我が国における公的エクイティ性資金の機能の状況*1 一官民ファンドの可能性とリスクについて一

光定 洋介*² 川北 英降*³

本稿では官民ファンドについて、3つの仮説を検証した。主な結論は(1)政策目的と収益性を追求できる投資案件は現在でも存在し、実績では呼び水効果も生んでいる。一方でリスク要因についても、政策目的の裁量的解釈、民業圧迫リスクが存在していることも示唆された。また、これまでの回収実績は大型案件が大きく、今後の小型案件の回収が期待される。(2)官民ファンドへのガバナンスは、累積損失が悪化した官民ファンドの見直しが早めに着手されていること等から、政府のガバナンスが一定程度は機能している。一方でリスク要因については、官民ファンドの設置期限(サンセット条項)の延長が行われていること等から運営組織のガバナンスが必ずしも十分機能していない可能性がある。(3)投資人材育成については、官民ファンドの卒業生が民間で活躍している傾向がみられるものの、リスク要因としてはサンセット条項の厳格な運用の必要性などが改めて示唆された。

キーワード:官民ファンド, 財政投融資, 産業投資, ベンチャー・キャピタル JEL Classification: G10, G20, G30, H50

I. はじめに

国の予算には、税金等を主な財源とする一般会計と、国が金融市場で財投債の発行によって調達した資金を財源とする財政投融資などがある。官民ファンドとは、厳格な定義はないものの、法律上の根拠に基づいて政府、または政府と民間企業が共同で設立した株式会社等を通じて、民間事業に対して出資(株式形態での資金

供給)や融資等を行うものであり、財源は一般会計や財政投融資などから出ている。本稿では、現在の我が国における公的エクイティ性資金の中心となっている官民ファンドの役割について多面的に分析を行っていく。

第二次安倍政権発足後の最初の成長戦略「日本再興戦略」(2013年6月閣議決定)では、産

^{*1} 本稿の仮説を検証するに際して、8名のファンド関係者にインタビューにご協力頂き、貴重な意見や資料提供を頂いた。記して感謝申し上げたい。

^{* 2} 産業能率大学経営学部教授

^{*3} 京都大学名誉教授

業競争力強化の鍵を握るのはあくまで民間としつつも政府による様々な介入策が盛り込まれ、その一つとして官民ファンドの活用が図られることとなった。表1のとおり2013年以降多くの官民ファンドが設立され、2014年3月末の総出資額は6,197億円であったものが、2020年3月末現在では、1兆1,266億円の出資が行われている。2020年3月末での財源としては、

財政投融資の出資から9,553億円,一般会計 (出資と補助)から1,511億円などとなっている。2020年3月末時点の財政投融資の産業投資残高5兆8,428億円であることから,産業投資残高に占める官民ファンドへの出資は約16%(9,553億円/5兆8,428億円)となっている。これらの出資が、民業を圧迫することなく政策目的に沿って支援先企業へ出融資され、民

