加資金を投入したが、その困難さを当初は十分に見通すことができず、米国での政権交代により連邦政府の鉄道事業への支援姿勢が変化したこと、2020年3月以降はコロナ感染が拡大したこと、一部テキサス州民による反対運動があったこと等の影響もあり、結果として当初の予定から大幅に遅れての最終取得となり、当初想定していなかった追加資金の受動的な逐次投入に繋がった。

（3）コスト抑制の困難性

- 需要面の不確実性が残る中、建設コストの抑制が事業化の鍵を握ると当初より認識されていた。このため、他のコントラクターによる土木面のコスト抑制努力に加え、本事業へのコアシステム供給を目指すJR東海を中心とした日本企業コンソーシアムの協力を得て、建設コスト抑制の努力を続けた。
- しかし、複雑かつ精緻な新幹線システムの海外展開という前例のない事業であり、それを民間ベースで実施しようとした場合には、リスク要素をコストに反映せざるを得ず、コスト抑制が期待通りに進まなかった。
- さらに、当初支援決定から3年後の2018年には、①TC社体制強化の一環としてのプロジェクトマネージャー起用、②設計精度向上・建設段階含めた工期全体の短縮と全体コスト抑制（ファイナンスクローズ後に予定していた作業を一部開発段階で前倒し着手することにより、想定リスクに対して積んでいたコストを削減）を企図。また②の作業の対象となる用地を安価なうちに先行取得することとした。他方で、これら一連の措置は開発段階における費用増につながり、300百万ドル社債引受の背景ともなっている。

総括（本事業の振り返り）

（4）適切な開発体制構築の困難性

- 本事業は、鉄道事業の経験が全く無く、もっぱらファイナンスクローズ時の資金回収による利益への関心が高い米国の民間投資家が始めた。本事業のような極めて複雑で困難な高速鉄道案件を実施する知見・能力・経験を、実施主体であるTC社が欠いていることを、当初から十分に見通すことができなかった。
- TC社には上記米国株主もいるため、開発段階のリスクをJOINが単独で負担していたわけではないが、JOINはTC社の経営に当初から積極的に関与し、事業開発経験のある経営陣への交代を主導する等体制強化に努めた。しかし、JOINの支援だけでは、TC社の能力向上に限界があった。
- 開発設計等の契約はある程度進捗させた一方で、複雑な要素からなるプロジェクト管理を十全に行うことができず、開発の遅れや開発計画の変更等により開発費が増加し続け、実施主体による開発資金の調達に停滞を招いた。
- 政策意義の高い案件であり、進捗しつつある許認可（RPAとEIS）取得及びその後の開発を中断しないためには、米側の資金提供が進まない中、JOINが、当初の出資に加えて、融資（社債引受）により開発費を全面的に負担せざるを得なくなった。次善の対応として、社債引受は一括でなく開発計画の進捗に応じて分割して実施することとしたが、遅延する許認可取得を実現するため引受けが継続され、JOINの本事業向けエクスポージャー（JOINが本事業においてリスクにさらされている金額）が拡大することとなった。
- このように当初予定していたスケジュールが大幅に遅れ見通しが不確実になるなど状況の変化があったが、2023年度末までの時点で、関係する日本の民間企業の側から状況打開に向けたコミットがなかった。

（5）債権回収の不確実性

- 2020年11月に念願の許認可を取得した後も、コロナ禍による交通需要への影響の懸念増大等の悪材料が重荷となり、JOIN以外から追加の開発資金をTC社は調達できず、2022年1月には期限を迎えた社債が償還されなかった。このため、JOINは国交大臣による債権回収指示に基づき、本事業からの撤退を一旦は決定し、JOIN主導のもとでTC社の自主清算に着手しようとした。
- 他方で、米連邦政府傘下の全米旅客鉄道公社（アムトラック）が本事業への参画の検討を表明し、米連邦政府補助金の獲得にも成功したことから、アムトラックと協力して本事業を実現し、債権を回収することを目指している。
- アムトラックとは、JOIN債権の回収方法について協議を継続しており、基本的な合意には達している。しかしながら、依然として債権回収の確実性が不透明であることから、2023年度決算では全損計上となった。

