

# 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 財政投融资分科会

# 目 次

はじめに .....	1
<b>I. 産業投資の制度・実績 .....</b>	<b>3</b>
1. 産業投資の性格・制度 .....	3
2. 産業投資の意義 .....	3
3. 産業投資の実績 .....	4
(1) 戦後の日本経済・産業の状況変化と産業投資の基本的な役割 .....	4
(2) 危機時における役割 .....	5
<b>II. 産業投資の役割・課題 .....</b>	<b>7</b>
1. 民間投資の状況を踏まえた産業投資の役割等 .....	7
(1) 民間投資の状況を踏まえた産業投資の役割 .....	7
①民間投資の状況 .....	7
②産業投資の役割 .....	10
(2) 産業投資の執行上の課題 .....	12
(3) 産投機関（官民ファンド）の執行状況 .....	13
2. 産業投資のガバナンスに係る基本的な考え方 .....	14
(1) 政策性のガバナンス .....	14
(2) 収益性のガバナンス .....	14
(3) 海外における課題認識と投資効果の最大化等に向けた取組状況 .....	14
3. 産業投資のプリンシプル .....	17
<b>III. 管理運営に係る具体的取組 .....</b>	<b>18</b>
1. 産業投資のポートフォリオ等 .....	18
(1) 産業投資のポートフォリオ .....	18
(2) 官民ファンドの投資状況 .....	19
2. 投資の直接の原資としての産投出資のガバナンス .....	24
(1) 出資条件について .....	24
(2) 政策性に係るガバナンスのあり方 .....	25
(3) 収益性に係るガバナンスのあり方 .....	28
3. 投資の直接の原資以外の産投出資 .....	32
(1) 現状とこれまでの実績 .....	32
(2) ガバナンスのあり方等 .....	32

## はじめに

1. 産業投資は、政策的必要性が高く、リターンが期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野にエクイティ性資金等を供給する産投機関に対する出資及び貸付である。産業投資は、特別会計に関する法律第 50 条において、「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。2018 年度末で 5 兆 6,968 億円の出資及び貸付を行っており、融資業務等のリスクバッファ、投資の直接の原資等に使われている。近年では、官民ファンド向けの出資など、投資の直接の原資としての産投出資が使われる割合が増えている。

日本経済の成長力強化等につながる産業の開発及び貿易の振興の観点から、民間投資の状況を見ると、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等に係るエクイティ性資金の供給が一層必要であり、産業投資は、民間資金の呼び水・補完としての役割を果たす必要がある。他方、産業投資が出資している官民ファンドは、全体で累積損益はプラスであるが、一部のファンドでは累積損失が生じている。

このような状況を踏まえ、本分科会では、投資の直接の原資としての産投出資を中心に、今後の産業投資について検討を行った。本報告書は、その検討結果をとりまとめたものである。

2. 本報告書では、産業投資の実績を回顧し、その役割・課題などについて海外の公的投資の取組も参考としつつ、産業投資の管理運営のあり方を示している。

本報告書の内容は継続的に認識・活用されることが必要であり、今後の産業投資の基本的なガイダンスとして、政策性、収益性、民業補完性、ガバナンスについて産業投資のプリンシプルを定め、国内外の幅広い関係者に示すことが適当である。

3. 産業投資の管理運営については、以下の具体的取組を進めていくべきと考えられる。
  - (1) 産業投資のポートフォリオは、今後、民間投資の状況を把握しつつ、投資分野の検討等に活用することが考えられる。
  - (2) 投資の直接の原資としての産投出資のガバナンスとしては、今後、新たな産投出資を行う場合には、産業投資と産投機関との間で、予め出資時に、明確な出資条件を定めることが必要である。

政策性のガバナンスとしては、産投機関・主務省は、投資基準等に基づき、個別案件の政策性を適切に判断することが必要である。

収益性のガバナンスとしては、出資時に産業投資と産投機関との間で、収益性の水準等の条件を設定し、これに基づき、産投機関・主務省が、業務運営を行うとと

もに、収益性の検証等を行う必要がある。改革工程表 2018 において、累積損失が生じている官民ファンドとその主務省は、その解消のための計画を本年 4 月に策定・公表しており、今後、計画と実績に乖離がある場合には、改善計画の策定・公表を行うこととされている。

産業投資は、産投機関の運営が適切に行われているかの確に把握し対応する必要がある。

4. 本分科会としては、本報告書を踏まえ、産業投資の管理運営が適切に行われるよう期待する。

# 1. 産業投資の制度・実績

## 1. 産業投資の性格・制度

産業投資は、政策的必要性が高く、リターンが期待できるものの、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない分野にエクイティ性資金等を供給する産投機関に対する出資（以下、「産投出資」という。）及び貸付（以下、「産投貸付」という。）である。民間金融機関等の行う投資活動は、短期的な期間損益を株主、債権者等から求められる短中期的投資が中心となるのに対し、産業投資は、投資回収をして利益が上がるまで長期的に耐えることができる、いわゆるペイシエント・キャピタルであることが特徴である。こうした面も踏まえて、民間資金の呼び水・補完を行っていくことが重要である。また、産業投資は、既往出資等の収益を再投資に回して、資金供給を行う仕組みとなっている。

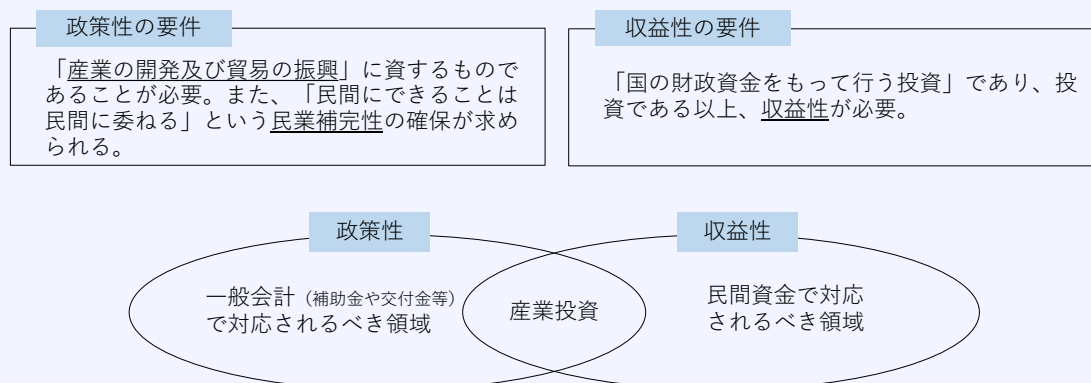
図表 1-1 産業投資の仕組み



## 2. 産業投資の意義

産業投資は、特別会計に関する法律（平成 19 年法第 23 号）第 50 条において、「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、政策的性と収益性という 2 つの要件をそれぞれ満たす必要がある。したがって、産業投資の意義とは、政策的性の面で、国際的な競争環境の中で日本経済の成長力強化等につながる産業の開発及び貿易の振興に資する民間資金の呼び水・補完となる戦略的な投資で、かつ収益性が見込まれる案件への投資である。

図表 1-2 産業投資の政策的性と収益性



図表 I-3 産業投資の産投機関別残高（2018年度末）及び産投機関からの納付金・配当金・利子の状況（1953年度～2018年度の合計額）

			(単位：億円)		
機関名	出資金残高	納付金・配当金			
(株) 日本政策投資銀行	17,479	9,303	(独) 住宅金融支援機構	889	28
(株) 国際協力銀行	16,153	9,035	(独) 都市再生機構	612	-
(株) 商工組合中央金庫	1,016	97	(独) 石油天然ガス・金属鉱物資源機構	2,132	12
(株) 日本政策金融公庫	7,144	37	(国研) 新エネルギー・産業技術総合開発機構	739	5
(国民一般向け業務)	225	-	(国研) 科学技術振興機構	734	-
(中小企業者向け業務)	5,738	31	(国研) 農業・食品産業技術総合研究機構	61	-
(農林水産業者向け業務)	1,181	7	(国研) 医薬基盤・健康・栄養研究所	352	1
沖繩振興開発金融公庫	112	1	(国研) 情報通信研究機構	626	1
政策金融機関 計	41,904	18,473	新関西国際空港(株)	469	-
預金保険機構(地域経済活性化支援勘定)	-	50	独法等 計	7,788	51
(株) 農林漁業成長産業化支援機構	300	-	日本たばこ産業(株)	333	8,587
(株) 産業革新投資機構	2,860	915	日本電信電話(株)	1,664	14,646
(株) 民間資金等活用事業推進機構	100	-	上場会社 計	1,997	23,232
(株) 海外需要開拓支援機構	586	-	その他		403
(株) 海外交通・都市開発事業支援機構	561	-	出資金 小計	56,233	43,124
(株) 海外通信・放送・郵便事業支援機構	138	-	機関名	貸付金残高	利子
官民ファンド 計	4,545	965	(株) 商工組合中央金庫	512	2
(独) 中小企業基盤整備機構	550	4	(株) 日本政策金融公庫(中小企業者向け業務)	223	0
(独) 奄美群島振興開発基金	86	-	その他		1,273
(独) 鉄道建設・運輸施設整備支援機構	503	0	貸付金 小計	735	1,276
(独) 情報処理推進機構	35	-	産業投資 合計	56,968	44,399

(注1) 出資金の「その他」の額は、既に出資金回収を終えた産投機関からの納付金・配当金の額である。  
(注2) 貸付金の「その他」の額は、既に貸付金回収を終えた産投機関からの利子の額である。  
(注3) 上記の納付金・配当金・利子のほか、日本電信電話(株)、日本航空(株)等の株式売却益として、16,027億円がある。  
(注4) 産投出資の償却額としては、基盤技術研究促進センター2,684億円、(独) 情報処理推進機構377億円等、合計4,004億円である。  
(注5) (株) 日本政策投資銀行の特定投資業務に係る出資残高2,940億円については、政策金融機関欄に含めた。

### 3. 産業投資の実績

#### (1) 戦後の日本経済・産業の状況変化と産業投資の基本的な役割

これまで、産業投資は、日本経済・産業の状況変化に応じて、以下のような役割を果たしてきた。

##### i. 1953年～1960年代

戦後の混乱期を脱し、日本経済の自立達成や住宅不足の解消が重要課題となり、電力等の基幹産業や住宅供給支援に対する出資等を行ってきた。

##### ii. 1980年代～2000年代

日本経済の発展等に資する技術研究、中小企業支援等が重要課題となり、研究開発法人に対する技術研究促進<sup>(注1)</sup>等のための出資等を行ってきた。

##### iii. 2008年頃以降

経済の成熟化が進行する中で、成長力強化に向けて、オープンイノベーションの推進やグローバル戦略の展開等が重要課題となり、ベンチャー支援、資源探鉱・開発、環境・アジアへの投資の促進等に重点的に出資等を行ってきた。2008年の世界的な金融危機の下で、日本経済においてエクイティ性資金の供給に制約があることが顕在化したことを踏まえ、日本経済の成長力強化等を図る観点から、産業投資によるエクイティ性資金の供給機能の活用を図ってきた。

##### iv. 現在

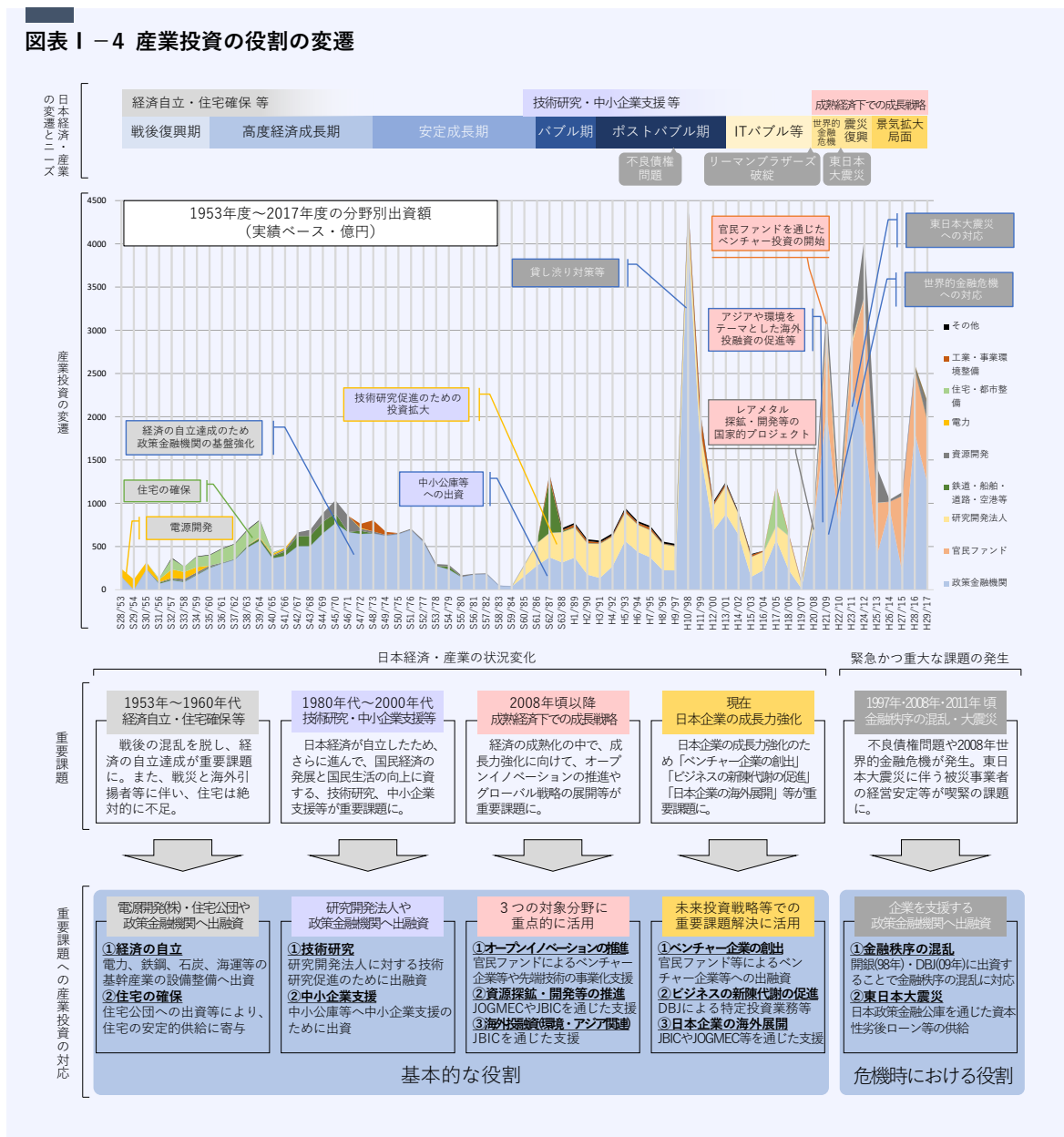
経済の成熟化や金融環境の変化など日本経済が構造的な変化に直面する中で、我が国においてはエクイティ性資金の供給機能を強化していくことが極めて重要