表 1 2013 年度末と 2019 年度末における官民ファンドへの政府出資分

				出資総額 (億円)	出資総額 (億円)	
				Mar-14	Mar-20	
		監督官庁	設置日	2013 年度末	2019 年度末	
				政府出資分	政府出資分	
(株)産業革新投資機構* (JIC)	(株)産業革新投資機 構	経済産業省	2009/7/17 2018/9/25 改組	産投出資: 2,860	財投出資: 2,860	
	(株)INCJ	経済産業省	2018/9/21	_	_	
(独)中小企業基盤整備機構		経済産業省	2004/7/1	一般会計出資:157	一般会計出資:15%	
(株)地域経済活性化支援機構	携(REVIC)**	内閣府・金融庁・ 総務省・財務省・ 厚労省・経産省	2009/10/4 2013/3/18 改組	産投出資:100, 一般会計出資:30	一般会計出資:29	
(株)農林漁業成長産業化支持	爰機構(A-FIVE)	農林水産省	2013/1/23	産投出資:300	財投出資:300	
(株)民間資金等活用事業推過	進機構(PFIPCJ)	内閣府	2013/10/7	産投出資:100	財投出資:100	
	東北大学	文部科学省	2015/2/23	一般会計出資:125	一般会計出資:12	
官民イノベーションプログ	東京大学	文部科学省	2016/1/21	一般会計出資:417	一般会計出資:41	
ラム	京都大学	文部科学省	2014/12/22	一般会計出資:292	一般会計出資:29	
	大阪大学	文部科学省	2014/12/22	一般会計出資:166	一般会計出資:16	
(株)海外需要開拓支援機構((クールジャパン機構)	経済産業省	2013/11/8	産投出資:300	財投出資:756	
耐震・環境不動産形成促進 (一社)環境不動産普及促進権		国土交通省・環境省	2013/3/29	一般会計出資:350	一般会計補助:30	
(州)口卡政签机次组公	競争力強化ファンド	財務省	2013/3/12	産投貸付:1,000	2018年5月に完設	
(株)日本政策投資銀行	特定投資業務	財務省	2015/6/29	_	財投出資: 4,240	
(株)海外交通・都市開発事業	業支援機構(JOIN)	国土交通省	2014/10/20	_	財投出資:935	
国立研究開発法人科学技術技	長興機構(JST)	文部科学省	2014/4/1	_	一般会計出資:25	
株)海外通信・放送・郵便事業支援機構(JICT)		総務省	2015/11/25	_	財投出資: 362	
地域脱炭素投資促進ファンド事業 (一社)グリーンファイナンス推進機構		環境省	2013/6/20	_	エネルギー対策特 会計補助:202	
	合計			産投出資:3,660 一般会計出資:1,537 産投貸付:1,000 合計:6,197	財投出資 9,553 一般会計出資 1,2 一般会計補助 30 エネルギー対策特 会計補助 202 合計 11,266	

^{*2009/7} に設置された産業革新機構を改組し、2018/9 に産業革新投資機構(JIC)が発足。

^{**2009/10} に設置された企業再生支援機構を改組し、2013/3 に地域経済活性化支援機構 (REVIC) が発足。

²⁰¹³年度末の産投出資は、2019年度末には財投出資となっている。

⁽出所) 官民ファンド運営に係るガイドラインによる検証報告(第1回,第12回)

http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai2/siryou1.pdf

 $http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai13/siryou1.pdf$

間投資の呼び水効果となっていることが重要である。また、将来的に投資に見合ったリターンを官民ファンド全体として獲得し国庫に返済する必要がある。

本論文の概要は以下のとおりである。まず、 戦後からの財政投融資の産業投資の歴史を振り 返り、現在の官民ファンドが主流となってきた のは2008年の産業投資の改革と、2013年6月 の第二次安倍政権の最初の成長戦略で官民ファ ンドの活用が挙げられたことが契機となってい ることを確認する。その上で、官民ファンドの 目的達成の視点から、主に次の3つの仮説、す なわち、(1) 官民ファンドには政策目的と収 **益性を追求できるような投資案件があり、呼び** 水効果を生んでいるか、(2) 官民ファンドへ のガバナンスは働いているか. (3) 官民ファ ンドが投資人材の育成に寄与しているか、を検 証する。検証にあたり、先行研究調査、統計や 文献調査による実績データ分析, 有識者へのイ ンタビューなどを行い、官民ファンドの現状分 析. 民間ファンドと官民ファンドの違いを明ら かにする。その上で、これらを総合的に判断し て(1)~(3)の仮説について可能性とリス クについての示唆を考察する。主な結論は.(1) 政策目的と収益性を追求できる分野は現在でも 存在し、これまでの実績では呼び水効果も生ん でいることが確認される。また、ファンド産業 が未成熟な段階では官民ファンドは国内での ファンド産業を育成するという副次的な呼び水 効果もあった。この意味で、政策的意義がある ものに対して民業補完を原則とし、民間で取る ことが難しいリスクを取ることによって民間投 資を喚起していると考えられる。一方でリスク 要因についても明らかになり、政策目的の裁量 的解釈、民業圧迫リスクが存在していることも 示唆された。累損解消のための過剰投資リスク や KPI の形骸化リスクは過去 (概ね 2018 年以 前)においては存在していたが、現在(概ね 2020年以降) は政府の官民ファンドへのガバ ナンスが強化された結果. 減少しつつあること も示唆された。また、これまでの回収実績は大 型案件が大きく、今後の小型案件の回収が期待 される。(2) 官民ファンドへのガバナンスに ついては、官民ファンドが政策目的に沿って運 営されるよう、官民ファンドの活動を評価、検 証し. 所要の措置を講じていくために. 閣僚会 議の下に、関係府省と有識者からなる「幹事会 | が設置され、官民ファンド数が増加した2013 年から現在(2021年)まで、概ね半年に1度 の頻度で延べ13回の検証報告が行われている。 ここには民間有識者も入っていることや. 累積 損失が悪化した官民ファンドの見直しが早めに 着手されていることから、政府の官民ファンド へのガバナンス・モニタリング機能が一定程度 は適切に機能されているものと評価される。一 方でリスク要因については、官民ファンドの設 置期限(サンセット条項)の延長が行われてい ること等から運営組織のガバナンスが必ずしも 十分機能していない可能性がある。また. 投資 対象へのガバナンス、投資条件についてのガバ ナンス. 情報開示姿勢についても改善余地が示 唆された。(3)投資人材育成については、官 民ファンドの卒業生が民間で活躍している傾向 がみられるものの、リスク要因としてはサン セット条項の厳格な運用の必要性や役所の人事 異動の弊害などが改めて示唆された。