総括（本事業の振り返り）

（6）JOINの体力を大きく超えた支援決定

- JOINは2015年11月にTC社へ40百万ドル出資を決定、2016年2月出資実行したが、この時、TC社は110百万ドルの資金調達を計画していたものの、JOIN分を含めて45.8百万ドルしか集まらず、当初から資金不足状態であった。一方、プロジェクトも進捗せず、開発事業費が大幅に増加、TC社は株主に45百万ドルのつなぎ融資を要請、JOINは2017年6月～2018年7月に4回に分け15百万ドルを社債引受（融資）で追加支援を実行した。この時の追加融資を止められなかったことが、その後の多額の支援を余儀なくされる要因となった。
- また、TC社は、開発資金がさらに膨らんだ一方、つなぎ融資の返済の目処が立たず、2018年にJOIN/JBICに300百万ドルの追加支援を要請。当時、JOINの総資産は約400億円であり、とても300百万ドルを引き受けられる状況ではないにもかかわらず、JOIN自身が160百万ドル拠出、JBICが支援した140百万ドルについてJOINがJBICにプットオプションを供与するという形で300百万ドルのコミットをした。これは①JOINが開発段階から参画するに際し、将来のパーマネントファイナンス組成に備え知見を有するJBICの協力を得ること及び②当時のJOINの予算規模では社債300百万ドルをJOIN単独で引き受けることは困難であったことを踏まえ、開発リスクをJOINが負担する前提で特例的に共同出資としたものだが、明らかにJOINの資本力・ポートフォリオを考慮しない投資判断をしてしまっている。プットオプションを含めた300百万ドルというエクスポージャー（JOINが本事業においてリスクにさらされている金額）規模でコミットをしたことが問題であった。

（7）総括

- 本事業は、極めて高い政策的意義を有する一方で、新幹線システムの海外展開という前例のない事業を、民間ベース（事業主体は民間企業のTC社）で行う困難性の高い事業であった。開発段階での高い予見困難性を認識はしていたものの、これを十分に見通せず当初の出資を行った後、事業費の増加、許認可（RPAとEIS）取得の遅れ、適切な開発体制構築の困難性、コロナ禍による見通しの変化、民間投資資金が集まらない等のリスクが想定以上の規模で発現し、事業継続のためには開発計画の変更、JOINの体力を大きく上回る追加の融資、社債引受けが不可避となった。支援の適正規模、米側との適切な負担割合、開発支援案件の継続可否に係る関係者間の共通認識等が明確でなかったことが、結果として本事業へのエクスポージャーの拡大、全損計上につながった。他方で、累次の支援によりRPA及びEISという許認可を獲得できたことは大きな成果であり、その後のアムトラックの参画検討、連邦政府補助金交付決定等の事業進捗に繋がっている。

個別事業の検証 ブラジル都市鉄道整備・運営事業

(株)海外交通・都市開発事業支援機構

- JOINが、三井物産及びJR西日本と共同で出資するSPCを通じて、現地パートナーであるオデブレイト・トランスポート (OTP) とともに、ブラジルにおいて参画した4つの都市鉄道整備・運営事業。既に出資していた三井物産からガラナー・バレンティ (株) の株式を譲受する形で参画。三井物産は日方支配株主として連邦政府、州政府との交渉や経営等に関与し、JR西日本は技術者を派遣し運行安全に係る技術支援を実施。

【4事業概要】

- リオ州近郊鉄道(SuperVia)
 - リオ州内で運営中 (ブラウン) の近郊鉄道事業 (8路線、270Km)
 - コンセッション方式 (～2048年、契約先：リオ州、補助金・需要保証なし)
 - コロナ禍により需要が大きく減退、治安悪化等リオ州の対応の悪さもあり需要は回復せず低迷、日本政府からの善処要請含め事態の打開を図るも状況改善せず、事業会社は破産を申立て (2024年5月)
- サンパウロ地下鉄6号線(SP6)
 - SP市内で地下鉄 (15km) を建設・運営する事業。
 - 建設+運営のPPP方式 (運営権：～2039年、契約先：サンパウロ州、補助金・需要保証あり)
 - OTP株主の不正献金問題への関与を機にブラジル国立経済社会開発銀行 (BNDES) が同事業への融資を停止したことにより建設工事が中断、融資の目的が立たないため、処分の大臣認可を取得し譲渡済 (2020年10月)
- リオLRT
 - リオ市内でLRT (28km) を建設・運営する事業。
 - 建設+運営のPPP方式 (運営権：～2038年、契約先：リオ市、補助金・需要保証あり)
 - リオ市長が財政難を理由にPPP契約で定められている補助金の支払いを拒否したことから、処分の大臣認可を取得し譲渡済 (2023年7月)
- ゴイアニアLRT
 - ゴイアニア市内でLRT (14km) を建設・運営する事業。
 - 建設+運営のPPP方式 (運営権：～2051年、契約先：ゴイアス州、補助金・需要保証あり)
 - ゴイアス州政府からの補助金手当の目的が立たず、契約に至らず事業未開始。事業の譲渡先を模索中 (2016年7月～)

