# Ⅲ．産業投資の在り方

## １．産業投資の役割

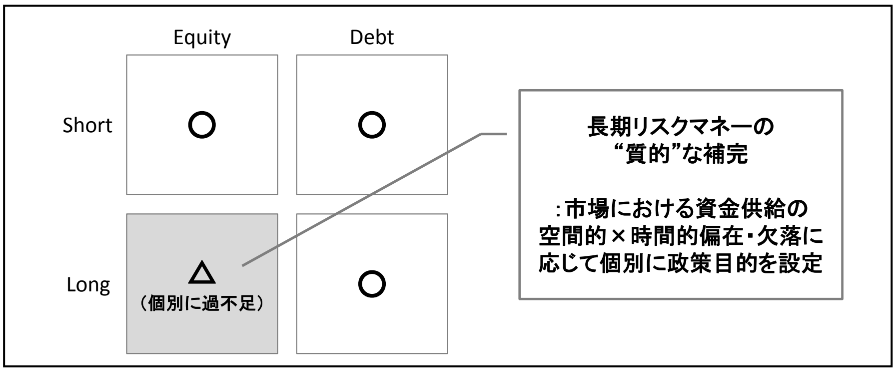
### （１）基本的な考え方

産業投資は、政策的必要性が高くリターンが長期的に期待できるものの、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、長期リスクマネーを呼び水として供給（エクイティ、メザニンファイナンス）することにより、官民の適切なリスク分担の下、民間が負担しきれないリスクを政府が分担し、民間金融による資金供給を誘発する「質的補完」の役割を発揮している［図表３−１、３−２］。

投資対象は、ガバナンスや収益性の観点から、政府の監督権限及び政府出資規定等を有する特別法により設置される法人に限定しており、その際、法律に国庫納付規定、配当規定又は利益分配規定のいずれかを設けている。

投資財源は、ＮＴＴ・ＪＴ株式の配当金、ＪＢＩＣの国庫納付金等を活用し、投資先からのリターンを再投資する仕組みである。ただし、毎年度の編成で、政策的必要性、事業の収益性や所要額を精査した結果、歳入（配当金収入等）が歳出（産業投資支出）を上回り、剰余が生じる場合には、予算で定めるところにより一般会計へ繰り入れている。

［図表３−１］市場における資金供給状況




（財政投融資分科会〔平成 26 年４月７日開催〕冨山委員提出資料）

［図表３−２］主な産投機関

| | 投資実績の区分 | 主な産投機関名 |
|---|---|---|
| ① | 資本性資金の供給や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 | (株)日本政策投資銀行、(株)国際協力銀行、<br>(株)日本政策金融公庫、<br>(独)石油天然ガス・金属鉱物資源機構　等 |
| ② | 将来の研究開発成果による資金回収<br>⇒ 新規採択の廃止、資金回収の徹底 | (独)新エネルギー・産業技術総合開発機構、<br>(独)情報通信研究機構、(独)医薬基盤研究所、<br>(独)農業・食品産業技術総合研究機構 |
| ③ | ファンドを通じたリスクマネー供給 | (株)産業革新機構、<br>(株)農林漁業成長産業化支援機構、<br>(株)民間資金等活用事業推進機構、<br>(株)海外需要開拓支援機構　等 |