な課題となっている。こうした状況を踏まえ、日本経済の成長力強化等の観点から、「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」等に係るエクイティ性資金の供給に取り組んでいる。

## (2) 危機時における役割

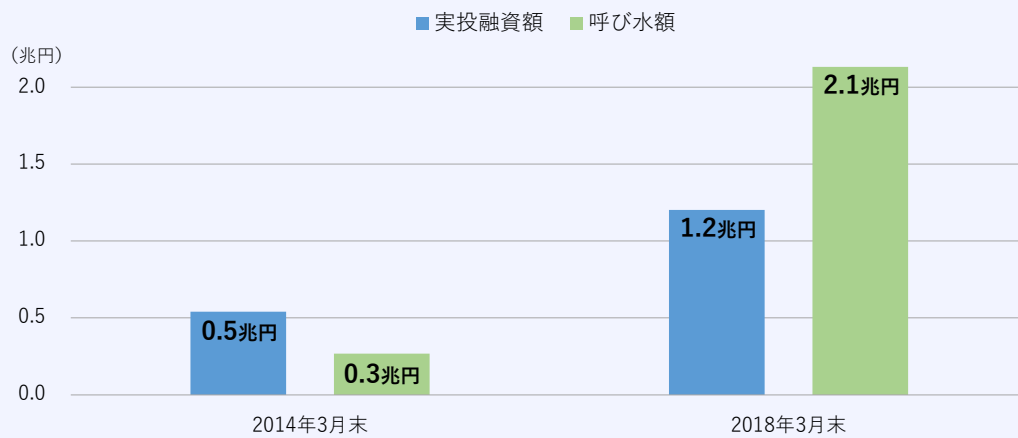
バブル崩壊後の不良債権問題や2008年の世界的な金融危機への対応、東日本大震災等の大規模災害後の復興支援等を目的として、政策金融機関に対して融資業務等のリスクバッファのための出資等を行ってきた。

図表 I-4 産業投資の役割の変遷



(注1) 1985年から基盤技術研究促進センター等が行っていた研究開発法人への出資は、(i)研究成果が直接製品化に結びつかない基礎的・基盤的な技術を対象にしていたこと、(ii)基礎的な研究開発に係る知的財産権の陳腐化のスピードが速く実用化・製品化を通じての特許料収入に容易に結びつかなかったこと等により、リスクとリターンバランスが取れない投資を行っていたために、結果的に投資の毀損を招いたと考えられる。その後2001年度から2011年度までは、新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)等が、知的財産権を受託者に帰属させるバイ・ドール方式を採用し、実用化により近い段階の研究開発を対象として、委託研究開発事業を行っている。しかし、(i)民間資金の活用や民間企業との適切なリスク分担が困難な仕組みとなっていたこと、(ii)新規採択の際、民間の投資的な視点の不足等から、研究成果の実用化に至っていない案件や商品化されたが販売が順調でない案件が多いこと、などにより独立行政法人において累積欠損金の解消が困難な状況を招いていると考えられる。

図表 I - 5 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) 産業革新機構、農林漁業成長産業化支援機構、民間資金等活用事業推進機構、海外需要開拓支援機構、海外交通・都市開発事業支援機構、日本政策投資銀行（特定投資業務）、海外通信・放送・郵便事業支援機構の実績値（累計）。



## II. 産業投資の役割・課題

### 1. 民間投資の状況を踏まえた産業投資の役割等

#### (1) 民間投資の状況を踏まえた産業投資の役割

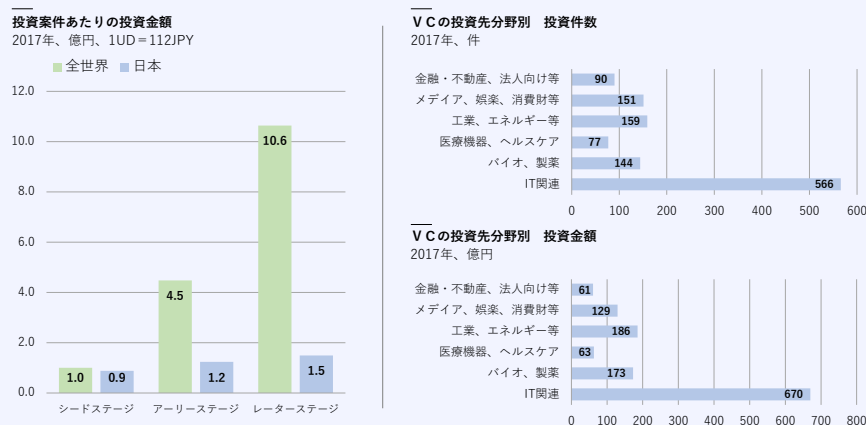
##### ①民間投資の状況

民間投資の対象分野は様々であるが、日本経済の成長力強化等につながる産業の開発及び貿易の振興の観点からは、以下のような状況が確認される。

##### i. 新産業の創出

ベンチャー企業等に対する資金供給については、IT 関連分野等への投資金額は増加しているが、我が国ではユニコーン企業<sup>(注2)</sup>の創出等が少なく、長期・大規模資金が必要なレーター段階やリスクプロファイルの確定が難しい案件、特定領域(バイオ等)<sup>(注3)</sup>への投資は、民間のみでの対応では必ずしも十分でない等の指摘がある。こうした政策的課題について、欧州では、欧州委員会及び各国政府が課題解決に積極的に取り組んでおり、公的金融機関が重要性の高い案件に先取的な投資を行うなど、民間資金の呼び水・補完としての役割を果たしている。

図表 II-1 我が国における民間ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資実績



(注) 全世界における投資金額については、中央値を使用。  
(出典) KPMG「Venture Pulse Q4 2018」、(一財)ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2018」より作成。

(注2) ユニコーン企業は、本報告書では、企業価値又は時価総額が10億ドル程度以上まで成長したベンチャー企業のことをいう。  
(注3) 特定領域は、本報告書では、バイオ、宇宙・航空機、医療・ヘルスケア等の投資分野のことをいう。

図表 II-2 民間企業・ファンド関係者の指摘の例

<長期資金>

- 日本のベンチャー企業は早期のIPOが多く、育ち始めたビジネスが短期的な業績圧力等でしぼんでしまうケースが多い。また、IPO偏重のExitだと、シリアルアントレプレナーが育たず、エコシステムが立ち上がってこない。
- 米国や中国等のように、グローバル競争で勝てるベンチャー企業を粘り強く育てる長期資金が重要。日本のPEの投資期間は一般的に5~7年であり、7年超の長期資金が不足している。ここを補完する公的資金が不可欠。

<大規模資金>

- シリコンバレーにはレーダーを担う大型VCがあるが、日本にはレーダーを担う投資家が不足。ユニコーンを目指すベンチャー経営者の集まりでも、「山頂に行くほど空気が薄い」（大規模資金が不足）ことが共通認識となっている。
- 日本のVCは機関投資家からの資金獲得を進められていない。この背景には、機関投資家の資金規模に対して、日本のVCの規模が小さ過ぎることが考えられる。

<特定領域への投資>

- VCの資金量は、総量では増えているが、バイオや宇宙、素材といったIT以外の特定領域において不足している。
- ベンチャー企業への投資はコミュニティ内の人間関係で紹介・判断される場合が多く、日本でも起業経験者が多いIT領域の資金は足りているが、将来性があってもITから外れた領域には資金が行き届かないので、公的なトリガーが必要。例えば、テクノロジーの目利き力があるファンドに対し、政府がファンドオブファンズとして資金を入れると効果的。

<その他>

- エクイティ性資金の供給によって人材・経験・資金の循環が起き、ベンチャーエコシステムができていくことが重要。そのためには、官民ファンドがVCへのLP投資等を通じてGPを育成することが重要。同時に、政策目的の実現に焦点を当てて、官民ファンドがGPとして投資を促進していくことが考えられる。
- 民間投資の加速には「フラグ」が必要であり、産業投資の重点分野を明確にしてアピールすべき。
- 「第二の死の谷」を回避するためには、大規模上場を実現するためのレーターステージや上場後の「Post-IPOスタートアップ」を支える仕組みが必要。

## 欧州におけるエクイティ性資金の供給に係る取組状況の例

欧州においては、例えば、以下のような取組を通じ、民間投資の喚起に積極的に取り組んでいる。

- ・ 欧州委員会及びフランス政府は、民間投資を喚起するという明確な目標の下、欧州戦略投資基金（EFSI）<sup>(注4)</sup> やフレンチテック<sup>(注5)</sup> といった政策を展開。近年は、イノベーションやバイオテクノロジーなど将来の成長のために重要な分野に重点的に投資。
- ・ 欧州では、公的金融機関の子会社等によって一元的に投資を行う仕組みの下、各機関は、ファンドオブファンズや民間ファンドに対する積極的なLP資金供給により、ベンチャー・キャピタル・ファンド及びベンチャー・デット／メザニン・ファンドの育成を推進。

### ii. ビジネスの新陳代謝の促進

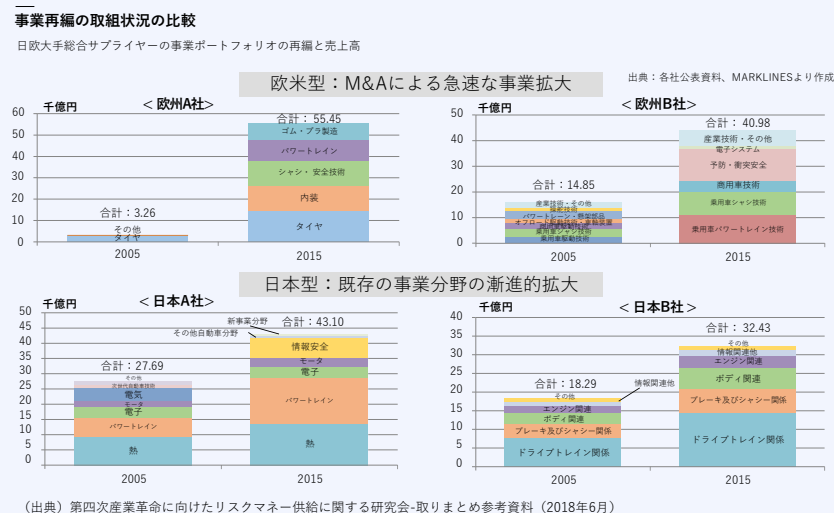
欧米では、企業における事業ポートフォリオの組換えが適時に行われている。産業構造等が急速に変化する中であって、事業ポートフォリオの組換えに有効な取組であるオープンイノベーションの推進は、我が国においても、経済界からその必要性が提言されるなど、引き続き重要な課題である。しかしながら、民間のエクイティ性資金の供給主体が発展途上にあり、先取的な投資のリスクの担い手が十分

(注4) EFSI は、欧州連合(EU)予算から 160 億ユーロの信用保証と、欧州投資銀行(EIB)から合計 50 億ユーロの信用保証や流動性など、合わせて 210 億ユーロを提供することにより、官民からの投資を促進することを目的としている。EU の信用保証(160 億ユーロ)により、EIB はリスクの高いプロジェクトへの資金供与が可能となり、民間投資家も投資しやすくなる。欧州委員会は、2015 年から 2017 年までの間に、15 倍の乗数効果を見込み、3 年間で総額 3,150 億ユーロ規模の投資の実現を目指すとしていたが、2016 年 9 月に、EFSI の期間を 2020 年まで延長し、総額 5000 億ユーロを目指すを発表。