本論文の貢献としては、官民ファンドが本格的に始動して約10年弱経過した段階で、それらに携わった経験のある有識者のインタビューを交えて、統計上の数字と事実を織り交ぜて、官民ファンドの可能性を述べるとともに、現在も存在しているリスク要因について明らかにしたところにある。今後、リスク要因に関して発生リスクを下げる努力を行うことによって、官民ファンドは政策的に適切な投資案件において、有効活用されることを期待する。

本論文の構成は以下のとおりである。まず、 Ⅱ章で財政投融資の産業投資についての歴史的 背景を振り返る。Ⅲ章では、本論文で主に検証 したい仮説について論じる。Ⅳ章では有識者へ のインタビューを含めた官民ファンドの現状分 析を行い、Ⅴ章では民間ファンドと官民ファンド の違いについて論じる。その上で、Ⅵ章ではⅢ 章で提示した仮説について、官民ファンドの可 能性とリスクについての示唆を検討する。最後 にWI章で本論文のまとめと限界について述べる。

Ⅱ. 歴史的背景1)

Ⅱ - 1. 創設から発展(戦後 1953 年から 2000 年まで)

まず、財政投融資の1つである産業投資に焦 点を当てて、官民ファンドの設立までの歴史的 な背景を考察したい。

第二次世界大戦後、1951年の資金運用部資 金法の制定によって財政投融資制度が復活し. 1953年に産業投資特別会計が設置されたこと から産業投資政策(以下、産業投資という)が 始まった。この産業投資は、産業の開発、貿易 の振興、経済の再建を目的とした投資を行うた めに設置された。財政投融資の対象としては、 戦後の経済復興期は石炭、鉄鋼、海運、電力等 といった基幹産業の育成に力点が置かれた。こ れらに必要な巨額の資金の調達を当時の民間金 融に求めることは事実上不可能であったと推測 され、産業投資は一定の役割を果たしていたで あろう2)。本特別会計は、主として一般会計か らの繰入金を原資として、日本開発銀行、日本 輸出入銀行等の政策金融機関に対する出資、日 本鉄道建設公団等の大規模インフラ事業に対す る出資などを行った³⁾。その後, 高度成長期に 入ると、財政投融資は欧米よりも遅れたインフ ラ整備やマイホーム取得の住宅整備にも活用さ れた。さらに中小企業対策や公共事業にも活用 され、戦後の復興期から高度成長期にかけて、 政策目的に応じた様々な財投機関が誕生した