【関連本邦企業】

- 三井物産、JR西日本

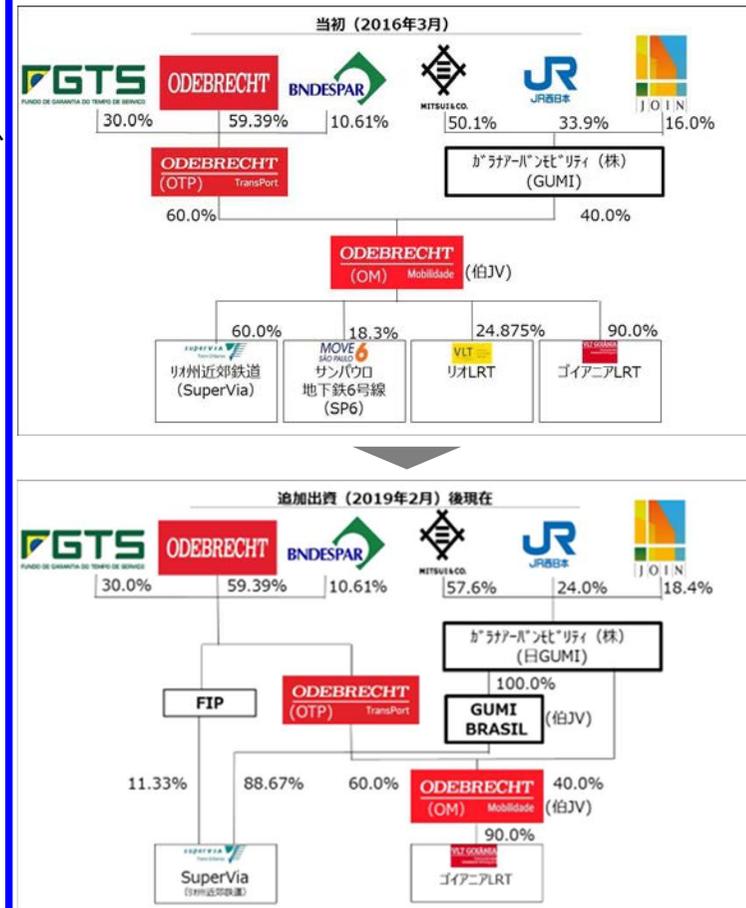
【JOIN支援実績】

- 2015年12月大臣認可取得 出資認可額56億円、内出資額40億円
- 2019年2月大臣認可取得 出資認可額43億円、内出資額41億円

【支援目的】

- 同事業は、本邦企業による初の本格的な海外旅客鉄道事業への参画であり、これにより我が国鉄道事業者が海外鉄道運営の実績を蓄積し、益々の海外展開を促進するもの

【事業スキーム】



- 2019年5月、各事業において課題がある中、日方株主が唯一黒字を計上していたSuperViaの支配株主となり、事業全体の立て直しを図るため、BNDESからの融資の株主保証解除を前提に追加出資を実施。
- 2020年10月、SP6事業は譲渡により撤退。
- 2023年7月、リオLRT事業は譲渡により撤退。