(注5) フレンチテックは、Bpifrance を通じたエクイティ性資金の供給を中核として、①スタートアップの成長促進、②強固なコミュニティ作り、③起業家支援エコシステムの国際化の 3 本柱で構成され、国内外から起業家・投資家を募り、フランス国内で起業し、国外に売り出すという一連の企業の成長段階において、支援を行うプログラムである。

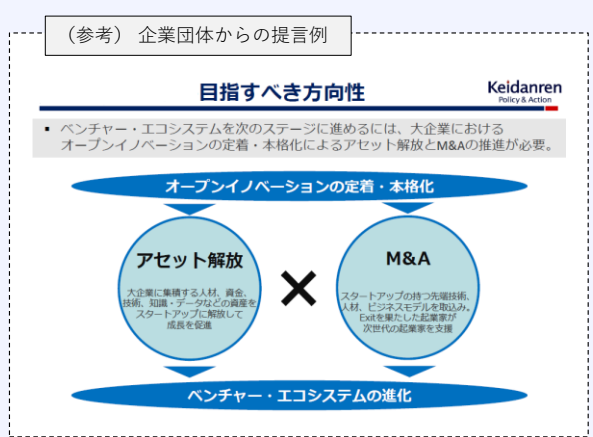
に確保されていないため、こうした問題に的確に対応して、オープンイノベーションの推進等につなげる必要があると考えられる。

図表 II - 3 企業の成長性及び事業再編の取組状況の国際比較



図表 II - 4 民間企業・ファンド関係者の指摘の例

- 我が国では、これまで既存企業を中心に資本・人材・技術が集積。このため、シリコンバレー・モデルそのままではなく、大企業から資源を切り出し、「アイデア・新たな技術・アントレプレナーシップ」を持つ起業家らが協働する日本式のエコシステム形成を目指すことが重要。
- また、スタートアップの先端技術や人材、ビジネスモデルを既存企業に取り込むとともに、人材面でシリアルアントレプレナーを産み出していく観点からM&Aを普及させることも重要。
- 大企業・ベンチャー企業・起業家・研究機関・金融機関をつなぎながらエクイティ性資金を供給し、案件をインキュベートするプレーヤーが必要だが、民間ではまだまだ対応が困難であることから、こうした機能を政府の投資を通じて提供してもらいたい。

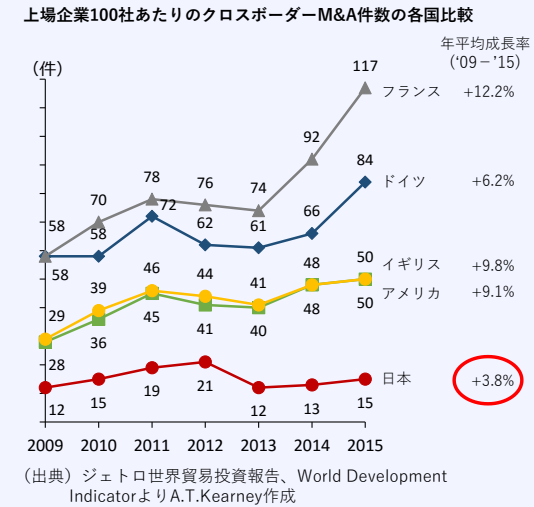


(出典) (一社) 日本経済団体連合会「Society 5.0 実現に向けたベンチャーエコシステムの進化」(2019年2月19日)より作成。

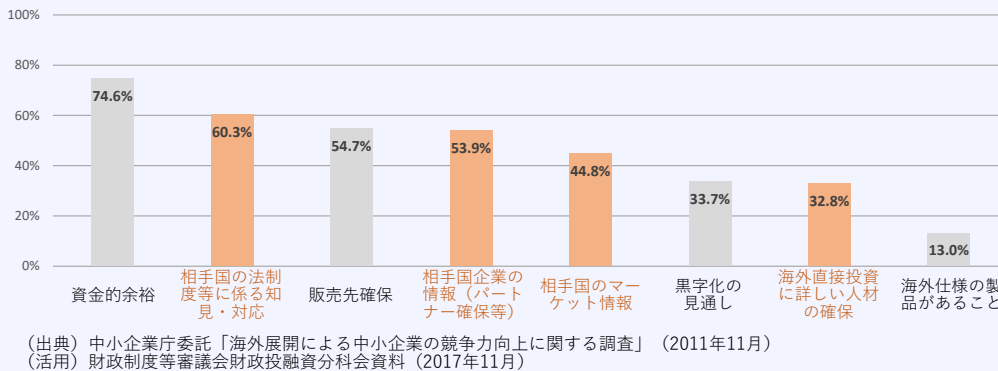
### iii. 日本企業の海外展開

成長力強化の観点からは、日本企業の海外展開等は、引き続き、重要な課題である。次世代ビジネスの中核となり得る新たな技術やビジネスモデルが海外で事業化される場合も多く、こうした案件への投資を通じて、海外の技術等を日本企業の成長に取り込んでいくことが重要である。その際、民間からは、資金供給だけではなく、海外の現地金融機関等とのネットワークやスキーム構築力といったソフト面での支援ニーズが大きいとの指摘がある。

図表 II - 5 クロスボーダーM&Aの状況



図表 II - 6 企業アンケートにおける海外投資にあたって必要とされる要素



## ②産業投資の役割

### i. 産業投資の基本的な役割等

#### イ. 産業投資の基本的な役割

産業投資は、民間の企業、ファンド、金融機関等との深度ある対話・交流を図ることが重要である。これを通じて、民間のニーズ、資金供給の状況、市場において非効率的な資源配分が生じている領域がどこにあるか等を的確に捉え、日本経済の成長力強化等につながる産業の開発及び貿易の振興に係る課題に重点を置きつつ、戦略的かつ機動的にエクイティ性資金の供給を行っていく必要がある。

現在においては、民間投資の状況を踏まえれば、以下のような現下の課題に的

確に対応したエクイティ性資金の供給が行われるよう、産業投資の活用を図ることが重要である。

また、特に、経済の成熟化や低金利環境下で民間におけるデット・ファイナンスの需給が緩和傾向にある一方、世界的に大きな産業構造の転換やイノベーションが加速する中においては、民間資金の呼び水・補完となる産投出資の機能は、日本企業の国際的な競争力確保の観点からも重要である。

## ロ． 現下の産業投資の課題

### ア． 新産業の創出

新産業の創出の観点からは、欧州では、公的金融機関が重要案件に先取的な投資を行い、民間資金の呼び水・補完の役割を果たす等、積極的な取組を展開している。我が国でも、資金供給の量的強化にとどまらず、海外の例も参考に、民間投資が不足している以下のような領域に対し適切な対応を図るよう、検討を進めることが重要である。

- ・ 長期・大規模資金が必要なレータ段階
- ・ リスクプロファイルの確定が難しい案件
- ・ 特定領域（バイオ等）

### イ． ビジネスの新陳代謝の促進

ビジネスの新陳代謝の促進の観点からは、オープンイノベーションの推進等が引き続き重要であり、大企業及びベンチャー企業の連携・協働など、オープンイノベーションに資する民間のエクイティ性資金の供給強化が図られるよう、先取的な投資によるリスクテイクや民間の資金供給主体による投資能力強化の後押しを図ることが重要である。

### エ． 日本企業の海外展開

海外展開支援の観点からは、ソフト面の補完力を持つ産投機関の重点的な活用を進めるべきである。また、これまでの海外展開支援では、新興国向けのインフラ輸出等の強化は図られているものの、今後、先進国も対象としたイノベーション分野等のビジネス展開支援や先進的な技術等を日本企業の成長に取り込む戦略的な投資が重要との指摘があることを踏まえ、適切に取り組むべきである。

## ii． 危機時における役割

産業投資は、今後も、日本経済に緊急かつ重大な課題が発生した場合、適切に対応する必要がある。特に、経済・金融に動揺が生じている状況等においては、流動性が逼迫するとともに、エクイティ性資金が急速に枯渇する場合がある。そうした状況において、政策金融機関による危機対応融資を機動的に行うとともに、政策的に必要なエクイティ性資金を適時・果断に供給することは、経済・金融の安定化にとどまらず、危機後の日本企業の国際的な競争力・成長力確保の観点からも極めて

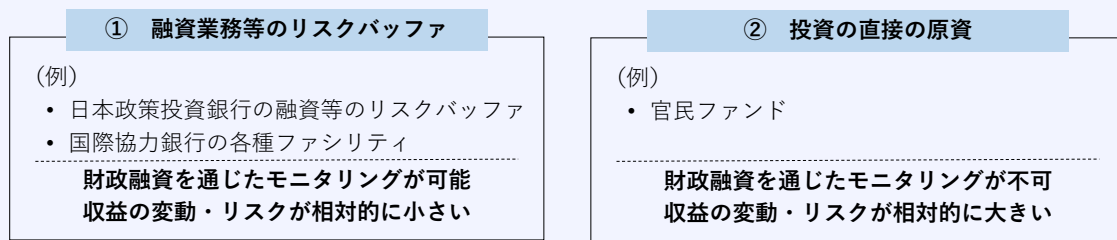
重要である。また、こうしたセーフティネットとしての政策手段を確保することは、市場機能の速やかな回復にもつながると考えられる。なお、危機時における対応についても、中長期的な日本経済の生産性・効率性の向上や国際的な競争環境の中での産業構造の転換につながるよう投資を行う必要がある。

## (2) 産業投資の執行上の課題

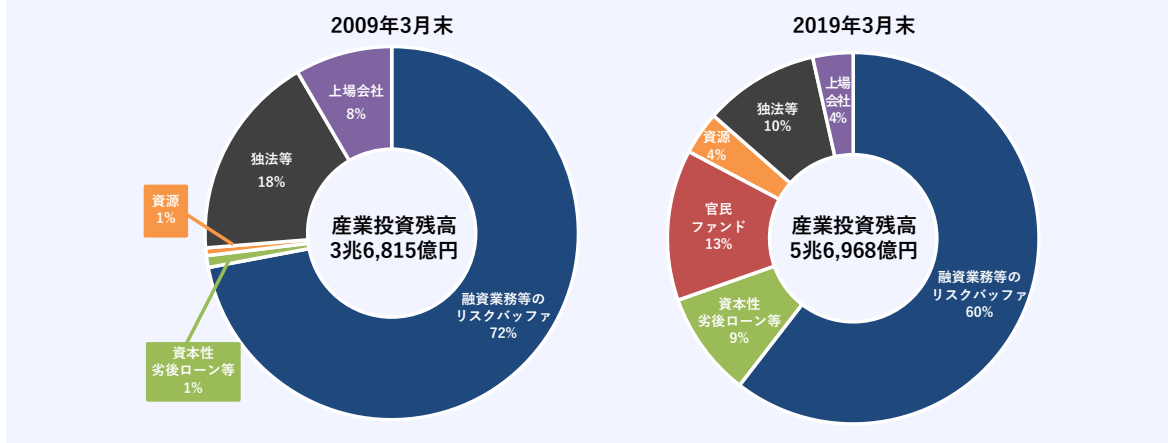
産業投資は、①融資業務等のリスクバッファ、②投資の直接の原資等に使われている。従来は、融資業務等のリスクバッファとされるものが比較的多く、これらは、収益の変動及びリスクが相対的に小さく、産業投資の管理の面でも、財政融資を通じたモニタリングが可能となっている。

他方、近年では、官民ファンド<sup>(注6)</sup> 向けの出資など、投資の直接の原資としての産投出資が使われる割合が増えている。これらは、収益の変動及びリスクが相対的に大きく、財政融資を通じたモニタリングも想定されていない。したがって、投資の直接の原資についての管理運営のあり方を検討する必要がある。

図表 II - 7 産業投資の使途



図表 II - 8 産業投資残高



(注6) 日本政策投資銀行の特定投資業務を含む。

### (3) 産投機関（官民ファンド）の執行状況

産業投資が出資している官民ファンドは、全体で累積損益はプラスであるが、農林漁業成長産業化支援機構（A-FIVE）、海外需要開拓支援機構（CJ）、海外交通・都市開発事業支援機構（JOIN）及び海外通信・放送・郵便事業支援機構（JICT）については、投資実績の低調等により、累積損失が生じている状況にある。

図表Ⅱ－9 官民ファンドの投資実績・損益状況

【産業革新機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2009年度	5,100	-	0.0%	▲ 13	▲ 13
2010年度	5,069	309	6.1%	▲ 30	▲ 43
2011年度	3,244	2,670	82.3%	▲ 45	▲ 88
2012年度	4,624	724	15.7%	▲ 98	▲ 186
2013年度	2,700	1,701	63.0%	362	176
2014年度	2,500	820	32.8%	▲ 83	93
2015年度	2,500	246	9.8%	▲ 477	▲ 384
2016年度	2,500	1,689	67.6%	13	▲ 371
2017年度	2,500	766	30.6%	2,202	1,831
合計	30,737	8,925	29.0%		
2018年度	2,750				
2019年度	2,500				

※2019年度は、産業革新投資機構の投資計画額。

【農林漁業成長産業化支援機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2012年度	400	-	0.0%	▲ 1	▲ 1
2013年度	350	2	0.5%	▲ 7	▲ 8
2014年度	350	13	3.6%	▲ 10	▲ 19
2015年度	200	32	16.0%	▲ 12	▲ 30
2016年度	200	12	5.8%	▲ 15	▲ 45
2017年度	267	31	11.6%	▲ 18	▲ 64
合計	1,767	89	5.0%		
2018年度	125				
2019年度	125				