## （２）課題と視点

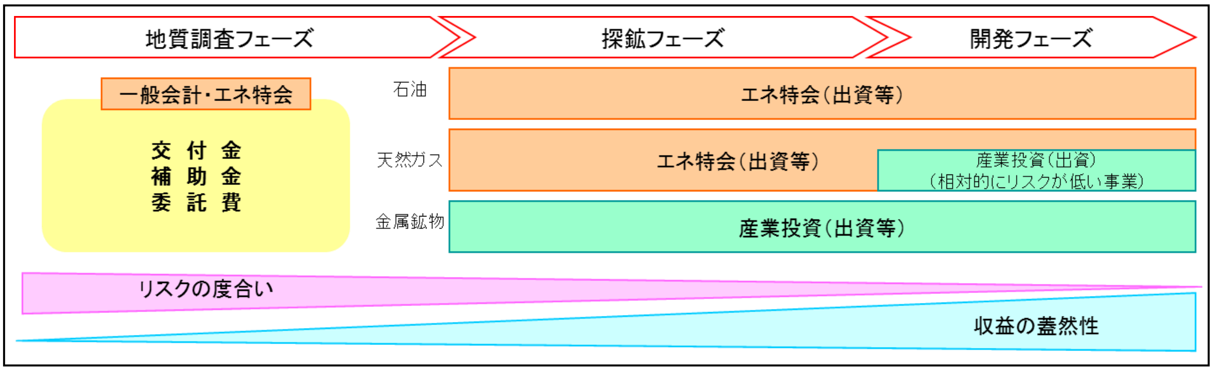
### ｉ．　民間の投資マーケットの補完

民間金融機関等の行う投資活動は、長くとも５年程度までの短中期的投資が中心であり、短期的な期間損益も株主等から厳しく問われるのに対し、産業投資は、収益が上がるまで長期的に耐えることのできる資金であることが特徴であり、こうした面から民間の投資マーケットの補完を行っていくことが重要な役割となっている。投資スキームの組成や投資実行に際しては、民間企業や民間ファンドと協業・協力を行うことで、民間資金を最大限活用している。

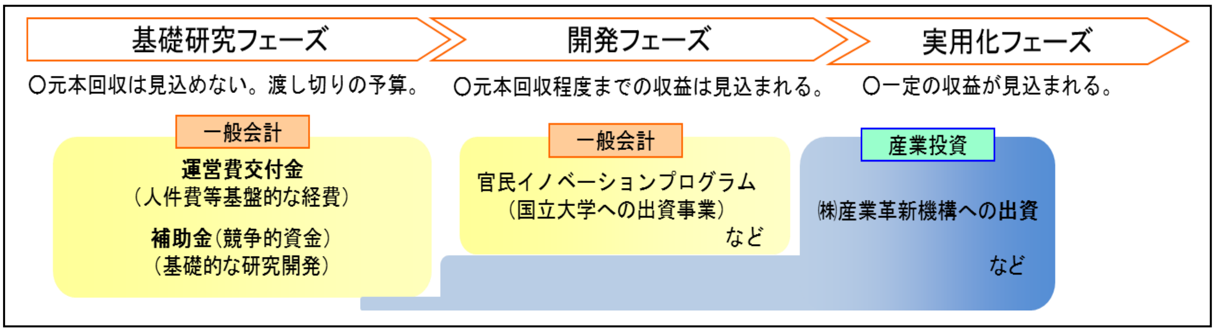
### ｉｉ．　一般会計等による出資と産業投資の役割分担

渡し切りの補助金・交付金とは異なり、出資金は出資者に対して収益を還元する必要のある資金である。リスクの度合いに応じて、一般会計等による出資は元本回収程度までの収益が見込まれる事業を対象とするのに対し、産業投資は元本を上回る一定の収益が見込まれる事業を対象としている［図表３−３、３−４］。