※事業譲渡による回収金は、伯JVが受領、リオ州近郊鉄道事業に再投資。

総括（本事業の振り返り）

【経緯】

- 従来、本邦企業による鉄道関連の海外事業は、車両や信号機器等の輸出の分野で実績を積み重ねていたところ、本事業は本邦事業者によるEPCに加え、本邦鉄道事業者も参画する、本邦企業による初の本格的な海外旅客鉄道事業となった。国土交通省においても、鉄道輸送の安全・安定に係る協力を実施することを目的として、リオデジャネイロ州交通局と鉄道協力覚書を締結する（2015年10月）等、ブラジルの鉄道事業はインフラ輸出における注力分野の一つでもあった。
- 本事業は、既に出資していた本邦事業者から、JOIN及び本邦鉄道事業者に相談があったことから、出資の検討を開始したものの、
- 本事業においては、当初支援決定の付議を行う直前（2015年6月）に、現地パートナーのグループ企業に不正献金問題が発覚したことを受け、支援決定の付議を見送り、当該問題に係る信用調査や法的影響に関するデューデリジェンスを実施、本事業におけるパートナー企業自体の関与がないことを確認の上、同年12月に支援を決定した。
- 本事業に参画後、**2016年7月にブラジル国立経済社会開発銀行（BNDES）が、不正献金問題を理由にサンパウロ地下鉄6号線事業における融資を停止したことにより同事業の建設が中断**、日伯首脳会談における善処要請等、事態を打開するべく各種努力を行うも状況は改善せず、同事業は2020年10月に譲渡した。
- また、リオデジャネイロにおいては、オリンピック開催（2016年8月）後の同国の景気低迷により、**リオ市の財政状況が悪化、同市からの補助金を前提としていたリオLRT事業においては、リオ市長が補助金の支払いを拒否**（2019年2月）、リオ市との協議を継続するも状況改善せず、2023年7月に譲渡した。
- 上述の通り、各事業において課題が生じる中、日方パートナーは上記2案件での損失を最小限に抑え、唯一**黒字を計上していたリオ州近郊鉄道事業に経営資源を集中させ、また三井物産を中心に現地事業管理体制を強化し、事業全体の建て直し**を図った。具体的には、現地パートナーの持分を日方が譲受することにより同事業の支配株主となり、日方主導での経営により同事業価値の向上を図るべく、**BNDESからの融資に係る株主保証の解除を前提に、同事業に対し追加出資**を行った（2019年5月）。追加出資にあたっては、現地パートナーのサンパウロ地下鉄6号線事業に関する完工保証の履行期限を背景に、DDの期間が短くなったものの、需要DDについては日方にて2018年9月から開始し、JOIN事業委員会においてもDD開始承認以前より数次に渡り報告・説明を実施した。
- しかしながら、翌2020年におけるコロナ禍により、需要が大きく減退。**治安の悪化に対し十分な対策が取られない等リオ州の対応の悪さもあり、需要は回復せず低迷**。日本政府（大臣・副大臣級）からの善処要請含め事態の打開を図るも状況は改善せず、事業会社は2024年5月に破産を申立て（審理中）。

【評価】

- 上述経緯を踏まえた、評価は下記の通り。
 - ～ 補助事業等地方政府の信用に依拠する事業でなくとも、インフラにおいては政府・地方政府の支援・協力を依拠する部分は大きく、パートナー企業からの情報に加えてJOIN独自に現地でのヒアリング等を行ったものの、**追加出資の検討にあたっては、日方が経営権・運営責任を持つという重大なリスクを伴うことから、論点を網羅し、より慎重に検討**するべきであった。
 - ～ 海外インフラの長期投資においては、コロナ禍等当初想定不可能なリスクは起こりうるが、特に本件では、通常のDDによるリスク分析だけでは不十分であり、交通長官が頻繁に代わり政策が変わるなど不安定なリオ州政府の状況や治安対策が一向に進まない**地域特性のリスク等についてはより慎重にDDを行う**べきであったとともに、**エグジット手段の検討や事態悪化時に有力な現地パートナーを確保する等の対策**などの検討も不十分であった。

個別事業の検証 ヤンゴンランドマーク事業

(株)海外交通・都市開発事業支援機構

- 三菱商事、三菱地所及びJOINがシンガポールに設立するJ-SPCがミャンマーにおいて不動産開発事業等を展開するSPAグループ、ADB、IFCとともにヤンゴン中央駅の西約4haの敷地においてオフィス、ホテル、サービスアパートメント、商業施設及びコンドミニアムの建設及び運営を行う都市開発事業。

【プロジェクト概要】

- 総事業費：533百万USD (約600億円)
- 敷地面積：約4ha
- 延床面積：約22ha
- 建物概要：
 - オフィス2棟 (地上24階、45,000㎡。地上24階、40,000㎡)
 - ホテル・サービスアパートメント (地上27階、50,000㎡、ホテル380室、SA89戸)
 - 商業施設 (地上5階+地下1階、45,000㎡)
 - コンドミニウム (地上26階、40,000㎡)
- 公共施設：歩道、公開空地
- 借地期間：50年間+10年間延長2回可
借地元：ミャンマー国鉄

