

**財政投融资の在り方に関する議論の整理**  
**—時代の変化を踏まえた規律ある運営に向けて—**

**令和6年7月29日**

**財政制度等審議会 財政投融资分科会**

## 目次

1. はじめに	2
2. 財政投融資の役割と課題	3
(1) 基本的な役割	3
(2) 資金供給の方法・対象分野	3
(3) 運営の在り方	5
(4) 危機時の対応	6
(5) 大学ファンド	6
3. 産業投資の在り方	8
(1) 産業投資の運営改善・ガバナンス強化	8
①ポートフォリオの管理運営	8
②各機関の投資活動に対するモニタリングの高度化	9
③大型案件に対する対応	11
④各機関への建設的関与	11
⑤収益懸念に対する実効的対応	12
⑥借入れに対する規律の強化	13
(2) 財源面での仕組上の課題	13

## 1. はじめに

平成 13 年度に行われた抜本的な財政投融资改革以降、財政制度等審議会・財政投融资分科会においては、時々の経済社会情勢を踏まえつつ、財政投融资の役割や運用の在り方について議論を行ってきた。

近年では、平成 26 年に「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について」（以下、「平成 26 年報告書」という。）をとりまとめ、財政投融资の役割や、今後期待される対象分野等について整理を行った。また、令和元年にとりまとめた「今後の産業投資について」（以下、「令和元年報告書」という。）では、産業投資の役割・課題やガバナンスに係る基本的な考え方の整理を行った。

本年は、平成 26 年報告書のとりまとめから 10 年、令和元年報告書のとりまとめから 5 年の節目にあたる。この間、財政投融资は、新型コロナウイルスの感染拡大への対応や、スタートアップ支援等の重要な政策課題への対応に活用されてきたが、大学ファンド向けに市場運用の原資として大規模な財政融資資金を貸し付けるという異例の対応も行った。また、リスクマネーの供給手段である産業投資の規模は拡大傾向で推移し、令和 6 年度財政投融资計画においても当初計画ベースで過去最大の規模となったところである。しかし、産業投資のポートフォリオを見ると、官民ファンドの一部において累積損失の拡大といった問題も生じている。

こうした状況も踏まえ、当分科会においては、これまでのとりまとめにおける整理を基調としつつ、産業構造の変化、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、脱炭素成長型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いる状況の中、財政投融资を取り巻く経済社会情勢に対応するため、財政投融资が担うべき役割や在り方について検討を行った。特に、産業投資について、運営改善・ガバナンス強化のための取組や、財源面での仕組み上の課題について具体的な議論を行った。

本報告書は、こうした議論のポイントをとりまとめたものである。

## 2. 財政投融資の役割と課題

### (1) 基本的な役割

財政投融資の役割については、平成 26 年報告書において、「自助努力の促進による事業の効率的な実施や受益者負担の実現を通じて租税負担の抑制を図るという特徴を發揮しつつ、中長期的な視点から、かつ、民間金融を補完しながら、資金面からの成長制約を解消する」ものと整理されている。こうした財政投融資の基本的な役割は今も変わっておらず、この考え方を引き続き維持することが適当である。

我が国では、人口減少や少子高齢化が進む中、生産性向上や供給力強化等を通じて、持続的な経済成長を実現していくことが求められている。通常、経済活動は民間部門が中心的な役割を果たすことが期待される。しかし、公的部門が出融資の形で事業を支援することは、事業を行う上での資本コストの引下げ、資金の量的補完及びリスク分担につながり、民間部門の経済活動を後押しする効果があると考えられる。また、公的部門が資金供給に関わることは、民間部門の関与を促す効果もあり、こうした点も財政投融資の意義と考えられる。

さらに、財政投融資による支援は、民間金融のみでは機能しにくい事業を対象に、利払・償還や配当という形で収益を確保する前提で資金供給を行うことで、経営を規律付け、事業の効率的実施を促す効果が期待できる。したがって、政策的意義があり、かつ、収益性が見込まれる成長分野への支援については、自助努力の促進や受益者負担といった特徴を有する財政投融資の活用が検討されることが望ましい。

### (2) 資金供給の方法・対象分野

財政投融資は、かつては高速道路や鉄道といった社会資本や住宅の整備等に広く活用されてきたが、2000 年代以降、個々の事業について見直しが行われた結果、その対象分野は大きく変化し、海外投融資や中小零細企業向けの資金供給