【民間資金等活用事業推進機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2013年度	3,075	0	0.0%	▲ 2	▲ 2
2014年度	3,956	0	0.0%	▲ 5	▲ 8
2015年度	3,050	234	7.7%	▲ 3	▲ 11
2016年度	1,168	66	5.6%	1	▲ 10
2017年度	660	11	1.7%	5	▲ 5
合計	11,909	310	2.6%		
2018年度	660				
2019年度	1,000				

【海外需要開拓支援機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2013年度	550	-	0.0%	▲ 6	▲ 6
2014年度	350	216	61.6%	▲ 15	▲ 21
2015年度	260	70	27.1%	▲ 15	▲ 36
2016年度	350	24	6.8%	▲ 23	▲ 59
2017年度	400	89	22.3%	▲ 39	▲ 98
合計	1,910	399	20.9%		
2018年度	400				
2019年度	400				

【海外交通・都市開発事業支援機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2014年度	1,105	-	0.0%	▲ 3	▲ 3
2015年度	752	87	11.6%	▲ 11	▲ 14
2016年度	1,096	21	2.0%	▲ 13	▲ 27
2017年度	1,226	155	12.6%	▲ 18	▲ 46
合計	4,179	263	6.3%		
2018年度	1,332				
2019年度	1,292				

【日本政策投資銀行（特定投資業務）】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2015年度	1,300	448	34.5%	6	6
2016年度	1,000	1,005	100.5%	12	18
2017年度	1,000	536	53.6%	13	31
合計	3,300	1,989	60.3%		
2018年度	2,580				
2019年度	2,600				

【海外通信・放送・郵便事業支援機構】 (単位：億円)

年度	投資計画 (a)	投資実績 (b)	投資執行率 (b/a)	単年度損益	累積損益
2015年度	270	-	0.0%	▲ 2	▲ 2
2016年度	679	13	1.9%	▲ 5	▲ 7
2017年度	416	35	8.3%	▲ 18	▲ 25
合計	1,365	48	3.5%		
2018年度	312				
2019年度	352				

## 2. 産業投資のガバナンスに係る基本的な考え方

産業投資は、政策性と収益性という満たすべき2つの要件があることから、それぞれの要件に対応したガバナンスを講じる必要がある。

### (1) 政策性のガバナンス

政策性については、①産業投資全体として、民間の状況等を踏まえ、我が国の産業の開発及び貿易の振興に係る重要課題に対して、戦略的かつ機動的にエクイティ性資金を供給し、併せて、緊急かつ重大な課題が発生した場合に適切に対応することが必要である。②その上で、産投機関は、産業投資全体の政策性と整合しつつ、産投機関の設置根拠法や投資基準等に基づいた政策性を有していることが必要である。

そのための産業投資の産投機関に対するガバナンスについては、国際的な競争環境の中で日本経済の成長力強化等につながる戦略的な投資を行うという産業投資の意義に則った投資等が行われるよう、国内外の経済・産業・イノベーションの動向等を先取的に把握しつつ、産投機関との取決め等を通じて適切な管理を行っていくことが必要である。

### (2) 収益性のガバナンス

収益性については、投資として必要なリスクテイクを行いつつ、産業投資全体として収益性を確保することが重要である。そのために、産業投資は、産投機関の個別の収益性についても、適切にガバナンスを行う必要がある。

具体的には、産業投資は、①産業投資全体の収益性について管理を行うとともに、②産投機関の収益性について、産投機関との事前の取決め等を通じて管理を行っていくことが必要である。また、産投機関の収益性に課題が生じた場合の対応についても、予め枠組みを構築しておくことが必要である。

### (3) 海外における課題認識と投資効果の最大化等に向けた取組状況

海外の公的投資においては、投資の直接の原資となる資金供給について、投資効果の最大化や支援の機動性・弾力性の確保を図る観点から、以下のような対応が見られる。

ドイツのハイテク起業基金では、公的なエクイティ性資金の供給を呼び水として民間資金動員を図り、ハイテク起業基金に対する支援の必要性に賛同する企業が増えていること、及びハイテク起業基金の投資パフォーマンスが民間企業に評価されていることから、基金に対する民間資金割合を段階的に増加させている。

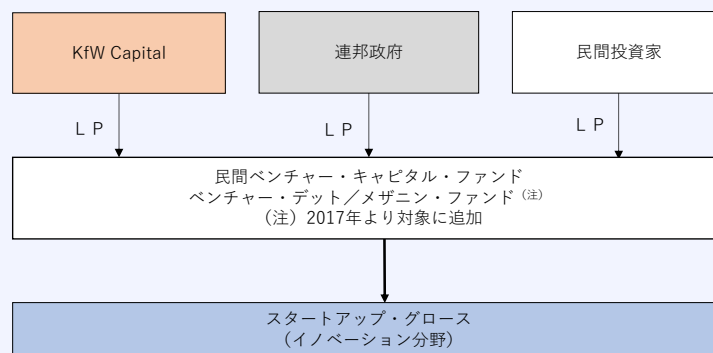


図表 II - 10 ドイツ・ハイテク起業基金 (High-Tech Gründerfonds) の例

	出資額 (出資割合)			
	連邦経済エネルギー省	ドイツ復興金融公庫 (KfW)	民間企業 (出資企業は基金毎に異なる)	
第一基金 (2005年設立) 2億7,200万€	2億4,000万€ (88%)	1,500万€ (6%)	1,700万€ (6%)	6社
第二基金 (2011年設立) 3億400万€	2億2,000万€ (72%)	4,000万€ (13%)	4,400万€ (14%)	18社
第三基金 (2017年設立) 3億2,000万€	1億7,000万€ (53%)	4,000万€ (13%)	1億1,000万€ (34%)	29社

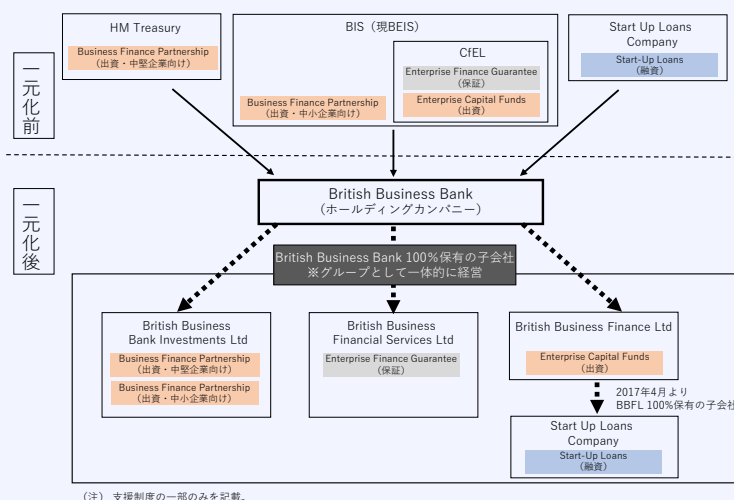
また、ドイツの ERP ベンチャーキャピタル基金投資では、民間のベンチャー・キャピタル・ファンド及びベンチャー・デット/メザニン・ファンドを対象に、民間ファンドの投資能力の強化を図っている。

図表 II - 11 ドイツ・ERP ベンチャーキャピタル基金投資の例



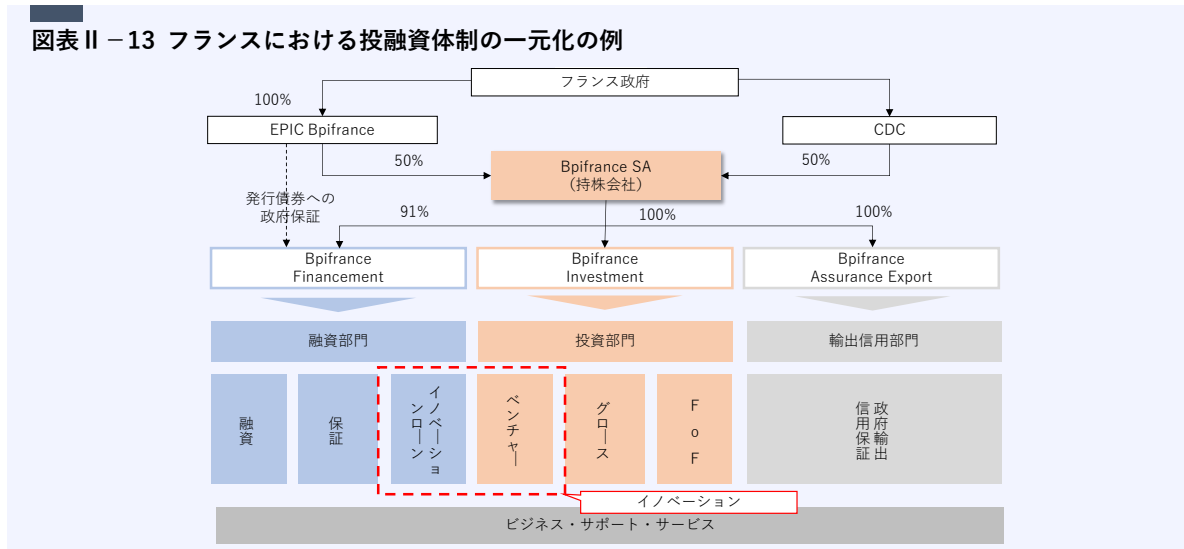
イギリスにおいては、投資業務が複数の機関に分散した場合、効率的・効果的な投資を行うことが困難であるという問題意識から、様々な公的投資等のプログラムを一元化し、効率化や人材の集約化を図っている。

図表 II - 12 イギリスにおける投融資機関等の一元化の例



フランスにおいては、Bpifrance が中小企業に対する投融資を一元的に所管しており、特にイノベーション分野においては、融資部門によるローン及び投資部門によるエクイティ投資を組み合わせた支援を実施している。

図表 II - 13 フランスにおける投融資体制の一元化の例



我が国においても、経済・産業構造が急速に変化する中で、投資分野が限定された産投機関を通じて投資を行おうとした場合、案件形成、案件形成後の機動的な事業構造の見直し、企業サイドにとって一元性のある支援、及び投資人材の確保等において困難が生じたり、間接部門の重複による非効率化を招いたりしていると指摘されている。こうした課題や海外での取組状況を踏まえれば、我が国においても、より高い政策効果の発揮や効率化につながると見込まれる場合には、産投機関のあり方の見直しを検討すべきである。

また、産業投資は、民間資金の呼び水・補完を行っていくことが重要であるため、ドイツの例のように、民間資金割合が増加するよう取り組むことは、産業投資の意義・役割を効果的に発揮していくために重要である。

今後、政府は、これらの点を踏まえ、産業投資の意義・役割が効果的に発揮されるよう取り組むべきである。

### 3. 産業投資のプリンシプル

本報告書の内容は、今後の産業投資の基本的なガイダンスとして、継続的に認識・活用されることが必要である。また、産投機関・関係省庁・投資先等、国内外の幅広い関係者にも認識され、実効的な取組が図られることが重要である。このため、国内外の幅広い関係者にも分かりやすい言葉で、産業投資の管理運営のプリンシプルを以下のように定め、今後、これに則って産業投資の管理運営を適切に実行することが適当であると考える。

#### The Industrial Investment Principles

(産業投資のプリンシプル)

The investor of the Industrial Investment will:

産業投資の出資者は、

- Encourage the private sector's challenges to promote industrial development and trade amid a global competitive environment.

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。

- Pursue excellence as a professional investment body to ensure financial returns not less than capital costs.

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。

- Design competitive investment strategies in close consultation with the private sector from the viewpoint of contributing to the redress of inefficient allocation of resources in a free market in case it exists.

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。

- Demonstrate effective governance as a shareholder in order for the relevant ministries and institutions as well to conduct their management in line with the above three principles, while considering the need for the institutions to have a degree of freedom in how they manage their affairs.