【関連本邦企業】

- 三菱商事、三菱地所

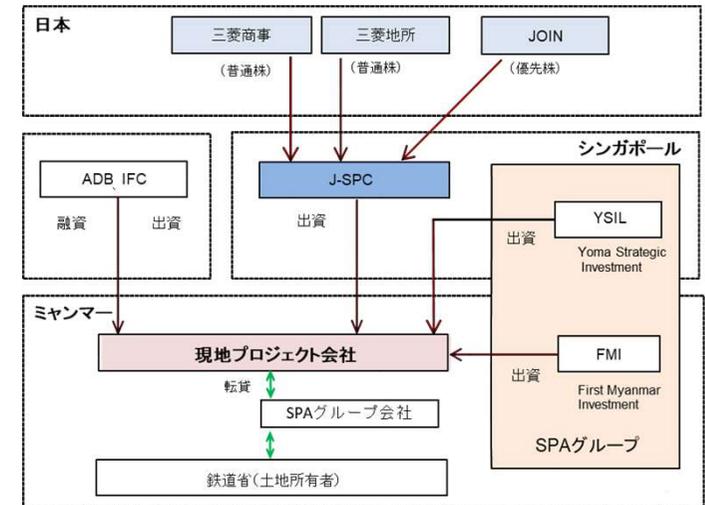
【JOIN支援実績 (詳細は後述)】 2016年7月 大臣認可

- 大臣認可額：出資40百万USD (約45億円)
追加出資コミットメント額20百万USDを含む
- 実投資額：出資20百万USD (約23億円) ※JOINは全額優先株式で出資

【支援目的】

- ミャンマーにおける本邦企業初の大規模複合都市開発であり、ヤンゴンの一等地において、我が国に蓄積された知識・技術等を活用した、ランドマークとなる複合施設を整備・運営。
- 国土交通省及び都市再生機構と連携し、複合施設運営に関するノウハウを移転する等、現地の人材育成を行うことで、今後の本邦企業のミャンマー都市開発への参入を促進。
- ADB、IFCといった国際金融機関、スターウッド (ウエスティンホテル運営企業) 等の世界の有力企業グループと連携することで、本邦企業の事業機会の創出に繋がるネットワークを拡大。
- JOINが事業当初から関与することによって、許認可・制度変更によるリスクを軽減。

本事業の履行体制 (当初想定)



完成イメージ図



- フジタ、東京建物、JOINが出資するJ-SPCと、Ayeyar Hintharグループが出資する事業会社が、マンマー・ヤンゴン中央駅北西約1kmに位置する博物館跡地においてホテル、オフィス、サービスアパートメント、商業施設からなる複合施設を建設・運営する都市開発事業。

【プロジェクト概要】

- 総事業費：333百万USD（約377億円）
- 敷地面積：約1.6ha
- 延床面積：約7.2ha
- 建物概要：オフィス（地上9階、27,918㎡）
ホテル・サービスアパートメント（地上9階、43,432㎡、ホテル261室、SA133戸）
商業施設（地上1階、1,084㎡）
- 公共施設：道路、歩道
- 借地期間：50年間 + 10年間延長2回可
借地元：ミャンマー国防省

【関連本邦企業】

- フジタ、東京建物

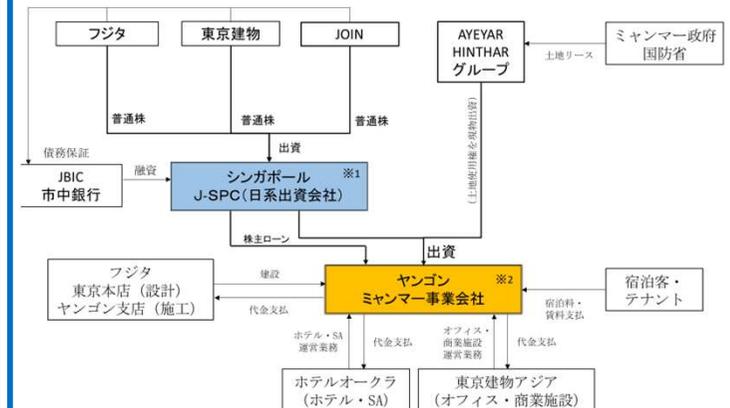
【JOIN支援実績（詳細は後述）】 2017年7月 大臣認可

- 大臣認可額：出資約49.4百万USD（約56億円）
保証約41.8百万USD（約47億円）
- 実投資額：出資約40.8百万USD（約46億円）
保証約41.8百万USD（約63億円）
※2024年5月保証履行を実施

【支援目的】

- 機構が支援することにより、事業リスクの低減及び量的補完を図り、ミャンマーの都市開発事業へのデベロッパーの海外進出を後押しする。
- 日本のデベロッパーが知見を活用し、十分な耐震性や設備機能を有する建物を整備する。また日本のホテル運営事業者の参画により、おもてなし精神に基づく日本式ホテルサービスを提供する。ホテルオークラがホテル及びサービスアパートメントの運営を実施。
- 日緬両政府が経済協力案件として注目する事業に、我が国が官民一体となって取り組む。

本事業の履行体制（当初想定）



※1 Yangon Museum Development Company Pte. Ltd.