等の比重が高まる形で現在に至っている。また、近年では産業競争力強化やイノベーション創出といった観点から、スタートアップ支援等でも財政投融資が一定の役割を果たしてきているが、こうした動きは我が国の持続的成長を支えるための産業基盤の育成・構築という、いわばソフト面での社会資本整備と捉えることもできる。

財政投融資の規模の大半を占める財政融資については、今後も引き続き民業補完性と償還確実性という原則を堅持し、金利リスクを踏まえた安定的な運用に留意した上で、具体的な対象分野等は必要に応じて見直すことで、長期・固定・低利という特徴を生かし、経済社会情勢の変化に伴う新たな資金ニーズに適切に応えていくべきである。

産業投資については、長期的にその規模を拡大させつつ、近年では、主としてスタートアップ支援、インフラや天然資源等に係る日本企業の海外展開支援、脱炭素化やサプライチェーンの強靱化等の分野を対象として、リスクマネーを供給する役割を担ってきた。

今後についても、経済社会情勢が急速かつ激しく変化するとともに、国際的な地政学リスクが高まる中で、民間のみでは負うことの難しいリスクを負担できる産業投資の役割は益々高まっていくと考えられる。また、企業部門が全体として貯蓄超過の状況にあることを踏まえると、こうした余剰資金を成長分野への投資に結び付けていく呼び水としての役割も、引き続き重要であると考えられる。

他方、産業投資のポートフォリオの状況を見ると、全体として一定の利益が確保されているものの、収益源が特定の機関に偏在しているほか、近年、出資先として比重を増している官民ファンドの一部において累積損失が著しく拡大するなど、ガバナンス面で一層の改善を図っていく必要性が明らかになっている。

こうした点を踏まえ、産業投資については、我が国として戦略的に重要な分野に対して、民間資金を呼び込みつつリスクマネーを供給するという役割をより

適切かつ効果的に果たしていくため、運営改善・ガバナンス強化等を通じた機能強化が図られるべきである（具体的な内容については、「3. 産業投資の在り方」を参照）。

### **（3）運営の在り方**

財政投融資の運営の在り方について、平成26年報告書及び令和元年報告書の内容が、引き続きおおむね妥当すると考えられるものの、この間の実際の運営状況を踏まえ、必要な改善を検討することは有意義であると考えられる。

第一に、財政投融資が持つ金融的側面を踏まえ、規律ある運営が徹底される必要がある。かつて、収益性の乏しい事業への資金供給に財政投融資が活用された事例や、ノーペナルティでの繰上償還を認めた事例があるが、こうした運営は繰り返されるべきではない。財政投融資とは異なり、一般会計を通じた財政支援は渡し切りで金銭的リターンが得られず、交付後のガバナンスも効きづらい等の性質を有している。両者の間には明確な役割分担がなされるべきであり、財政政策のツールとしてそれぞれ適切に活用される必要がある。また、近年比重の高まっている海外投融資等に伴うリスクにも留意が必要である。時々の経済社会情勢を踏まえ財政投融資の運営の在り方を見直していくことは重要であるが、その際、目先の資金ニーズといった事情のみが優先されることのないよう十分に注意すべきである。

第二に、規律ある運営を確保する観点から、これまで当分科会で議論してきた原則・基準を再確認した上で、それに準拠した形で財政投融資計画の編成・執行等が行われることが必要である。また、政府全体としてのEBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング）の促進に向けた動きも踏まえ、財政投融資においてもデータを活用した定量的な評価の活用を進めることが望ましい。

第三に、財政投融資の実務を担う財務省理財局及び財務局等の関係部署においては、高い専門性が要求される付加価値の高い業務に対応できるよう人材育

成や体制整備を進めていく必要がある。特に、エクイティ性資金を扱う産業投資については、後述するような運営改善・ガバナンス強化を図っていくためにも、近年の規模拡大や対象機関の経営状況も踏まえつつ、公正価値評価の活用等、必要に応じて民間の知見も活用しつつ、出資業務をはじめファイナンス全般について専門的な知見・経験を有する人材の育成・確保や、体制強化に取り組むべきである。また、地方公共団体に対する財務状況把握や地方公営企業に対する実地監査において、地方の課題解決を支援するコンサルティングに注力していることは高く評価でき、こうした取組を効果的に展開していくために、財務局等の関係部署を含め、人材育成や知見の蓄積・共有を一層進めていくことが期待される。