(中小企業金融公庫, 日本開発銀行, 日本住宅 公団, 住宅金融公庫, 日本道路公団など)。

1985年に産投特会法の改正が行われ、産業 投資の目的規定から「経済の再建」が削除され、 「国民経済の発展と国民生活の向上に資する」 ことが追加された。また、JTやNTTが民営 化された後, 政府保有義務分の株式を一般会計 から産投特会に無償所属替えをし、その配当収 入を財源としたことなどから財源が増大した。 官民ファンドに関連する出来事としては. 当時. 特別認可法人「基盤技術研究促進センター」が 新たに設置され、産業投資支援の対象となった。 通産大臣・郵政大臣の共管の「基盤技術研究促 進センター」は、新素材、バイオ等の基盤技術 研究に対する出資事業・融資事業を行った。出 資事業においては、 基盤技術研究のために複数 の企業 (または大学) の共同研究のために設立 された会社に出資し、その研究成果からの特許 料収入に基づく配当等により出資金の回収を行 うこととされていた。2000年度末までに研究 開発プロジェクト会社74社に対し2.790億円 余の出資がなされたが、残念ながら特許収入等 の総額は30.5億円程度にとどまり、配当を支 払った会社はなく、また解散会社からの回収資 金も8億円余にすぎず、ほとんどの出資金が失 われるという惨憺たるものであった⁴⁾⁵⁾。

1998年に新事業創出促進法(2005年に「中

¹⁾ 本章の中のⅡ-1~3の内容は、田中(2015)等を参考にしている。

²⁾ 当時の回収方法については、最悪の場合、公共料金を段階的に値上げすれば良いという発想があったかもしれない。

^{3)「}今後の産業投資の在り方について」(平成20年6月)

⁴⁾ 会計検査院「平成 12 年度決算検査報告 基盤技術研究促進センターにおける出資事業について」https://report.jbaudit.go.jp/org/h12/2000-h12-0625-0.htm

小企業の新たな事業活動の促進に関する法律」 に統合)が制定され、中小企業事業団による出 資事業も産業投資の対象となり、①起業支援 ファンド、②中小企業成長支援ファンド、③中 小企業再生ファンドが導入された。

Ⅱ-2. 改革・見直し (2001 年から 2007 年)

2001年、財政投融資制度の抜本的改革が実施され、郵貯・年金の預託廃止、財投債の発行、政策コスト分析の導入などが行われた。財投改革に併せて、特殊法人等整理合理化計画が閣議決定され、特殊法人などの改革も進められた。この特殊法人改革の流れの中で、2006年の行革推進法に基づき、政府系金融機関については、政策金融機能の絞り込み、政策金融5機関の1機関(日本政策金融公庫)への統廃合などが決定された。

以上の改革によって産業投資の投資対象は, ①独立行政法人等が行う研究開発事業に対する 出融資,②政府系金融機関の各種ファンドや政 策融資等のための出融資が中心となった。一方, この当時は,前述の特別認可法人「基盤技術研 究促進センター」が投資の回収をできず解散 (2003 年) することになったことや,独立行 政法人の累積欠損金に対して厳しい目が向けら れたことなどから,新規の研究開発の採択には 慎重になっていた。

産業投資は個々の投資案件で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る。この点、1953年の産投特会設立以来、2013年までに、4兆6,868億円の出資金残高(ストック)に対して、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)を生み出し、そのうち、1兆3,480億円を一般会計へ繰り入れている⁶。

一方で、産業投資の枠組みから外れるが、官民ファンドの事例として 2003 年に設立された産業再生機構(IRCJ)が挙げられる。同機構は、預金保険機構が株式の過半数を保有する形で設立された。その目的は、日本の産業再生と信用秩序の維持を図るため、有用な経営資源を有しながら過大な債務を負っている事業者に対し、事業の再生を支援することにあり、債権買取、出資業務などを行った。カネボウ、ダイア建設、大京、ダイエーなどの 41 社の事業再生支援を行い、当初予定より 1 年早く 2007 年をもって解散し、存続期間中 312 億円を納税した。解散後の残余財産の分配により更に国庫に 432 億円が納付されたため、国民負担は発生しなかった。

Ⅱ-3. 改革・官民ファンドの方向性(2008年)