［図表３−３］ＪＯＧＭＥＣを通じた資源開発における一般会計・エネ特会と産業投資の役割分担




［図表３−４］研究開発における一般会計と産業投資の主な役割分担



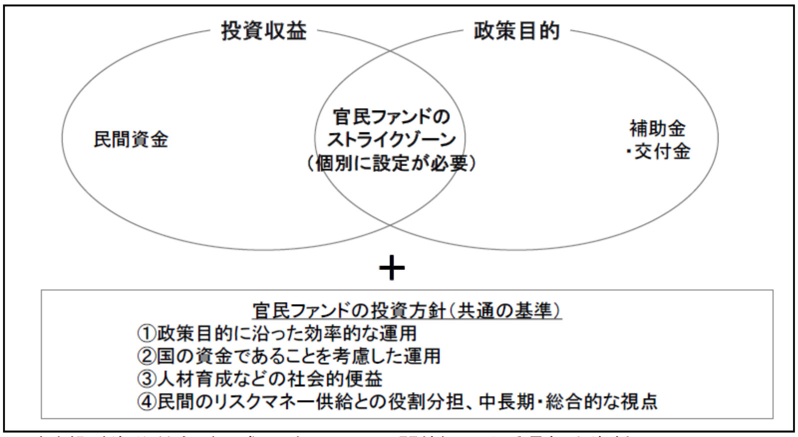

### ｉｉｉ．　官民ファンドの投資方針

全ての官民ファンドに共通する基準として、公的資金の活用であることに鑑み、①政策目的に沿って効率的に運営されているか、②リスク性資金ではあるが、国の資金であることも十分配慮された運用が行われているか、③資金供給のみならず、人材育成等の社会的便益（外部性）を考慮しているか、④民間のリスクマネー供給との関係や役割分担が適切か等を重視して、短期的な利益ではなく、中長期的な視点から対象事業全体を総合的に評価して、投資を実行することが求められる。

加えて、官民ファンドの運営にあたっては、「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させることが課題であり、投資収益・政策目的の両面に対し、各ファンド個別の投資準則・モニタリング指標を設定する必要がある［図表３−５、３−６］。

さらに、こうした投資方針の下、官民ファンドから民間のベンチャーファンド等に対するＬＰ投資（ファンド・オブ・ファンズ）をより積極的に活用して、自律的なベンチャー投資環境を育成することが必要である。

［図表３−５］官民ファンドのストライクゾーン




（財政投融資分科会〔平成 26 年４月７日開催〕冨山委員提出資料）

［図表３−６］官民ファンドと民間ファンドの主な相違点

| | 官民ファンド（産業革新機構の例） | 民間ファンド |
|---|---|---|
| 存続期間 | 15 年［法定］<br>（投資から回収までの期間は原則５～７年） | 10 年以内<br>（最後の３～５年で回収） |
| 目標 | 投資案件の収益性及び実現可能性に加え、<br>投資の政策目的や社会的なインパクトを重視 | 投資案件の収益性及び実現可能性の検討により投資収益を最大化 |
| 収益性 | 投資倍率（マルチプル）を重視<br>（中長期的に投資事業の回収額を最大化） | ＩＲＲを重視<br>（短期的収益を追求） |

## ２．産業投資のリスク管理の在り方

### （１）これまでの収益と償却事例

産業投資は、個々の投資案件について利益を確保する必要はないが、全体で、継続的に一定の利益を上げ、赤字を出さずに運営する必要があり、昭和 28 年の産投特会設立以来、４兆 6,868 億円の出資金残高（ストック）に対し、3,739 億円の毀損額を加味しても、３兆 5,501 億円の利益（フロー）が生まれ、そのうち１兆 3,480 億円を一般会計へ繰り入れている。

他方、長期リスクマネーという性格に鑑み、主に研究開発法人において個々の事業が十分な収益を確保できず償却した事例があり、最大の償却は基盤技術研究促進センター（経済産業省・総務省〔旧郵政〕所管）の 2,684 億円である。

（参考）**基盤技術研究促進センター出資制度の概要と問題点**

新規に設立される研究開発会社に出資し、研究開発成果のロイヤリティー収入（特許料）等により回収を予定していたが、以下の問題点から毀損が生じた。

① 基礎的・基盤的な技術であり、陳腐化のスピードが早く、実用化・製品化を通じた特許料収入に結びつかなかった。

② 研究開発会社１社あたり 20 社超が出資しており、競合する企業間で実用化の最終段階まで共同研究を継続することが困難であった。また、出資企業の意向は、主として成果を自社へ活用する点にあり、成果管理会社は最小の人員と経費で運営され、成果の普及活動を殆ど行っていなかった。

③ 制度が段階的に見直されるまで、新規採択時・採択後も外部評価委員会による収益性や事業化のチェックがなかった。

## （２）課題と視点

公的資金であり、政策目的の実現及び出資の毀損の回避が求められており、短期的な国庫納付・配当の必要はないが、個々の機関毎に、中長期的な利益確保の見込みを定期的に検証することが必要である。