※2 Y Complex Company Ltd.

完成イメージ図



オフィス（1～9階）

ホテル（1～9階）・商業施設（1階）

- 鹿島建設とJOINが出資するJ-SPCを通じて、ヤンゴン中央駅の北約5kmのヤンキン地区において、オフィス、ホテル、長期滞在者用ホテル、商業施設からなる複合施設を建設・運営する都市開発事業。

【プロジェクト概要】

- 総事業費：約660百万USD（約718億円）
- 敷地面積：約2.7ha
- 延床面積：約17.5ha
- 建物用途：
 - オフィス（地上21階、53,252㎡）
 - ホテル（地上20階、28,450㎡、250室）
 - 長期滞在者用ホテル（地上27階、37,430㎡、221室）
 - 商業施設（地上2階+地下2階、18,020㎡）
- 公共施設：歩道、道路、公開空地、交通ターミナル
- 借地期間：50年間+10年間延長2回可
借地元：ミャンマー建設省

【関連本邦企業】

- 鹿島建設

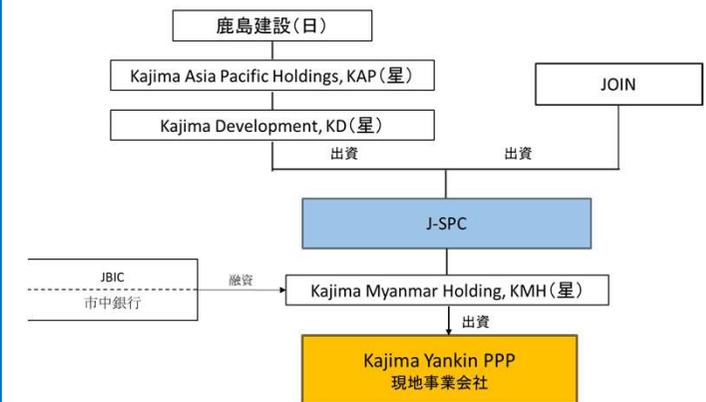
【JOIN支援実績（詳細は後述）】 2020年3月 大臣認可

- 大臣認可額：出資51百万USD（約57億円）
保証122百万USD（約137億円）
- 実投資額：出資42.5百万USD（約47億円）※融資未実行のため保証残高なし

【支援目的】

- 本事業は、ミャンマー建設省及び国土交通省との第二回日緬建設次官級会合を機に形成された官民連携プロジェクト。ミャンマー建設省が保有する本敷地は、公有地の一角で幹線道路の交差部に位置する象徴的な敷地。日本による本敷地の開発に高い期待が寄せられており、本事業は、周囲の公有地開発の先導モデルとなり得るもの。
- BEMS（Building and Energy Management System）、高機能ファサード、断熱ガラス、自然換気（吹き抜け構造）等の環境技術の導入等により環境共生型都市開発事業を推進。また、児童教育関連施設、災害時の避難場所、交通広場等の整備による地域社会に貢献。
- 機構が支援することによりミャンマー政府との協議円滑化を図り、鹿島建設のミャンマー初となる大規模都市開発事業への参入を後押し。

本事業の履行体制（当初想定）



完成イメージ図



総括（本事業の振り返り）

【事業の背景・経緯】

- 2011年3月の民政移管によりテインセイン政権が発足し、ミャンマー経済に注目が集まる中、2013年に日本政府がミャンマーに対する経済支援を表明したことを契機として、官民一体でのミャンマーへの支援・事業進出の本格検討が開始された。
- 2011年に5.4%だったGDP成長率は2013年・2014年には8%を超える高成長を記録し、その後も6～7%で推移。ミャンマーの若い人口構成、地政学的な優位性を背景として、日本企業のミャンマーへの投資意欲は非常に高く、オフィス、ホテル、商業施設の供給不足が顕在化していたミャンマーにおいては、日本企業による開発への期待も高まっていた。
- 2016年にはNLD政権が発足し、米国による対ミャンマー経済制裁が全面解除となり、ミャンマーに対する投資が加速した。
- しかしながら、2021年の軍事クーデター以降、米国による対軍事政権経済制裁が行われている中、ミャンマー都市開発3案件は建設工事を中断している状況。2023年に予定されていた総選挙が延期される等、現地情勢の改善・事業再開の見通しが不透明な現状を踏まえ、2023年度決算において全損計上した。
- 現地情勢が回復すれば、JOINとしては、共同出資者たる日本企業とともに、状況を見ながら、事業の実現や事業価値の向上に取り組むこととしている。