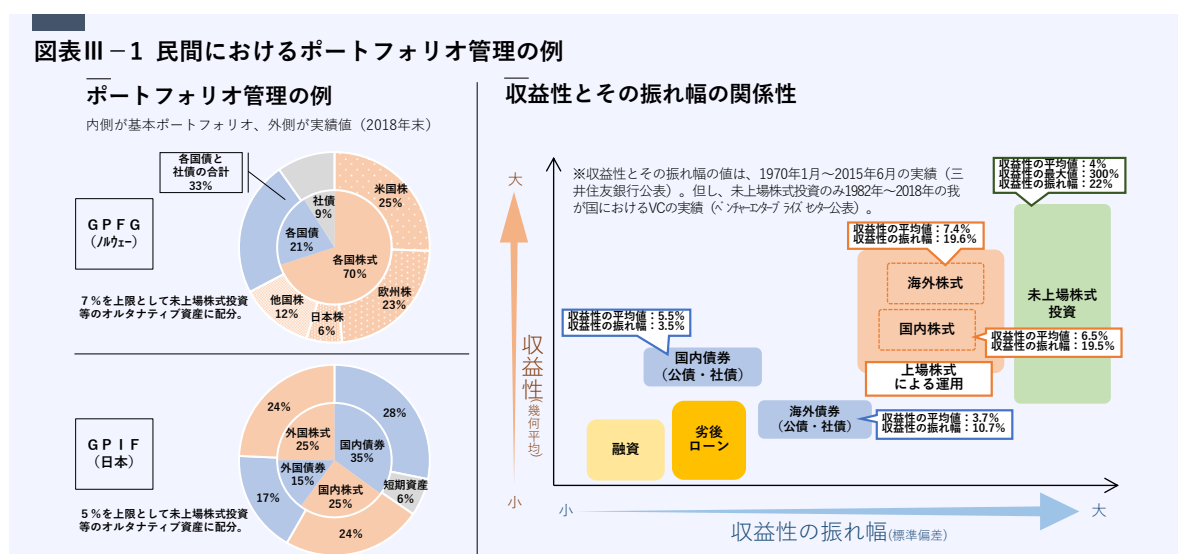
産投機関の自律的な運営の重要性に留意しつつ、産投機関・主務省においても上述の3つの原則に則った運営がなされるよう、出資者として実効的なガバナンスを行う。

### III. 管理運営に係る具体的取組

#### 1. 産業投資のポートフォリオ等

##### (1) 産業投資のポートフォリオ

民間では、融資・国債・外債・国内株式・海外株式・未上場株式等、資産の種類によって、収益性（リターン）とその振れ幅（リスク）の特性が異なる点を踏まえ、資産別投資割合（アセットアロケーション）によるポートフォリオ管理が一般的に行われている。

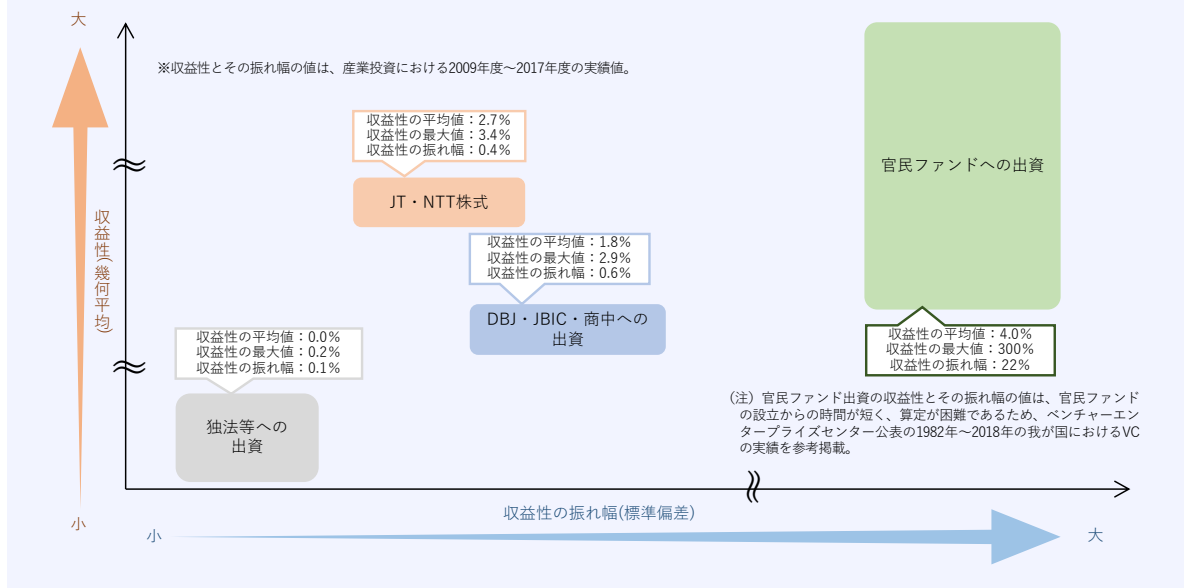


産業投資は、収益性のみならず政策性も踏まえた投資であるため、アセットアロケーションによる管理は適切ではないと考えられる。他方、投資している資産について収益性とその振れ幅に着目して分類することは可能である。例えば、現状では、独法等への出資、日本たばこ産業（JT）・日本電信電話（NTT）株式、日本政策投資銀行（DBJ）・国際協力銀行（JBIC）等への出資、官民ファンドへの出資等、4つ程度の分類により産業投資の収益性とその振れ幅の関係性を把握することができる。

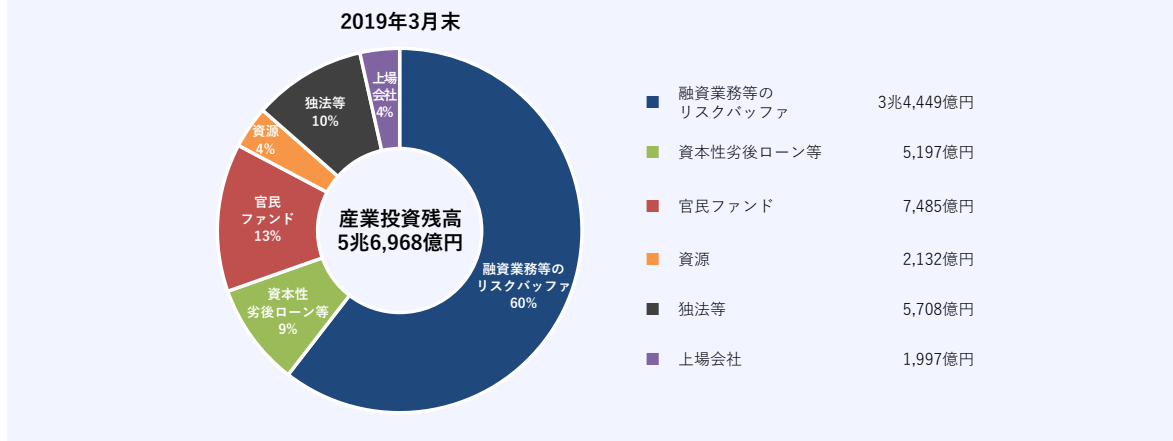
また、産業投資は、適切なリスク管理の下、民間資金の過不足の状況を分野やステージごとに把握して運営するとともに、複数の分野・事業への投資を行うことで全体として収益性・その振れ幅のバランスを取ることが重要である。こうした点を踏まえれば、産業投資のポートフォリオについては、例えば、以下のように活用することが考えられる。

- ・ 民間投資の状況をまず把握した上で、産業投資の投資分野の状況を把握し、民間との深度ある対話も行いながら、産業投資の運営を検討。
- ・ 収益性の面でも、収益性とその振れ幅に着目して分類した資産ごとの状況を把握し、産業投資の運営を検討。

図表Ⅲ-2 産業投資について収益性とその振れ幅に着目して分類した場合の例



図表Ⅲ-3 産業投資残高



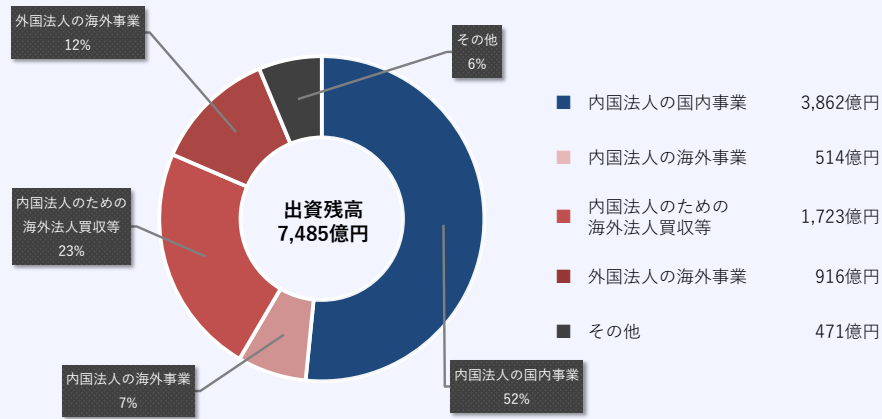
## (2) 官民ファンドの投資状況

投資の直接の原資としての産投出資を活用する官民ファンドの投資の状況(2019年3月末時点の残高、金額ベース)は、以下のとおりである。

### i. 国内外別の投資状況

官民ファンドの行う投資は、全体の約5割が国内関連事業向けであり、約4割が海外関連事業向けとなっている。

図表Ⅲ-4 国内外別の投資状況

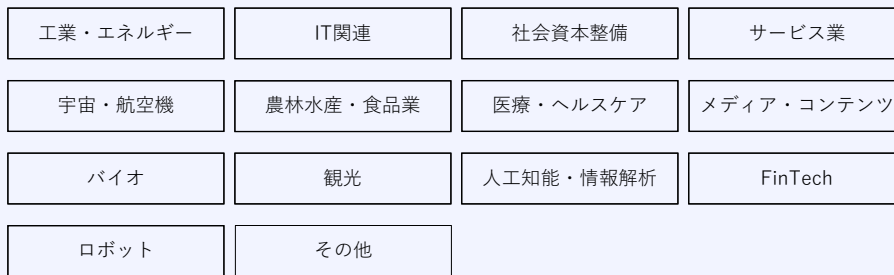


(注) 産業投資から官民ファンドへの出資金のうち、投資に使用した資金以外については「その他」に含めた。

ii. 分野別の投資状況

官民ファンド全体における投資の分野は、「工業・エネルギー」、「IT 関連」及び「社会資本整備」で約 6 割。特定領域である「バイオ」、「宇宙・航空機」及び「医療・ヘルスケア」については、いずれも 4%程度となっている。

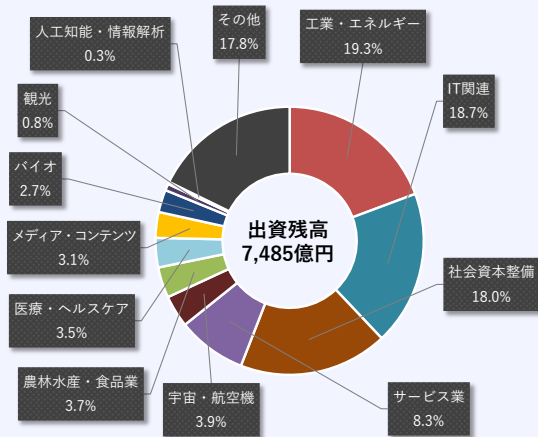
図表Ⅲ-5 投資分野の分類について



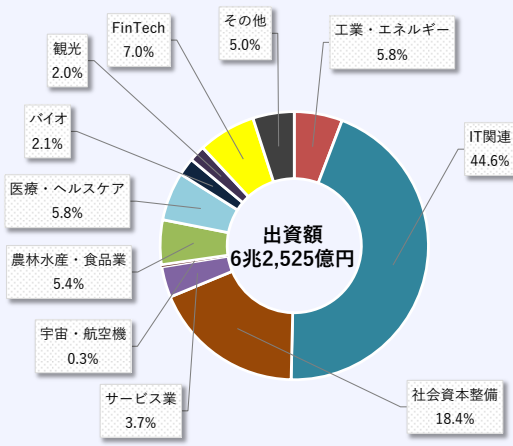
(注) 日本最大級のスタートアップデータベースである「Entrepedia (アントレベディア)」で用いられている分類を基に、14分類に集約。

図表Ⅲ-6 分野別の投資状況

官民ファンド全体の投資分野  
出資残高



(参考) 我が国における投資の分野  
2017~18年度の2カ年度の平均年間フロー



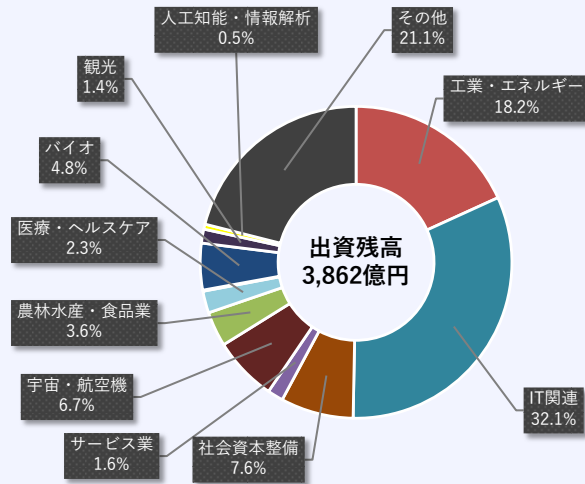
(注1) 我が国における投資の分野については、Bloomberg データベース (2019年5月21日時点) より作成。

(注2) 出資先の分野が特定されている LP 出資については当該各分野に含め、出資先の分野を問わない LP 出資については「その他」に含めた。また、0.3%未満の分類についても「その他」に含めた。

### iii. 内国法人の国内事業に対する分野別の投資状況

官民ファンドが行う国内関連事業向け投資は、「工業・エネルギー」及び「IT 関連」で約 5 割。特定領域である「バイオ」、「宇宙・航空機」及び「医療・ヘルスケア」については、2～7%程度となっている。