また、ＮＴＴ・ＪＴ株式配当金に大きく依存するのではなく、それ以外の投資から得られるリターンも国庫納付等として確保し、それを政策的に必要な再投資に回す資金の流れを確立することが重要である。その際、特に個別案件で多額のキャピタルゲインが生じた場合は、その一部を出資者たる国に目に見える形で分配することも重要である。

### ｉ．執行（フロー）管理

各機関に対する産業投資の執行は、個別案件毎に、①投資内容、投資決定のプロセスや背景、②各投資先企業の財務情報や回収見込額について事前に確認し、資金需要に応じて実行し、その結果、予算額を下回った場合は、不用として、翌年度以降の財源に活用している。

### ｉｉ．残高（ストック）管理／配当・利益分配

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取るポートフォリオマネージメントにより、産業投資の毀損を回避し、一定の利益を確保する。また、各機関からの配当･利益分配は、組織形態や投資内容の特性に応じて対応する。

① 政策金融機関等（ＪＢＩＣなど）の配当・利益分配は、安定性・継続性に配意しつつ、業績動向、財務状況及び配当性向等を総合的に勘案して決定する。

② 官民ファンドは時限組織であるとともに、フェーズ（投資期間、回収期間）により資金需要も異なるため、配当・利益分配は、機構の投資方針やフェーズ毎に対応する。特に産革機構は、発足から５年程度が経過し、今後は投下資本の回収も生じるため、投資実行後の状況等について適時適切な把握を行う。

③ 海外の資源開発を行うＪＯＧＭＥＣは、個別案件のプロジェクト管理及び案件

全体のリスク管理の体制が適切に機能しているか、利益剰余金の国庫納付が適切なものであるか、中期計画策定時や財政投融資のＰＤＣＡサイクルの各段階において確認を行う。

#### ｉｉｉ. 官民ファンドのガバナンス確保

「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させるためには、官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことがまず重要であり、その上で、出資者たる国が官民ファンドの運営状況の確認を行う必要がある。こうした観点から、出資者としてのガバナンスの確保を図る**【Ⅶ. ２.出資者として】**。

特に、産業投資が長期リスクマネーを呼び水として供給して、民間投資を誘発するベンチャー支援等の分野では、産業投資の仕組み自体に目利きやモニタリング機能がないことから、官民ファンドへの出資の「入口」及び官民ファンドによる出資の「出口」において民間資金を最大限活用するとともに、十分な審査体制及びリスク管理態勢の下で、民間の人材・ノウハウを活用して投資案件の目利きを行うことにより収益性を確保することが重要である **[図表３-７]**。

① 案件発掘及びデューディリジェンスは、投資のプロフェッショナルである民間の人材・ノウハウを受け入れる。

② 投資決定は、民間の社外取締役等により構成される「投資決定委員会」が中立的な立場から行う。

③ 投資後のモニタリングは、政策目的の達成状況が事後検証可能な指標（ＫＰＩ：Key Performance Indicator）等を設定して評価を行うとともに、投資チームとは別のチームが行う等、運用方針の変更が適切に行われる体制を整備する。

**[図表３-７]**過去の償却事例を踏まえた、産業投資による新たなベンチャー支援

| | 投資内容 | 出資回収・管理 | ガバナンス等 |
|---|---|---|---|
| 基盤技術研究促進センター（15 年４月解散） | ・主に基礎研究の段階 | ・資金拠出のみで、経営参加型支援（ハンズオン）は行わない<br>・成果の普及活動は最小の人員・経費で運営され、機能せず | 当初は外部有識者による評価は実施されず（制度見直しにより段階的に実施） |
| 産業革新機構（21 年７月設立） | ・主に開発・実用化の段階<br>・民間資金を最大限活用 | 投資先への取締役派遣など経営参加型支援(ハンズオン)により、企業価値を高め、ＥＸＩＴ（Ｍ＆Ａ、ＩＰＯ等）を図る | 産業革新委員会（投資決定委員会）が中立的な立場から決定 |

## ３. 産業投資の対象分野

### （１）基本的な考え方

産業投資は、従来から、政策金融機関や独立行政法人等に対し、資本性資金の供給や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を目的とした出資を実施し、近年は、官民ファンドを通じて長期リスクマネー供給を強化し、これを