#### **(4) 危機時の対応**

平成 26 年報告書のとりまとめ以降も、新型コロナウイルスの感染拡大時に過去最大規模の計画額の計上を行ったり、本年初頭に発生した能登半島地震への対応として地方公共団体に係る財政融資資金運用計画の追加を行ったりするなど、財政投融资は機動的に低利で資金を提供し、危機時のセーフティネットとしての役割を果たしてきた。

大規模な自然災害や金融資本市場の混乱といった危機時におけるセーフティネットとしての財政投融资の役割は引き続き重要であり、将来の危機においても効果的な対応が行えるよう、過去の対応の有効性やコストを検証するなど、備えの確認を行うことが望ましい。

#### **(5) 大学ファンド**

大学ファンド向けの財政融資については、当分科会として令和 3 年 12 月に整理したとおり、政策目的とは直接関係がないリスクのある市場運用の原資として、極めて大規模な財政融資資金を貸し付けるという、異例の対応であった。

こうした本事業の特殊性や、貸付期間が極めて長期に及ぶことを踏まえ、財政融資資金の償還確実性が損なわれることのないよう、本事業に対して特段の注意を払って関与していく必要がある。具体的には、資金運用においてリスクが適切にコントロールされているか、資金運用による運用益が十分に確保されていないにもかかわらず大学への助成が優先されていないか、償還期に向けて着実に自己資本の充実が図られているかなど、本事業における資金運用や大学への助成について、継続的にモニタリングを行っていくべきである。

### 3. 産業投資の在り方

#### (1) 産業投資の運営改善・ガバナンス強化

産業投資については、経済社会情勢の変化に伴いその役割が高まる一方で、収益面で課題を抱える出資先が存在することを踏まえ、適切な収益を上げながら期待される政策目的を実現していくため、平成 26 年報告書や令和元年報告書でとりまとめられた内容をベースとしつつ、一層の運営改善・ガバナンスの強化に取り組むべきである。

こうした考えの下、政策性と収益性の両立が求められるという産業投資の特殊性を考慮しつつ、収益管理等の在り方については民間主体による取組も参考としうるとの認識に立ち、その具体的な方策について①～⑥のとおり検討を行った。

なお、一連の取組を進めていく際には、各機関やその所管省庁の責任との関係に留意する必要がある。すなわち、各機関における投資決定やその後の案件管理は、それぞれの経営陣の責任の下で適切に行われ、機関内で強固なガバナンス体制を築く必要があることは言うまでも無い。また、各機関の所管省庁は、個別の業務執行については各機関の自主性を尊重しつつ、法律上の監督権限に基づき、各機関の運営状況を確認し、問題が認められる場合には必要な監督対応を行う責任を負う。その上で、財務省理財局は、各機関に対する出資者としての立場及び産業投資を総括する立場から、政策効果の達成状況、経営陣の能力・構成、経営方針・財務状況及びガバナンスの有効性といった点を中心にモニターし、各機関に対して必要に応じて改善を促すとともに、所管省庁に対して必要な監督対応を求めていくべきである。

#### ①ポートフォリオの管理運営

産業投資の運営に当たって、平成 26 年報告書においては「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ーメン

トにより、毀損を回避し、一定の利益を確保する」、令和元年報告書上の『産業投資のプリンシプル』においては「資本コスト以上の適切な収益を確保する」とされている。産業投資に求められているこうした収益性は、一般会計からの出資金・補助金と決定的に異なる点であり、今後の運営においても徹底される必要がある。

こうした観点から、産業投資のポートフォリオ全体の収益性について、定量的な投資評価指標によりモニタリングやディスクロージャーを行っていくべきである。なお、収益性の水準は、政策性との両立が求められ、民間では行いづらいリスクテイクをしつつ全体として利益を上げるという産業投資の性格を踏まえ、短期的な変動のみならず、中長期的な時間軸で評価していくべきものである。

また、産業投資の計画額については、これまでも時々の政策課題を踏まえた資金配分を行ってきたが、近年、スタートアップ支援、GX、サプライチェーン強化などの分野を中心に産業投資を活用した支援ニーズが高まっていることから、各機関の政策性・収益性を確保し、民間のみでも対応可能な事業については民間に任せるとの原則を遵守した上で、より重点的・効率的な資金配分としていくべきである。また、財政投融资計画の編成においては、各機関・各省庁の要求内容を踏まえつつも、以下②以降の取組で得られた知見も積極的に活用し、産業投資全体として適切な収益を上げながら各種の政策課題に効果的・効率的に対応していくべく、ポートフォリオ全体を考慮した資金配分がなされるべきである。