2008年には産業投資に関する改革が行われた。まず、日本政策金融公庫⁷⁾が発足するとともに、日本政策投資銀行⁸⁾が株式会社化された。また、特別会計に関する法律により、産業投資特別会計産業投資勘定が財政融資資金特別会計に移管されたことに伴い、名称が財政投融資特別会計となり、財政融資資金勘定及び投資勘定が設置された。こうした改革に併せて、2008年6月に「今後の産業投資の在り方について」の報告書が出されている。この報告書では、産業投資の基本的な考え方として以下のように述べられている。

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、リスクマネーを供給するものである。具体的には、産業投資は、利益が上がるまで長期的に耐えることができる資金(ペイシェント・リスク・マネー)であるという特徴を活かして民間金融市場を補完することが重要な役割であ

^{5) 2003}年4月には、基盤技術研究促進センターは廃止された。

^{6) 「}財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」(2014年) p.38

⁷⁾ 国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫及び中小企業金融公庫の業務を引き継いで発足。

^{8) 1999} 年に日本開発銀行及び北海道東北開発公庫の業務を引き継いで特殊法人として発足し、民営化を前提にして 2008 年に株式会社化された。

る。また、財政融資と異なり、比較的リスクの 高い事業を対象として、投資(主として出資) により、資金供給をすることが可能である。

重点的に産業投資を活用する分野として(1)研究開発・ベンチャー支援の分野、(2)レアメタル探鉱・開発等の国家的プロジェクトの分野、(3)環境・アジアへの投資の促進等の分野が挙げられている。その上で、(1)研究開発・ベンチャー支援の分野においては、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、研究開発・ベンチャー等を投資対象とするサブ・ファンドに出資等を行う新たな仕組みを創設するなど、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り組みを行っていく必要性が述べられている。

我々は、この2008年6月の「今後の産業投資の在り方について」報告書で官民ファンドを推進する方向性が示されたと考え、さらに以下に述べる第二次安倍政権の「日本再興戦略」(2013年)でこの官民ファンドの動きが加速されたものと考えている。

また、仕組み面では、民間資金と公的資金の 適切なリスク配分を行うこと、投資案件の目利 きを民間主導で行うこと、時限性を持たせるこ と、といった方向性が示されている。

Ⅱ - 4. 数多くの官民ファンドの創設(2013年以降)

2013年6月の第二次安倍政権の最初の成長戦略である「日本再興戦略—JAPAN is Back」で成長の重点分野を挙げて、官民ファンドの活用が図られることになった。官民ファンドについては、2013年9月27日、「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」(以下「閣僚会議」という。)において、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」(以下「官民ファンドガイドライン」という。)が決定された。官民ファンドガイドラインでは次のようなことが期待された。すなわち、日本経済を停滞から再生へ、そして成長軌道へ乗せるため、成長戦略により、企業経営者の、そして国民一人ひとりの自信を

回復させ、「期待」を「行動」へと変えていき、澱んでいたヒト・モノ・カネを一気に動かしていく。大胆な新陳代謝や新たな起業を促し、研究開発を加速し、地域のリソースを活用し、農林水産業を成長産業にし、日本の産業と企業のグローバル化を促進し、社会資本整備等に民間の資金や知恵を導入する。これらの施策を推進するために、財政健全化、民業補完に配意しつつ、官民ファンドが効果的に活用されることが期待されている。

官民ファンドガイドラインには、「官民ファ ンドが政策目的に沿って運営されるよう, 官民 ファンドの活動を評価, 検証し, 所要の措置を 講じていく」と定められており、閣僚会議の下 に、関係府省と有識者からなる「官民ファンド の活用推進に関する関係閣僚会議幹事会 | (以 下「幹事会」という。)を置いた。幹事会は、 官民ファンドガイドラインに基づく検証を行う こととされ、2013年以降、現在(2021年)ま でに概ね半年に1回の頻度で13回の検証報告 が行われている。このように定期的な自己検証 を行う仕組みを事前に作ったことは、1985年 の基盤技術研究促進センターの失敗等からの学 びと言えるのではないだろうか。この検証報告 等の仕組みがあったおかげで、以下のⅡ-5に 述べる累積損失の大きな官民ファンドの早期の 撤退などが可能になっていると考える。