呼び水として民間資金を誘発している。
具体的には、「今後の産業投資の在り方について」（平成 20 年６月　財政投融資に関する基本問題検討会　産業投資ＷＴ）を踏まえ、以下の３つの対象分野に重点的に活用している。

① 研究開発・ベンチャー支援…産革機構によるベンチャー企業等や先端技術の事業化支援
② レアメタル探鉱・開発等の国家的プロジェクト…ＪＯＧＭＥＣによる天然ガス、地熱、金属鉱物等の探鉱・開発支援
③ 環境・アジアへの投資の促進等…ＪＢＩＣによるアジア向け及び気候変動対策の海外投資支援

特に研究開発・ベンチャー等の分野においては、産業投資を活用して、民間の人材・ノウハウによる運営を基本としつつ、民主導の新しい官民パートナーシップの構築に向けた取組みを行っていく必要があるとされ、平成 21 年度に産業革新機構を創設した。その後、政府の成長戦略を受け、農業の６次産業化、クールジャパン戦略、民間資金を活用したインフラ整備（ＰＦＩ）などに対象分野が拡大している。
一方、研究開発法人向け投資は、「独立行政法人の事務・事業の見直しの基本方針」（平成 22 年 12 月７日閣議決定）等を踏まえ、事業を廃止し、新規採択を停止しており、大幅に減少（平成 26 年度予算はゼロ）している。

## （２）課題と視点

日本の産業競争力強化に向け、生産性向上により一人当たりＧＤＰを高め、成長力のある海外と一体的に日本経済が成長するとともに、日本企業が再びリスクを取って設備投資を行うことが必要であり、これらを促進するための環境を整備するため、官民の適切な役割分担の下、政府が一定のリスクを分担し、民間のリスクテイクを補完して民間投資を誘発することが求められている。このため、当面は、例えば以下の各分野において、産業投資を通じて、適切なリスク管理の下で、長期リスクマネーを呼び水として重点的に供給する。その際、各機関が、それぞれの特色に応じて、適切な役割分担を行うことにより、政府全体として効果的・効率的な運営が行われることが必要である **［図表３-８］**。

**ⅰ.　産業競争力強化（ＤＢＪ、ＪＢＩＣ、日本公庫、ＪＯＧＭＥＣなど）**

産業競争力強化の基盤となる資源確保は、開発期間が長期間にわたり、費用も高額で、企業負担が大きく、事業リスクが高いことから、民間企業のリスクテイクを補完することが求められる。また、風力発電等の再生可能エネルギーの導入を推進するため、電力システム改革の進捗状況も視野に入れつつ、必要な設備投資に対する支援も検討する。

**ⅱ.　イノベーション創出（産革機構、農水機構、ＤＢＪ〔競争力強化ファンド〕、日本公庫など）**

イノベーション創出に必要なエクイティ性の事業資金（特にアーリー・ベンチャー）について、民間のみで十分な資金を供給できておらず、新規・成長産業の事業リスクを資金面から支援する。

**iii.　インフラ輸出（ＪＢＩＣ、インフラ輸出機構〔新設予定〕）**

海外インフラプロジェクトには、ビジネスリスク、政治リスク、需要リスク等が存在しており、民間企業等と適切にリスクを分担しつつ、インフラシステムの海外展開を戦略的に推進する。