【評価】

- 長年続いた米国による対ミャンマー経済制裁が解除されて間もない高リスク国におけるクーデター等の政治リスクについては、より慎重な事業性調査（DD）を行うべきであり、あわせてポートフォリオ全体におけるバランスについてもリスクに応じて検討するべきであった。
- JBICおよび民間銀行による協調融資に対して、JOINは出資シェアに応じて民間銀行への債務保証を行ったが、それによりエクスポージャーが過大になったことについて十分に検討するべきであった。

個別事業の検証 米国代替ジェット燃料運搬・供給事業

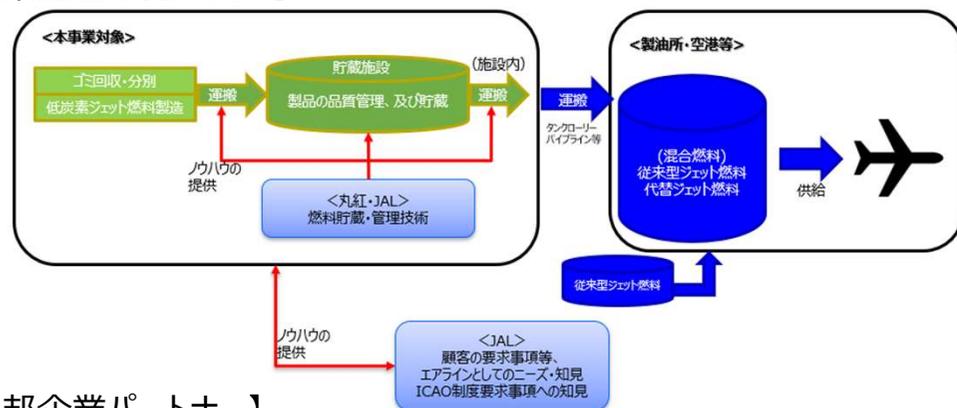
(株)海外交通・都市開発事業支援機構

- JOINが、JAL及び丸紅と共同で出資するSPCを通じて、本事業を担う米国法人Fulcrum Bioenergy. Inc. (以下、「Fulcrum社」) が実施した第三者割当増資 (種類株) に応じ、出資参画。

【プロジェクト概要】

- 米国ネバダ州において、一般廃棄物を原料とした航空機向け代替ジェット燃料 (SAF) を製造・運搬・供給する事業。

【商業生産段階の流れ】



【本邦企業パートナー】

- 日本航空株式会社 (以下、「JAL」)、丸紅株式会社 (以下、「丸紅」)

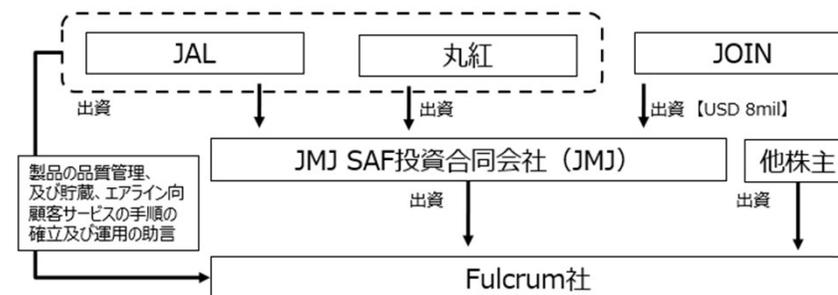
【JOIN支援実績 (詳細は後述)】 2018年8月 大臣認可

- JOIN認可額 : 7,999,998.72ドル + 27,400,000円
- JOIN出資額 : 7,999,998.72ドル + 20,230,000円
- ※簿価合計918,749,856円(112.315円/ドル)