この官民ファンドガイドラインに沿って, 2013年以降,表2のように多くの官民ファン ドが設立されている。

2013 年以前から存在していた官民ファンドには 2009 年 7 月 に 設置 された 産業 革新 機構 (INCJ) があり、産業や組織の壁を超え、オープンイノベーションにより次世代の国富を担う産業を育成・創出する目的で設立された。根拠法である産業競争力強化法の改正法の施行により、同機構は 2018 年に産業革新投資機構 (JIC)に改組されている。産業革新投資機構 (JIC)に改組されている。産業革新投資機構 (JIC)に改組されている。産業革新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業本新投資機構 (JIC)に改組されている。産業を新投資機構を通じて民間投資を促進するとともに、投資人材の育成等を行い、

		設置時期	支援対象分野
(株)産業革新投資機構*	(株)産業革新投資機構	2009/7/17 2018/9/25 改組	オープンイノベーションの促進等
	(株)INCJ	2018/9/21	
(独)中小企業基盤整備機構		2004/7/1	中小企業者の事業活動の活性化
(株)地域経済活性化支援機構	構(REVIC)**	2009/10/4 2013/3/18 改組	地域経済の活性化に資する事業活動の支援等
(株)農林漁業成長産業化支持	爰機構(A-FIVE)	2013/1/23	農林漁業者が議決権の過半数を有する6次産業化事業体等
(株)民間資金等活用事業推済	進機構(PFIPCJ)	2013/10/7	独立採算型の PFI 事業者
	東北大学	2015/2/23	東北大学における技術に関する研究成果を事業活動において活 用する事業者
官民イノベーションプログ	東京大学	2016/1/21	東京大学における技術に関する研究成果を事業活動において活 用する事業者
ラム	京都大学	2014/12/22	京都大学における技術に関する研究成果を事業活動において活用する事業者
	大阪大学	2014/12/22	大阪大学における技術に関する研究成果を事業活動において活用する事業者
(株)海外需要開拓支援機構	(クールジャパン機構)	2013/11/8	日本文化の特色を生かし、海外の需要開拓を行う事業者
耐震・環境不動産形成促進 (一社)環境不動産普及促進相		2013/3/29	耐震・環境性能を有する不動産の開発及び改修事業を行う事業
(株)日本政策投資銀行	競争力強化ファンド	2013/3/12	イノベーションや企業価値向上に向けた取り組み
(怀)日平以来仅复球11	特定投資業務	2015/6/29	企業の競争力の強化及び生産性又は収益性を向上させる事業活動
(株)海外交通・都市開発事業	業支援機構(JOIN)	2014/10/20	海外における交通事業及び都市開発事業を行う事業者
国立研究開発法人科学技術技	振興機構(JST)	2014/4/1	科学技術振興機構の研究開発の成果を活用しようとする事業
(株)海外通信・放送・郵便	事業支援機構(JICT)	2015/11/25	海外における通信・放送・郵便事業を行う事業者
地域脱炭素投資促進ファン (一社)グリーンファイナン		2013/6/20	地球温暖化対策のための事業を行う事業者

表 2 各官民ファンドの設置時期と支援対象分野

(出所) 会計検査院「官民ファンドにおける業務運営の状況について」平成30年4月, p27

我が国の次世代産業を支えるリスクマネーの好 循環を創出することを目的としている。

同じく2013年以前から存在していた官民ファンドとして、2009年10月に設置された企業再生支援機構(ETIC)が挙げられ、同機構は2013年に地域経済活性化支援機構(REVIC)へと改組されている。企業再生支援機構(ETIC)は大企業も支援対象となっており、2010年1月には日本航空(JAL)への支援を行っている。2013年に地域経済活性化支援機構(REVIC)に改組してからは、有用な経営資源を有しながら、過大な債務を負っている中堅・中小企業の事業再生等を支援対象としている。

さらに、2004年から官民ファンド事業をスタートしている中小企業基盤整備機構では、中小企業の事業の活性化を政策目的としている。その他の官民ファンドはいずれも2013年以降に設置されており、主な支援対象分野は表2に示すとおりである。