**iv.　中堅・中小企業の海外展開（日本公庫、ＪＢＩＣ、商工中金〔グローバルニッチトップ支援貸付〕、クールジャパン機構など）**

劣後ローン等の長期資金やファンドを通じたエクイティ性の資金の供給により、中堅・中小企業の海外展開を促進し、アジアを中心とする新興国の需要を獲得する。

**v.　インフラ投資（ＰＦＩ推進機構、ＤＢＪなど）**

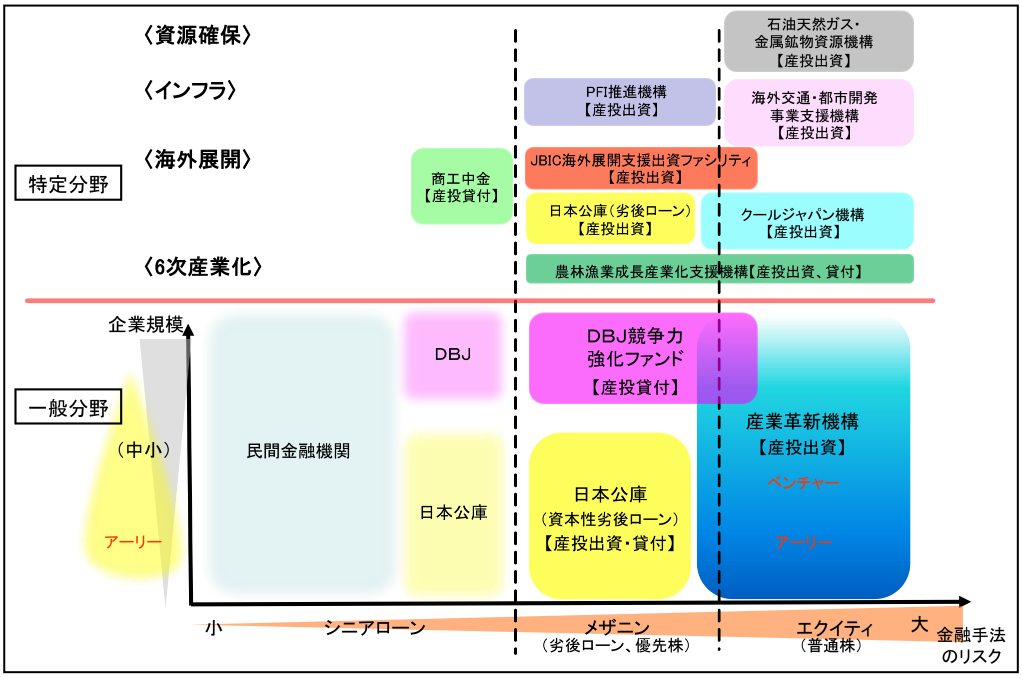
民間資金を活用するインフラ整備・運営を着実に実施するとともに、民間インフラファンドの組成を促進する。

**vi.　地域活性化（日本公庫、農水機構、クールジャパン機構など）**

地域産業の成長を図るため、中小企業の創業支援や地域企業の事業再生を支援するとともに、農業の６次産業化、“地域クールジャパン企業”の海外展開などにも新たに取り組む。

（注）特に地域活性化の分野においては、財務局を活用した総合的な情報の発信や媒介など、各地域でワンストップでの支援調整を行うためのプラットフォーム機能が求められる。

[図表３－８]企業規模や対象分野に応じた産業投資の活用（主なもの）



## ４．産投出資と産投貸付の役割・特徴

### （１）基本的な考え方

産業投資は、財政融資と異なり、リスクが高い事業を対象として、主にエクイティファイナンス（産投出資）を実施している。最近はメザニンファイナンスの供給源としての役割も担っており、産投出資に加えて、産投貸付も特例的・限定的に活用している［図表３－９、３－１０］。

- 産投出資は、各機関が行う出資の原資又は業績連動型の金利設定の融資（主に資本性劣後ローン）の原資に活用している［図表３－１１、３－１２］。
- 産投貸付は、従前、研究開発法人の原資として、確定利付（据置期間は無利息）の融資を行っていたが、平成 20 年度以降、各機関が行う業績連動型の金利設定の融資（主に資本性劣後ローン）の原資に活用している。