図表 III-7 内国法人の国内事業に対する分野別の投資状況

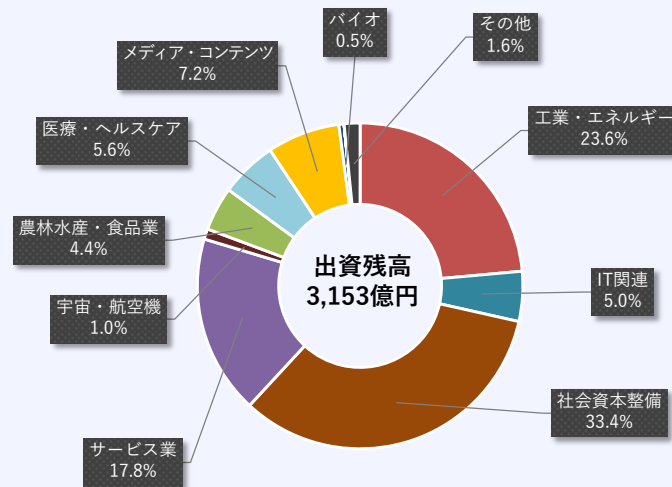


(注) 出資先の分野が特定されている LP 出資については当該各分野に含め、出資先の分野を問わない LP 出資については「その他」に含めた。また、0.3%未満の分類についても「その他」に含めた。

### iv. 内国法人及び外国法人の海外事業等に対する分野別の投資状況

官民ファンドが行う海外関連事業向け投資は、「工業・エネルギー」及び「社会資本整備」で約 6 割、「IT 関連」で約 5%。特定領域である「バイオ」、「宇宙・航空機」及び「医療・ヘルスケア」については、1～6%程度となっている。

図表 III-8 内国法人及び外国法人の海外事業等に対する分野別の投資状況

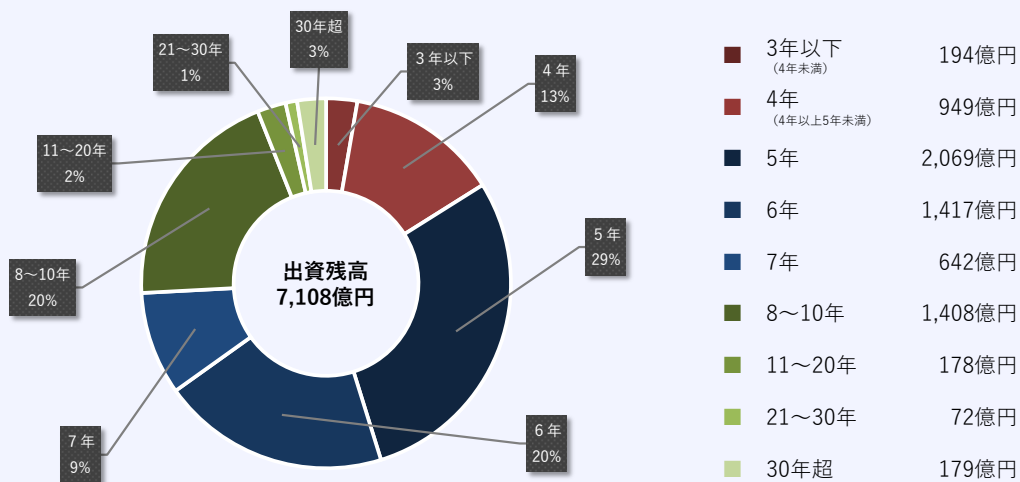


(注) 出資先の分野が特定されている LP 出資については当該各分野に含め、出資先の分野を問わない LP 出資については「その他」に含めた。また、0.3%未満の分類についても「その他」に含めた。

v. 想定投資期間別の投資状況

官民ファンドが行う投資の投資期間は、4年以下が約16%、5～7年が約58%、8～10年が約20%及び10年超が約6%となっている。

図表Ⅲ-9 想定投資期間別の投資状況

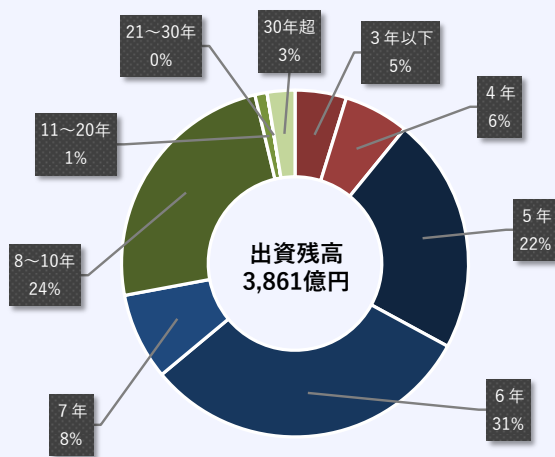


(注) 産業投資から官民ファンドへの出資金のうち、投資に使用した資金についての想定投資年数を集計しているため、グラフにおける出資残高は官民ファンドへの出資残高と異なる。

vi. 内国法人の国内事業に対する想定投資期間別の投資状況

官民ファンドが行う国内関連事業向け投資の投資期間は、4年以下が約11%、5～7年が約61%、8～10年が約24%及び10年超が約4%となっている。

図表Ⅲ-10 内国法人の国内事業に対する想定投資期間別の投資状況

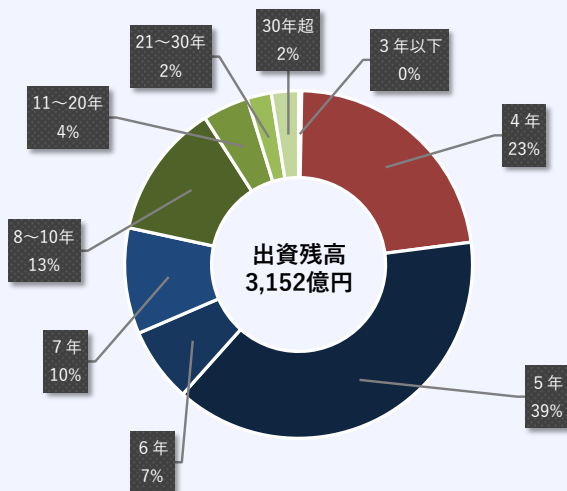


(注) 産業投資から官民ファンドへの出資金のうち、想定投資期間を一意に定めた投資に限定して、投資に使用した資金についての想定投資期間を集計しているため、グラフにおける出資残高は図表Ⅲ-7と異なる。



- vii. 内国法人及び外国法人の海外事業等に対する想定投資期間別の投資状況  
 官民ファンドが行う海外関連事業向け投資の投資期間は、4年以下が約23%、5～7年が約56%、8～10年が約13%及び10年超が約8%となっている。

図表Ⅲ-11 内国法人及び外国法人の海外事業等に対する想定投資期間別の投資状況



(注) 産業投資から官民ファンドへのお出資金のうち、想定投資期間を一意に定めた投資に限定して、投資に使用した資金についての想定投資期間を集計しているため、グラフにおける出資残高は図Ⅲ-8と異なる。

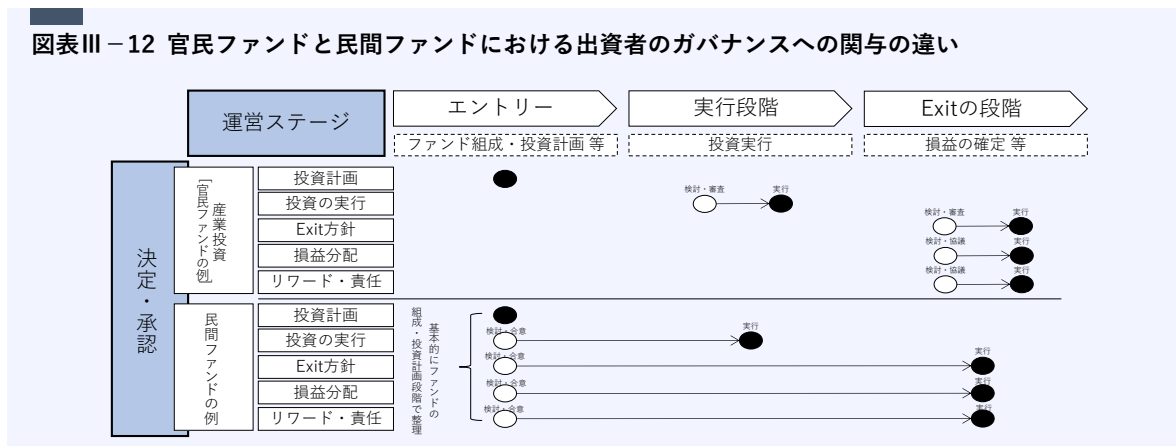
## 2. 投資の直接の原資としての産投出資のガバナンス

### (1) 出資条件について

#### i. 産業投資のガバナンスに係る状況

産業投資においては、産業投資と産投機関との間の投資実行や出資回収等のプロセスごとに、主務省・産業投資がガバナンスに関与している。産業投資と産投機関との間における産投出資時の取決めでは、出資に関する事項（金額、払込期日、払込先、申請理由）や産業投資の調査の受忍義務のみを定めている。他方、民間ファンドでは、出資契約で予め Exit や損益分配の方針等を取り決めて、適切な投資行動を確保している。

図表Ⅲ-12 官民ファンドと民間ファンドにおける出資者のガバナンスへの関与の違い



図表Ⅲ-13 出資時の書面記載事項等

産投出資時の書面記載事項	民間ファンドの契約書の項目例
<ul style="list-style-type: none"> <li>出資金額</li> <li>出資金払込期日</li> <li>出資金払込先</li> <li>出資理由</li> <li>出資者による調査権</li> </ul> <p>(出典) 出資金払込申請書</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;総則・会計に関する事項&gt;</li> <li>&lt;出資&gt; 出資金額、出資約束期間中の中断及び早期終了 等</li> <li>&lt;組合業務の執行&gt; 業務執行、借入及び保証、組合員集会、諮問委員会</li> <li>&lt;組合財産の運用及び管理&gt; 投資先事業者等発掘プロセス、投資先事業者等選定基準（地域、業種、規模、成長段階等）、投資種類決定基準、投資規模決定基準、投資先事業者育成方針、無限責任組合員及び他ファンドとの共同投資、投資回数（時期、方法）、組合財産の運用、組合財産の管理</li> <li>&lt;組合財産の持分と分配&gt; 損益の帰属割合、組合財産の分配</li> <li>&lt;費用及び報酬&gt; 管理報酬、事務手数料、成功報酬</li> <li>&lt;組合員の地位の変動&gt; 譲渡制限、脱退事由、脱退組合員払戻額</li> </ul> <p>(出典) 投資事業有限責任組合モデル契約（経済産業省、2018年3月公表）</p>

#### ii. 産業投資と産投機関との間における取決め等

産業投資においても、産投機関との間で出資時に明確な取決め等を行うことにより、産投機関の業務について責任の所在を明確化しつつ、投資や Exit の際に適切な対応を円滑に行うことができると考えられる。また、投資実行後においても政策性や収益性の状況を適切に管理することができると考えられる。

以上を踏まえれば、民間の例も参考に、予め出資時に、産投機関との間で損益分配等に関する条件を明確化することにより、適切なガバナンスを行うことが必要である。その際には、産業投資では、収益性のみならず政策性の確保も必要であること、また、産投機関には主務省の監督権限等があること等、産投機関と民間ファンドには異なる点があることに留意する必要がある。

今後、産業投資としては、新たな産投出資を行う場合には、産投機関との間で出資条件を取り決めることが適当である。例えば、産投機関との間で、以下のような出資条件を取り決めることが考えられる。

図表Ⅲ－14 産業投資の出資条件の例

**【基本方針】**

- (政策性)
- 成長資金の供給について、民間と合わせた目標等を設定するとともに、人材育成・地域活性化を積極的に推進する旨を規定
- (収益性)
- 投資額の目標及び収益性の水準を規定
- (その他)
- 機動性・裁量的自由度等の確保を明記

**【産業投資の実行】**

- 産業投資の実行を受けるにあたっての手続き等を規定

**【モニタリング・レポーティング】**

- ファンドの運営状況等について適切なモニタリングを行った上で、目標に対する進捗状況等を定期的にレポーティングする旨を規定

**【Exit方針の策定等】**

- 投資先について基本方針に沿ったExit方針を予め定めておく旨等を規定

**【収益の分配】**

- 民間ファンドの例及び基本方針に沿ったファンド財産分配方針を定め、法令に従い国庫納付する旨を規定

等

また、産業投資には、投資回収をして利益が上がるまで長期に耐えることができるという特徴がある。この特徴を活かし、リスク許容度を高めて投資の政策効果をより高めていくためにも、中長期的な観点から評価を行うことや投資目的を柔軟に見直すことが適当である。

(2) 政策性に係るガバナンスのあり方

i. 基本的なあり方

産業投資及び産投機関・主務省は、政策性に係るガバナンスを通じて、産業投資の役割及び産投機関の個別の政策目的に合致した業務の執行を確保していくことが必要である。

個別案件の政策性については、産投機関が、設置根拠法や投資基準等に基づき、主務省の監督の下で、主体的に判断する仕組みとなっている。このため、産業投資及び主務省によるガバナンスの実効性を確保しつつも、産投機関の判断の機動性や裁量的自由度を確保することが必要である。また、産投機関において、内部モニタリング機能等を適切に活用しながら業務運営を行うことが重要であり、例えば、モニタリング・ボードを設置し、市場において非効率的な資源配分が生じている領域がどこにあるか等を分析することも考えられる。