Ⅱ - 5. 改革工程表・資本コスト・官民ファンド運営ガイドライン改定(2018 年以降)Ⅱ - 5 - 1. 改革工程表での累積損失の大きい

2018年,新経済・財政再生計画改革工程表2018(平成30年12月20日経済財政諮問会議決定)では、官民ファンドの活用推進に関する

^{*2009/7} に設置された産業革新機構を改組し、2018/9 に産業革新投資機構(JIC)が発足。

^{**2009/10} に設置された企業再生支援機構を改組し、2013/3 に地域経済活性化支援機構(REVIC)が発足。

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つつ、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、2019年4月まで に公表の後、それを継続的にフォローアップす ることとなった⁹。

2019年4月以降, 財政制度等審議会財政投 融資分科会で指摘対象となった4官民ファンド (経済産業省所管の海外需要開拓支援機構 (クールジャパン機構). 農林水産省所管の農 林漁業成長産業化支援機構 (A-FIVE). 国土 交通省所管の海外交通・都市開発事業支援機構 (JOIN), 総務省所管の海外通信・放送・郵便 事業支援機構 (IICT)) が累積損失解消の計画 を開示し、定期的にフォローアップされている。 2019年11月のフォローアップ会議(財政制度 等審議会財政投融資分科会)で、農林水産省所 管の農林漁業成長産業化支援機構 (A-FIVE) については計画未達となっていることから. 2020年度の財投要求を取り下げ、2019年12月 に撤退を決めて、損失を最小限にする方向へ方 針転換している。また、残る3官民ファンドに ついても、2020年11月の財政制度等審議会財 政投融資分科会において. 各投資案件について 政策的な理由が乏しく、収益性も改善しないと いうことであれば、撤退も視野に入れて考える べきという指摘も出た。その後、2021年5月 に海外需要開拓支援機構(クールジャパン機 構)が改善計画を策定・公表し、2021年6月 の財政制度等審議会財政投融資分科会で同機構 について2022年3月期で改善計画未達であれ ば、組織の在り方も含め抜本的見直しに移行す る,とされた。

また、全体の進展として、「新経済・財政再生計画 改革工程表 2020」において、「策定・公表された改善目標・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、各官民ファンド及び監督官庁は速やかに組織の在り方を含め抜本的な見直しを行う」旨が新たに明記されている¹⁰。

Ⅱ-5-2. 収益性指標への資本コストの導入 (産業投資)

従来から、官民ファンドには収益性と政策性 が求められてきた。一方で、前述の 2008 年の「今 後の産業投資の在り方について」では、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、リスクマネー (ペイシェント・リスク・マ ネー)を供給するものと位置づけられていた。 こうしたこともあり、それまでの官民ファンド の収益目標では、民間ファンドが重視する IRR という指標ではなく、投資倍率、すなわち投資 額に対する回収見込み額が記載され、多くの場 合,機構全体として投資額+間接経費の1倍以 上の回収見込み額が目標とされていた。2019 年6月に策定された「今後の産業投資について」 でも、産業投資による官民ファンドは、従来通 り、政策性があり、かつ収益性のある案件に投 資することが求められているのだが、収益性の 基準が大きく変更されている。具体的な収益性 基準として、民業圧迫とならないように、今後 の投資案件については少なくとも資本コストを 上回る損益水準が求められるようになった。こ れまで、機構全体として損失を出さないことが 収益性の最低限の目標値となっていたことを勘 案すると11) 筆者らの考えではあるが、産業投 資を原資とする官民ファンドの直接投資の案件 はより長期的に民間が手掛けるのが困難な案件 で政策的価値のある案件に限定される可能性が 高い。また、間接投資(民間ファンドへの投資) の増加も期待されよう120。

⁹⁾ 同工程表においては、公表した計画をフォローアップし、計画と実績に乖離が認められる場合には、2019 年央並びに 2020 年及び 2021 年 5 月までに改善目標・計画を策定・公表することが求められた。

¹⁰) https://www.5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/reform/021218_devided/report_201218_2_2.pdf p 109

¹¹⁾ 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会(令和元年 10 月, 第 11 回資料)

Ⅱ-5-3. 官民ファンドガイドラインの改訂

2019年の第12回幹事会において官民ファンドガイドラインの改訂も行われた。具体的には、KPIの見直し、情報開示の充実、ESG投資とSDGsへの取り組みの推進、ガバナンスの強化の4点である。