## ②各機関の投資活動に対するモニタリングの高度化

### (個別データ等を活用したモニタリング)

個別の産投機関の収益性について、財務省理財局においては、これまで主として累積損益に着目した管理を行っており、その背景となる各機関の投資活動については必ずしも十分に分析ができていなかった。今後については、各機関の業

績やリスク管理体制、資本構成について深度ある理解・評価に努めるとともに、各機関の個別投資案件についても、横比較可能な形で定期的に必要なデータを取得した上で、体制整備を図りつつ分析を行うことが適当である。また、こうした評価・分析も活用しつつ、各機関との対話を通じて必要に応じて適切なリスク管理等を促していくべきである。

こうした取組は、各機関の収益状況についてのフォワードルッキングな課題把握や、多面的・定量的な評価に資すると考えられるものであり、早期に実行に移した上で、データ項目や分析手法について、継続的に改善を図っていくべきである。

なお、こうした分析等を通じて各機関の投資活動を評価していく上では、機関毎に投資対象や資金供給の手法が異なることを十分に踏まえる必要があるほか、収益性ととも、政策的な意義・目的やその達成状況について検証を行っていくことが求められる。

### **(公正価値評価)**

現状、官民ファンドにおいては、公正価値評価の実施は限定的な状況であるが、今後はポートフォリオ管理の一環として活用を進めていくことが適当である。

国際的には非上場株式についても公正価値評価が標準となり、国内でも足許で促進に向けた取組が進んでいる中、官民ファンドにおける公正価値評価の活用は、我が国における公正価値評価の普及・定着を後押しすることにも繋がると考えられる。なお、市場価格を有さない非上場株式等の公正価値評価については、一定の仮定の下で算出されるものであり、単純にその水準のみに着目すべきではなく、個別投資案件の状況を多面的に評価する材料の一つである点に留意する必要がある。

### ③大型案件に対する対応

足許では官民ファンドが大型の投資案件に取り組む例が見られるが、官民ファンド等による大型の投資案件は、各機関のみならず、産業投資全体のポートフォリオにも大きな影響を与えうるほか、政策効果の発現や収益確定までに長期間を要する場合もある。このため、財務省理財局は、各機関及び所管省庁に対して、投資決定やその後の案件管理について特に慎重な対応を求め、その状況を重点的にモニタリングしていくべきである。また、投資資金の規模やそのリスクを十分に踏まえ、各案件の政策的な意義・目的やその達成状況、今後の展望、リスク・リターンについて分かりやすい形で説明責任を果たすよう求めていく必要がある。

### ④各機関への建設的関与

#### (経営陣を含めた機関との対話・実地監査の実施)

各機関の経営状況等の監督については、現状、財務省理財局としても財政投融資計画の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。今後については、経営陣を含めた各機関との建設的な対話や、必要に応じた実地監査の実施により、出資者として主体的に各機関に対するエンゲージメントの深化にも取り組んでいくことが適当と考えられる。

#### (産投機関間の連携・知見共有)

足許では政府機関によるスタートアップ向けのプラットフォーム(Plus)への官民ファンドの参加に向けた動きがあるが、産投機関の業務に一定の共通性が認められることを踏まえ、こうした枠組みも活用しながら、産投機関間の連携・知見共有を進めていくことが望ましい。

## ⑤収益懸念に対する実効的対応

これまで個別の産投機関に収益上の懸念が生じた際には、その都度、原因分析を行った上で改善対応が試みられてきたが、今後も更にそうした状況が生じた際に実効的な対応がとられるよう、出資者としての基本的な対処方針を明確にしておくことが必要である。

すなわち、今後、産投機関の収益性に懸念が生じる可能性が認められる際には、出資者として、各機関及び所管省庁に対して、収益懸念の内容・原因に応じて以下の対応を求めていくことが適当と考えられる。

懸念の内容・原因	求めるべき対応
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に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	投資方針の見直しや、リスク管理の強化等の改善対応を求める。
組織体制等の構造的問題があると考えられる場合	業務運営体制等の強化、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。

仮に各機関及び所管省庁において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、追加の財投措置の見合わせ、執行留保のほか、株主総会における経営体制の刷新等を目的とした議決権行使を含め、厳格に対応していくべきである。この際、特に、収益懸念が産投機関の組織体制等の構造的な問題に起因する場合には、経営体制の見直しや組織の統廃合といった選択肢を排除せず、真に実効的な改善対応が検討されるべきである。