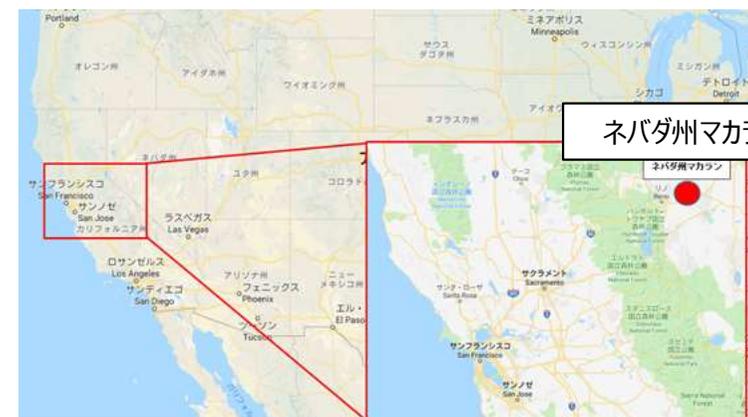
【支援目的】

- 本事業は、地球温暖化抑制の観点から航空運送事業者に対し国際民間航空機関 (ICAO) によるCO2削減義務が国際的に課せられている中、廃棄物を原料として航空機向け燃料を供給する世界初の商業化案件である。
- 本事業に対しては、JAL及び丸紅の製品品質コントロール、燃料輸送等のノウハウを注入することで、本邦航空運送事業者への航空機向けSAF供給、ICAOによるCO2排出削減義務の達成ひいては地球温暖化抑制に貢献する。

事業スキーム図



位置関係



総括（本事業の振り返り）

1. 事業の背景・経緯

(1) 背景

- 航空分野における脱炭素化推進の機運が高まっている中で、SAFの需要が高まっており、本邦航空運送事業者に対するSAFの供給確保は喫緊の課題である。
- SAFには複数の製造方法があるが、その中でも一般廃棄物を原料としてSAFを製造・供給する方法について、世界初の商業化を目指す事業が米国Fulcrum社において進められていた。同事業への参画にあたっては、日本企業（JAL、丸紅）が有するSAFの品質管理、輸送等に関するノウハウの提供を通じて、SAFのビジネスモデル形成に関与することにより、SAFの普及促進、CO2削減等に貢献することに加え、本邦航空運送事業者への製品供給が期待された。
- 丸紅や民間企業のみではFulcrumから求められた出資規模を満たすことが困難であり、一般廃棄物を原料としてSAFを供給する初の案件へ民間企業の参画を促進するため、JOINのリスクマネーの供給が必要であった。
- 支援決定時の事業計画では、日本企業が有するノウハウは、SAFの商業生産が開始され、産出されたSAFの品質管理、輸送等が実行される段階で注入されることを想定していた。

(2) 経緯

- SAFを製造するプラントが試運転段階に移行するも、不具合が頻発した結果、SAFが十分に製造できず、Fulcrum社は製品販売による収入が得られないことで、資金繰りが悪化。
- JOINにおいては2023年度決算においてJMJ向け出資額の全額を減損。
- Fulcrum社は米国連邦破産法第11条（チャプター11）の適用申請に至っている。
（産出されたSAFの品質管理、輸送等に日本企業が有するノウハウを活用する想定であった商業生産段階に至る前の段階で、事業がとん挫した。）

総括（本事業の振り返り）**2. 減損に至った要因・評価**

- (1) Fulcrum社はベンチャー企業であること、本事業が一般廃棄物を原料としてSAFを製造・供給する初の商業化案件であることを勘案して、同社の業務遂行能力について予め入念に調査・評価すべきであったが、DDにおいて同社の業務遂行能力不足を看過したこと
- (2) 出資比率が僅少で、日方株主の発言力が低く、ハンズオン支援が困難な事業ストラクチャーであることの認識が不足していたこと
 - 本事業は支援決定時点でJMJの出資比率が僅少であり、株主として発言力を行使したり、ハンズオン支援を行ったりすることが困難なストラクチャーであった。
 - 出資比率が僅少であることは認識しつつも、これにより事業不調の際の対応が限定されることの認識が不十分であり、JOINは事業立て直しに向け能動的に動くことができなかった。この点をDDにおいて適切に把握すべきであった。
- (3) 事業不調の際にリーダーシップをとる株主が不在であることを見通せなかったこと
 - Fulcrum社の株主にはJMJ以外にもSAFに知見を有する株主が存在し、本件がベンチャー企業への投資であることを踏まえても、こうした株主から一定の知見の投入が可能であった。しかし、日方を含むいずれの株主も発言力が限定されており、ベンチャー企業であるFulcrum社に対して指導力を発揮するストラクチャーとなっていなかった。
 - このため、プラントの工期遅延・不具合が発生した際、Fulcrum社に対して必要な指導・支援を主体的に行うことができず、事業を回復させることができなかった。
 - この点、DDにおいて、他の株主からの支援がどの程度期待しうるかについて適切に見通すよう努めるべきであった。

<参考> 事業実施主体の能力不足について

プラントの当初のEPCコントラクターは実績豊富で実行能力を有していたが、Fulcrum社がプラント事業者（燃料製造事業者）・施主として必要な指導を行う能力を有していなかったことから、工期遅延・不具合が発生した。