図表Ⅲ－15 日本政策投資銀行における特定投資業務モニタリング・ボードの例

日本政策投資銀行は、外部有識者で構成される「特定投資業務モニタリング・ボード」を取締役会の諮問機関として設置。

特定投資業務で行われている業務は、政策目的との整合性を含む業務の実績や、民業の補完・奨励及び適正な競争関係の確保等の状況について、モニタリング・ボードから審議・評価を受けている。

(出典) 日本政策投資銀行 統合報告書2018

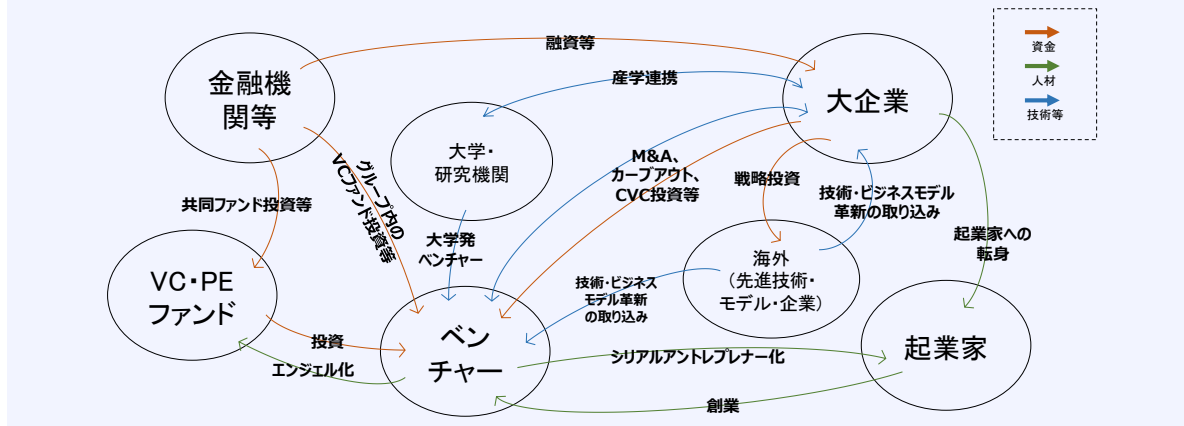
なお、産投機関の投資基準等は、産投機関の設立時に策定されていることが多いが、投資基準等の具体性は産投機関によって異なっていることや、策定後、政策面での重点や産投機関の投資を取り巻く情勢が変化する場合があることに留意する必要がある。

## ii. エコシステム構築の観点

産業投資の活用を通じ、市場における協調の失敗等による非効率的な資源配分を改善して、日本経済の成長力強化等を図っていく必要がある。特に、当面は、日本経済の成長・イノベーションを促進していく観点から、新産業の創出等に資する民間のエコシステムが構築されていくことが重要である。

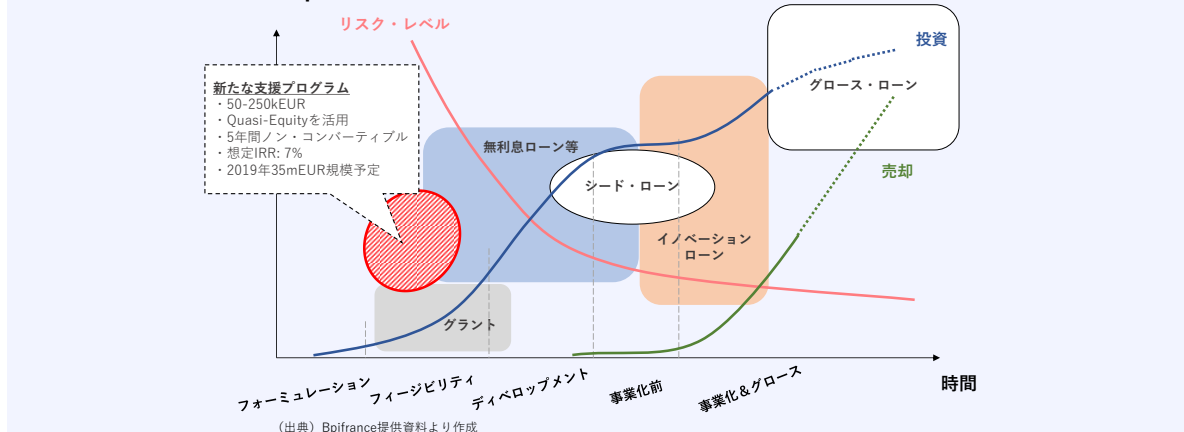
エコシステム構築にあたっては、資金面に加えて、人材や先進的な技術・ビジネスモデルがプレイヤー間で循環されるようにしていく必要がある。産業投資としても、こうした課題に対応した取組を産投機関・関係省庁に求め、エコシステム構築を図っていくことが重要である。

図表III-16 エコシステムのイメージ



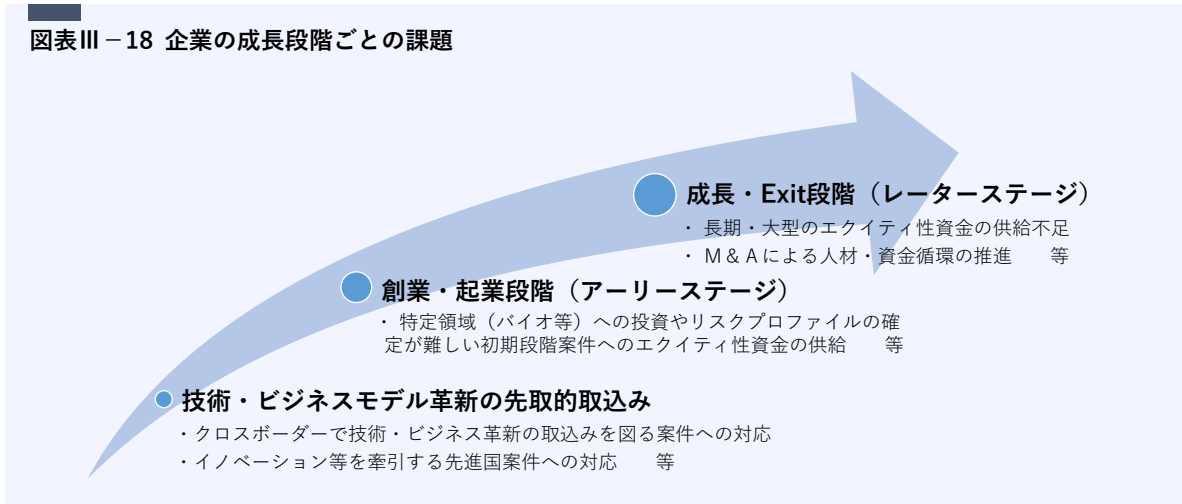
例えば、フランスの Bpifrance では、新産業の創出等につながる民間のエコシステムを構築する観点から、イノベーション分野において、回収までに時間を要する全面事業化前段階のプロジェクトに対する支援を強化するなどの取組が見られる。

図表III-17 フランス・Bpifrance における取組の例



我が国においては、エクイティ性資金の供給量全体は増加しているものの、エコシステム構築にあたり、企業が成長していく段階ごとに、以下のような課題・ボトルネックが存在している。これについて、産業投資は、海外の例も参考に、投資基準等の投資の枠組みの見直しや融資機能の活用を図ることも含め、産投機関・関係省庁とともに速やかに検討を進めていく必要があると考えられる。

図表Ⅲ－18 企業の成長段階ごとの課題



### iii. ガバナンスの方策

#### イ. 適切な枠組みの設計

産業投資は、その役割等を踏まえ、民間との深度ある対話も行いながら、投資基準等の枠組みの設計に適切に対応することが必要である。また、投資基準等によって十分に規定されていない事項がある場合には、出資時に条件として設定することが適当である。さらに、政策面での重点や産投機関の投資を取り巻く情勢変化等を踏まえ、必要に応じて、投資基準等の機動的な見直しや産投機関のあり方の見直しを求める必要がある。

#### ロ. 実行面での対応

個別案件に係る対応については、産投機関が運営・判断し、これを主務省が監督することとされている。こうした中、産投機関・主務省において、産投機関の投資機能の政策的位置付けを明確化することが重要である。また、「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」において検証が行われている産投機関の政策性に係る KPI 等も踏まえつつ、例えば、政策目的の推進に効果の高いグリーン案件への取組状況把握等、政策性の観点から必要な管理を行うことも重要である。

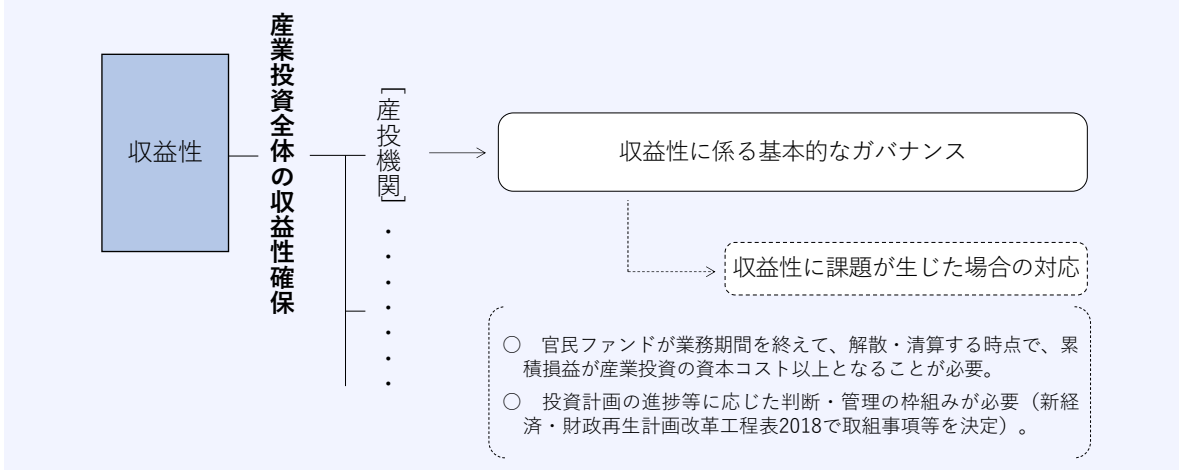
産業投資は、産投機関・主務省による運営等が適切に行われているかについて、財政投融資計画の編成過程や実地監査等を通じて確認し、必要に応じて産投機関・主務省に改善等を求めるべきである。

図表Ⅲ－19 政策性に係るガバナンスのあり方

		適切な枠組みの設計		実行面での対応
		投資基準等の適切な設計	投資基準等の見直し	運営状況等の管理
・ 産投機関 主務省		産投機関・主務省は、設置根拠法等を踏まえ、投資基準等を適切に策定	産投機関・主務省は、情勢変化等を踏まえ、投資基準等の機動的な見直しや産投機関のあり方の見直し	産投機関は、個別案件の政策性を適切に判断 主務省は、監督等を通じて産投機関の政策性に関する判断を把握
	産業投資	産業投資の役割等を踏まえ、民間との深度ある対話も行いながら、投資基準等の策定に適切に対応 投資基準等によって十分に規定されていない事項は、出資時に条件設定	情勢変化等を踏まえ、必要に応じて投資基準等の見直しを求める	産投機関・主務省による運営等が適切に行われているか、編成過程や実地監査等を通じ確認・対応

### (3) 収益性に係るガバナンスのあり方

図表Ⅲ－20 収益性のガバナンス



#### i. 基本的なあり方

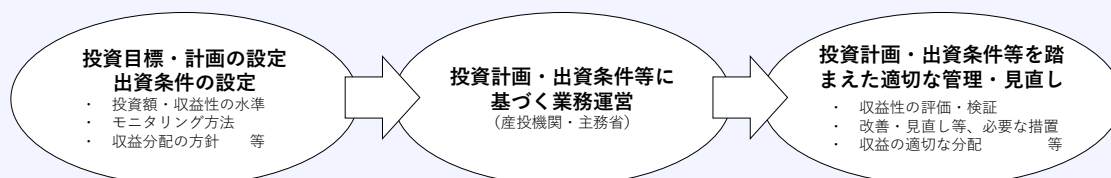
産投機関は、産投機関の業務の特性、政策性、民間資金の誘発等の観点も踏まえ、収益性の水準を適切に設定することが重要である。また、産投機関において実際に収益が生じた場合は、産業投資が、過去の投資のリターンを再投資に回す仕組みであることを踏まえ、適切に収益分配が行われる必要がある。

また、産業投資はリスクを取りながらエクイティ性資金を供給するものであるため、個別の産投機関の収益性のモニタリングに加えて、産業投資全体の収益性をポートフォリオの状況を踏まえて確認・対応することが重要である。

これを踏まえ、収益性に係る基本的なガバナンスとして、まずは、産投機関及び主務省において、客観的に検証可能な投資目標・計画を設定した上で、予め出資時

に産業投資と産投機関との間で、産投機関の収益性の水準や収益分配の方針等について定量的に明確化すべきである。その上で、これらの目標・計画等に基づき、産投機関・主務省が、産投機関内部のモニタリング機能等を適切に活用しながら業務運営を行うとともに、収益性の検証、業務の改善・あり方の見直し等の管理及び必要な措置を適切に行う仕組みとすることが必要であると考えられる。