## ⑥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、政府保証付きの借入れにより資金調達を行う先が存在する。産投機関の借入れについては、レバレッジ効果により産業投資のリスク・リターンに直接影響するため、財務省理財局は出資者としてその水準や活用方法について適切に管理すべきである。特に、これらの政府保証のうち短期（期間5年未満）のものについては、現行法令上は財政投融资計画の対象とはなっていないが、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踏まえ、産業投資と一体的に管理していく必要がある。

### (2) 財源面での仕組上の課題

産業投資を管理する財政投融资特別会計の投資勘定においては、現行制度上、毎年度の予算において歳入を勘定内に留保しておく仕組みや、歳入不足時に自前で機動的に資金調達を行う手段がない。このため、産業投資の規模が毎年度変動する配当金等の水準に厳格に制約され、また、財源の大半がNTT株とJT株に由来するという不安定な構造にある。投資活動という性質上、財源の見通しが立てづらい、決まった財源以上に出せない、といった形では政策ニーズに的確に対応する上で問題であり、改善を図るべきである。

産業投資をより安定的かつ機動的に運営していくためには、一定の範囲で柔軟性を確保することが必要であり、3. (1) で述べた運営改善・ガバナンス強化に向けた取組を前提として、財源の平準化や必要に応じた資金調達のための仕組みについて、制度改正も念頭におきつつ検討することが適当である。

例えば、投資勘定に設けられている投資財源資金については、現行制度上、一般会計からの繰入れしか認められておらず、昭和38年度を最後に活用されていない状態にあるが、投資勘定内で歳入歳出差額が生じた場合にこれを翌年度以降の投資財源として留保できれば、年度毎の収入の平準化や資金ニーズに対する機動的な対応が可能となるため、必要な措置について具体的に検討すること

が適当である。

なお、借入れによる資金調達は、必要に応じた資金調達のための選択肢の一つであると考えられる。ただし、産業投資がリスクの高い事業を対象とするエクイティファイナンスであるとの性格に鑑み、仮に借入れの活用を検討する場合には、野放図な規模拡大により投資勘定の財務の健全性が損なわれたり、収益性に問題のある事業に安易に資金が充当されたりすることのないよう、限定的に運用されることが不可欠である。この観点から、今後も配当金等が基本的な投資原資であることを確実に担保するため、許容しうるリスクの客観的把握に基づいて借入金の上限を設定する等の措置を講じるべきである。

上記の条件を満たした上で、財源の平準化や必要に応じた資金調達が実現できれば、産業投資を通じて政策的に必要な分野に必要な規模の支援を行うことが可能となる。運営改善・ガバナンス強化に向けた取組と相まって、こうした新しい産業投資の仕組みの下で、政策目的の実現と、それによる経済的利益が配当等の形で国庫に還元されるという好循環を目指していくべきである。

以上を踏まえ、法令改正も含め、必要な具体的対応について検討していくことを求める。

(以上)

# 財政制度等審議会 財政投融资分科会 名簿

令和 6 年 7 月 29 日現在

<b>&lt; 委員 &gt;</b>	◎	翁 百合	(株)日本総合研究所理事長
	○	土居 丈朗	慶應義塾大学経済学部教授
		野村 浩子	東京家政学院大学特別招聘教授
	丸田 健太郎	有限責任あずさ監査法人常務執行理事	
	家森 信善	神戸大学経済経営研究所教授	
	渡辺 努	東京大学大学院経済学研究科教授	
	<b>&lt; 臨時委員 &gt;</b>	有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 パートナー弁護士
岡田 章裕		(株)読売新聞東京本社論説副委員長	
工藤 禎子		(株)三井住友銀行代表取締役副頭取執行役員	
小枝 淳子		早稲田大学政治経済学術院教授	
富田 俊基		(株)野村資本市場研究所客員研究員	
山内 利夫		ソラリス・マネージメント(株) エンゲージメント・ディレクター	

(注) ◎は分科会長、○は分科会長代理

# 財政制度等審議会 財政投融资分科会 開催実績

- 令和6年4月19日 財政投融资の現状と課題について  
今後の進め方（案）
- 5月24日 産業投資について
- 6月17日 論点整理（案）
- 7月29日 財政投融资の在り方に関する議論の整理  
（とりまとめ）