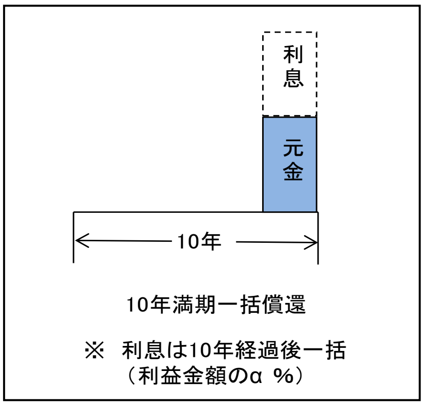
［図表３－９］産業投資の商品性

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

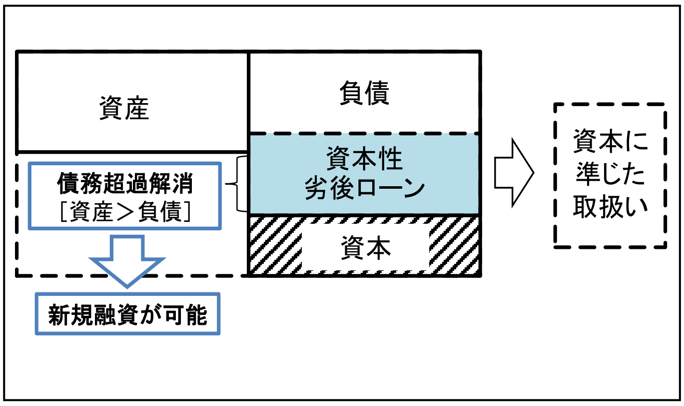
［図表３－１０］産業投資を活用したメザニンファイナンス

| 産投出資 | | | 産投貸付 | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 機関名 | 制度 | 25年度末残高 | 機関名 | 制度 | 25年度末残高 |
| 日本公庫（国民） | 挑戦支援資本特例【資本性劣後ローン】 | 100億円 | 日本公庫（中小） | 震災復興支援資本強化特例【資本性劣後ローン】 | 135億円 |
| 日本公庫（中小） | 挑戦支援資本特例【資本性劣後ローン】 | 2,604億円 | | | |
| | 地域密着型（劣後ローン） | 3億円 | DBJ | 競争力強化ファンド | 1,000億円 |
| | 海外展開型（劣後ローン） | 15億円 | 農水機構 | 事業者に対する資本性劣後ローン | - |
| 日本公庫（農林） | 新規分野等挑戦事業【資本性劣後ローン】 | 63億円 | | | |

［図表３－１１］業績連動型金利設定（イメージ）




［図表３－１２］資本性劣後ローン



### （２）課題と視点

特に資本性劣後ローンは、金融検査上、資本とみなされるため、民間融資を誘発する効果が期待され、産業投資の実績は増加傾向にある。産業投資の財源に限りがある中、エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源としての役割を確保するため、産投出資と政府保証の組合せの更なる活用を検討する。また、各機関が行うメザニンファイナンスの原資として、産投出資と財政融資を組み合わせたハイブリッドな資金供給の手法について新たに検討する。

（注）資本性劣後ローンの供給にあたっては、業績回復の見込みがない企業が利用する等のモラルハザードが生じることのないよう、貸付先企業に対する財投機関の高度なガバナンス能力が求められる。

産業投資に対し、エクイティ性の資金を含めた「資本性ファイナンス」の供給源としての役割が期待される中、メザニンファイナンスなど各機関の多様な資金調達ニーズに的確に対応していく必要がある。例えば、現在、産業投資は普通株式による出資のみを行っているが、普通株式と社債の中間的な存在である優先株式による出資の可能性について検討する。この場合、一定の議決権を確保したうえで、追加出資を優先株式によることで、出資者たる国への配当収入を高めることが可能となる［図表３－１３］。

［図表３－１３］発行体のニーズと金融商品の関係

| | 普通株式 | 優先株式 | 社　債 |
|---|---|---|---|
| 既存株主の議決権保有割合の維持 | × | ○ | ○ |
| 配当（利子）負担の軽減 | 業績次第で変動 | 普通株式より負担大 | 発行時の条件次第 |

（注）さらに、優先株式については、取得請求権（一定の条件の下に発行体に対して当該優先株式を金銭対価で取得することを請求する権利）を付与することにより社債の性格を強めて、時限性を持たせることも可能である。

産投貸付については、確定利付の財政融資では対応困難な長期・一括返済の成功利払い型の融資が可能である。また、伝統的なデットファイナンス（ダウンサイドのロスの可能性のみ）による融資とは異なり、アップサイドのゲインをとれる可能性があるエクイティファイナンス的な条件の下での資金供給となるため、どのような貸付契約にするかを判断し、組成した貸付資産のリスクを管理することが求められる。