図表Ⅲ－21 投資計画の進捗等に応じたガバナンス

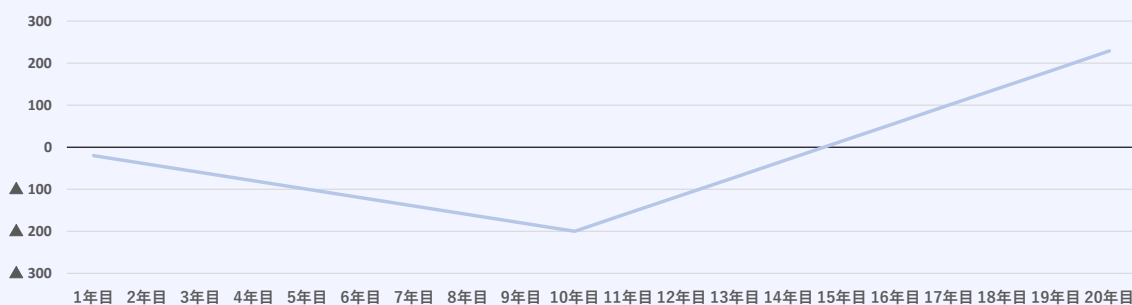


### イ. 収益構造を踏まえたガバナンス

一般的に投資業務においては、投資後、投資先企業の価値上昇に時間を要するため、設立からしばらくの間は収益よりも費用が先行し、累積損失を計上する。投資期間の後期には投資収益を計上し、累積損失を解消して収益を上げる収益構造（＝投資損益のJカーブ）となっている。

投資の直接の原資としての産投出資を活用する産投機関に対するガバナンスは、こうした投資業務の収益構造の特性を踏まえて検討する必要がある。

図表Ⅲ－22 投資損益のJカーブのイメージ



投資の直接の原資としての産投出資を活用する産投機関は、解散・清算する時点で、累積損益が予め定めた収益性の水準を上回る必要がある。投資の累積損益は、投資実績から得られる累積投資収益から経費総額を差し引いたものであるため、一定の収益率を想定すると、経費との関係で一定の投資実績を達成することが必要となる。

以上を踏まえれば、投資の直接の原資としての産投出資を活用する産投機関に対するガバナンスにあたり、収益構造の特性を踏まえ、産投機関の業務期間の初期においては、投資実行の進捗を定量的にモニタリングすべきである。また、併せて、収益率についても、累積損益に直接影響する要素であることから、投資

態勢及び投資方針の確認等を通じて、その確保が図られているか確認することが必要である。

#### ロ. 産業投資及び産投機関の収益性

投資の直接の原資としての産投出資を活用する場合、産業投資と産投機関との間で収益性の水準を定める際には、その目標水準は少なくとも産業投資の資本コスト以上となる必要がある。現在、産業投資の資本コストは、産業投資に使われなければ一般会計の債務償還に充てられたと想定し、国債金利によることとしている。

産投機関においては、事務コスト等を含め、最終的な損益が目標水準を上回るよう、各機関におけるリスク等を勘案したハードルレート（産投機関ごとの資本コスト）を適切に定め、投資判断を行うことが必要である。

#### CAPM（資本資産評価モデル）における資本コストの算出式

$$E(r_i) = r_f + \beta_i \{ E(r_m) - r_f \}$$

$E(r_i)$ ：資本コスト（株式  $i$  の期待リターン）

$r_f$ ：リスクフリー・レート（＝国債金利）

$\beta_i \{ E(r_m) - r_f \}$ ：リスクプレミアム

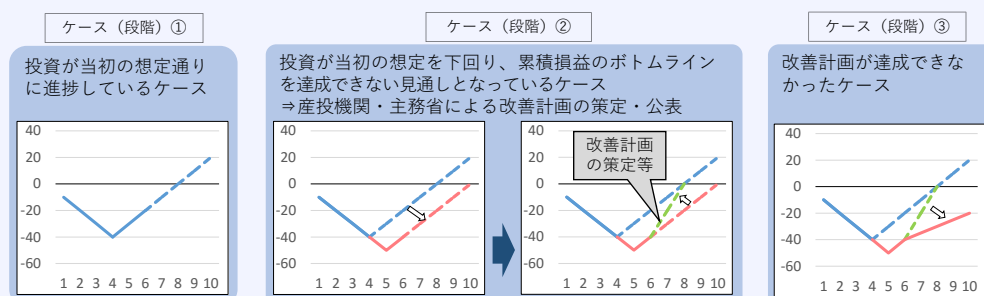
$\beta_i$ ：株式  $i$  の  $\beta$

$E(r_m) - r_f$ ：マーケットリスク・プレミアム（株式市場全体の投資利回りとリスクフリー・レートの差）

#### ii. 収益性に課題が生じた場合のガバナンス

投資実行の進捗の定量的なモニタリングを行う中では、投資目標・計画と実績を定量的に検証し、投資目標・計画と実績に乖離が生じている場合には、産投機関・主務省において、定量的に検証可能な改善目標・計画を策定・公表し、さらにそれが達成されない場合にあつては、産投機関・主務省において抜本の見直しを図る必要がある。

図表Ⅲ－23 収益性に課題が生じた場合のガバナンス



官民ファンドについては、こうした考え方を踏まえ、「新経済・財政再生計画改



革工程表 2018」において、投資計画の進捗等に応じた判断・管理の枠組みが明確化されている。これにより、2019 年度央、2020 年度及び 2021 年度において計画・実績の検証を行い、その結果を踏まえ、産投機関・主務省において必要な措置を講じることとされている。

図表 III - 24 新経済・財政再生計画改革工程表 2018

	取組事項	実施年度			KPI	
		2019年度	2020年度	2021年度	第1階層	第2階層
に 既 存 資 源 ・ 資 本 の 有 効 活 用 等	<p>58 官民ファンドの効率的かつ効果的な活用の推進と収益構造の改善等</p> <p>官民ファンドについては、政策的観点からの有効性や収益見通し等を監督官庁及び出資者において不断に確認しつつ、民業補充にも配慮した適切な支援決定、KPI の設定等を通じ、より効率的かつ効果的な活用を進める。あわせて、ファンド・機関の統合による業務の効率化等を通じた収益構造の改善を推進するとともに、使用見込みの低い政府出資金及び剰余金については遅滞なく国庫納付・配当等を行う。</p> <p>官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会及び財政制度等審議会財政投融資分科会における指摘を踏まえ、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・計画を作成し、2019年4月までに公表。</p> <p>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2019年度央までに策定・公表。</p> <p>各官民ファンドが設定するKPI について所要の見直しを行う。</p> <p>≪財務省及び官民ファンド監督官庁≫</p>		左記目標・計画と実績との乖離を検証し、乖離が認められる場合には、2020年5月までに改善目標・計画を策定・公表。	左記目標・計画と実績との乖離を検証し、乖離が認められる場合には、2021年5月までに改善目標・計画を策定・公表。	○数値目標・計画策定のファンド数・割合	○累積損失解消のファンド数・割合

(出典) 2018年12月20日 第17回経済財政諮問会議資料

### iii. 収益性に係るガバナンスの方策

産業投資は、収益性の確保に必要な事項について、予め出資時に産投機関との間で定量的に明確化し、出資後はそれに基づき、産投機関の収益性を継続的に把握することが重要である。また、収益性に課題が生じているにもかかわらず産投機関・主務省において適切な対応が図られない場合には、出資金保全の観点から出資者としての適切な対応が必要となることを前提に、まずは、産投機関・主務省において産投機関のあり方に係る抜本的な見直しを含め必要な対応を実行するよう促していく必要があると考えられる。

図表 III - 25 収益性に係るガバナンスのあり方

	適切な枠組みの設計	早期・客観的な状況把握	適切な改善計画等の設定	必要な措置の実施	
産投機関・主務省	<p><b>投資計画・目標の設定</b></p> <p>産投機関・主務省は、客観的に検証可能な水準を設定</p>	<p><b>先取的な状況把握</b></p> <p>産投機関は、収益性を先取的・定量的に把握</p> <p>主務省も、監督等を通じて、産投機関の収益性を的確に把握</p>	<p><b>改善計画等の設定と実行</b></p> <p>産投機関・主務省は、客観的に検証可能な定量的な改善計画等を策定・公表</p> <p>主務省は、政策性にも留意しつつ、改善計画等でコミットした目標の達成に向けて適切に管理</p>	<p><b>計画等の進捗状況等を踏まえた措置</b></p> <p>産投機関・主務省は、計画等と実績に乖離が生じている見込みとなっている場合、抜本的な見直しを検討</p> <p>主務省は、法改正を含め必要な対応を実行</p>	<p><b>産投機関・主務省の対応に応じた産業投資としての対応</b></p> <p>産投機関・主務省で十分な対応が適時に図られない場合は、出資金保全等の観点から、必要に応じて、出資者として適切に対応</p>
産業投資	<p><b>出資条件の設定</b></p> <p>収益性の確保に必要な事項は、出資時に条件設定</p>	<p><b>産業投資による状況把握</b></p> <p>産投機関の収益性を的確に把握</p>			

### 3. 投資の直接の原資以外の産投出資

#### (1) 現状とこれまでの実績

投資の直接の原資以外の産投出資は、日本政策投資銀行や国際協力銀行の融資業務等のリスクバッファ、日本政策金融公庫の資本性劣後ローン業務のためのもの等である。これらは、中長期の資金供給を通じた日本経済の成長力強化等に活用されているほか、金融危機や大規模災害など日本社会・経済の危機時においては、スタビライザーとしての機能を発揮している。

#### (2) ガバナンスのあり方等

##### i. 基本的な考え方

このように、投資の直接の原資以外の産投出資は、これまで重要な役割を果たしており、今後も適切に活用されていくことが重要である。その際、これらの産投出資についても、政策性と収益性の2つの要件を満たす必要がある。

具体的には、政策性の面では、財務基盤として産投出資を活用している業務の場合、当該業務は、市場において非効率的な資源配分が生じている領域等に重点を置いて、日本経済の成長力強化、生産性向上等に資する必要がある。また、収益性の面については、出資金保全等の観点から、産投機関の財務の健全性の確保等が必要である。

##### ii. ガバナンスの方策

融資業務等のリスクバッファとして産投出資を行った産投機関は、政策性に係るガバナンスを通じて、産業投資の役割及び産投機関の個別の政策目的に合致した業務の執行を行う必要がある。特に、政策的必要性の高いプロジェクトを支援するための財務基盤強化等として措置した産投出資は、例えば、当該プロジェクトの見直し・完了、社会情勢の変化等により、足下で当該プロジェクトの資金として一部活用されなくなる場合もあることに留意する必要がある。また、収益性に係るガバナンスを通じて、適切に収益性の確保を図ることも重要である。

こうした点や政策性の観点から、民間資金の呼び水・補完という基本的な考え方を踏まえつつ、産業投資は、産投機関における既往出資の活用状況を定期的に確認することが適当である。併せて、既往出資の産投機関の財務の健全性及び収益性の状況についても確認することが必要である。

以上のことから、投資の直接の原資以外の産投出資のガバナンスの方策として、産投機関・主務省から毎年8月末に既往出資の活用状況等についての報告を受けるとし、産投出資の要求がない産投機関分も含めて、財政投融资計画の編成過程において、既往出資の取扱いについて検討することが必要である。

# 財政制度等審議会 財政投融资分科会 名簿

令和元年6月14日現在

<b>&lt; 委員 &gt;</b>	◎ 池尾 和人	立正大学経済学部教授
	○ 翁 百合	(株)日本総合研究所理事長
	高田 創	みずほ総合研究所(株) 副理事長エグゼクティブエコノミスト
	野村 浩子	淑徳大学人文学部教授
	渡部 賢一	野村ホールディングス(株)名誉顧問
<b>&lt; 臨時委員 &gt;</b>	江川 雅子	一橋大学大学院経営管理研究科教授
	土居 丈朗	慶應義塾大学経済学部教授
	富田 俊基	(株)野村資本市場研究所客員研究員
	富山 和彦	(株)経営共創基盤代表取締役CEO
	中里 透	上智大学経済学部准教授
	林田 晃雄	(株)読売新聞東京本社論説副委員長
	原田 喜美枝	中央大学商学部教授
<b>&lt; 専門委員 &gt;</b>	川村 雄介	(株)大和総研特別理事
	工藤 禎子	(株)三井住友銀行常務執行役員
	家森 信善	神戸大学経済経営研究所教授・副所長

(注1) ◎は分科会長、○は分科会長代理

(注2) 小枝淳子 早稲田大学政治経済学術院准教授、中島厚志 (独) 経済産業研究所理事長及び沼尾波子 東洋大学国際学部教授は、平成31年3月末まで本分科会の臨時委員等として本報告書のとりまとめに向けた議論に参加した(肩書は当時)。

財政制度等審議会 財政投融资分科会  
開催実績

平成31年 3月7日 産業投資の管理運営について①

リスクマネー供給を巡る状況と課題

(有識者ヒアリング)

仮屋 蘭聡一氏

(一社) 日本ベンチャーキャピタル協会会長

朝倉 祐介氏

シニフィアン (株) 共同代表

4月17日 産業投資の管理運営について②

官民ファンドの投資計画の報告

海外調査報告

令和元年 5月24日 産業投資の管理運営について③

今後の産業投資について (論点整理)

6月14日 今後の産業投資について (とりまとめ)

(注) 以上のほか、上記開催実績以前の本分科会においても、産業投資について審議が行われてきたところである。