KPI の見直しでは、各官民ファンドが達成す べきパフォーマンスの水準が定められている が、指標の中にはその達成時期が官民ファンド の設置期限となっていて、中には達成時期が 10年以上先のものもあった。また、各官民ファ ンドの KPI 指標数を見ても3個程度と少ない 官民ファンドもあれば、10個を超える官民ファ ンドもあった。さらに、各指標の内容を比較し てみると、内容にばらつきがあり横比較ができ ないという問題もあった。そこで、今回の見直 しでは、各官民ファンドの設置期限到来前、例 えば、概ね3年から5年ごとにマイルストーン をおいて目標達成の進捗を検証できるようにし た。また、KPIの内容について、政策性と収益 性をそれぞれ評価できるものとすると同時に. 各官民ファンド間を横串で内容の共通化を図 り、指標数を減らして簡素化する方向性が打ち 出されている。政策性の指標の1つ目としては、 民間資金の誘発についての指標で、これまでは 過去呼び水効果がどの程度あったかという実績 検証のみを行っていたが、今回 KPI として今 後目指すべき水準が目標として置かれた。政策指標の2つ目として、エコシステムへの貢献について、例えば人材育成や民間企業・大学との連携を数値化したものが考えられるが、どのような定量的な指標が適切かは今後さらに検討されることになっている。政策性指標の3つ目として、その他個別政策目標として、例えばESG投資やSDGsへの取り組みの推進などが設定される見通しである。収益性に関するKPIとしては累積損益とされ、各官民ファンドの収益構造を踏まえて策定される収支計画及び投資計画と、それぞれの実績を比較することで、進捗・達成状況が評価されることとなった。

情報開示の充実については、ファンド全体の 経営状況を定期的に開示し、特に、政府出資等 に重要な影響を与え得る損失が生じる場合に は、情報の秘匿性に留意しつつ、適時適切に情 報開示を行うことが求められることになった。

ESG 投資と SDGs への取り組みの推進では、 各官民ファンドが投資決定に際して、自身の政 策目的を踏まえた ESG 投資と SDGs への取り 組みを推進することが明記された。

ガバナンスの強化については、各官民ファンドは投資決定に際して、投資先企業等の経営管理姿勢や各種のリスク管理態勢を検討すべきであることが明記された。

Ⅲ. 検証仮説

本論文では、II章で述べた官民ファンドが導入された趣旨等に鑑みて、主として、以下の3つの観点から官民ファンドにおける可能性とリスクに関する仮説の検証を行いたい。

仮説1:政策目的と収益性を追求できるよう

な投資案件があり、呼び水効果を生 み、民業圧迫とはなっていないか。

仮説 2: 官民ファンドへのガバナンスは働い ているか。

¹²⁾ 間接投資であれば、民業圧迫とはならない可能性が高いためである。

仮説 3: 官民ファンドが投資人材の育成に寄 与しているか。

仮説の検証にあたっては、先行研究調査、統計や文献調査による実績データ分析、有識者へのインタビュー、財務総合政策研究所主催の論文検討会議での意見交換などを行い、官民ファンドの現状分析、民間ファンドと官民ファンド

の違いを明らかにして、それらを総合的に判断する。インタビュー対象者は、元官民ファンド関係者5名と官民ファンドから出資を受けたり競合したりする可能性もある民間ファンドの関係者3名の合計8名である。インタビュー時期は2020年から2021年にかけて、オンラインまたはリアル面談等による方法で調査を行った。

Ⅳ. 各官民ファンドの現状分析

№-1. 政策性について

IV-1-1. 出資金の有効活用,並びに,呼び 水効果

2020年3月末時点で、官民ファンドへの政 府からの出資等の額は1兆1.266億円に達し、 同時に民間からの出資等は4,791億円あり、合 計で1兆6.057億円の出資等を受けている。こ れらの資本金等が対象事業者等の支援に活用さ れているかどうかみたところ、資本金等に対す る実支援額の割合が100%を超えるなどして. 全体としては、資本金等が対象事業者等への支 援に活用されている。具体的には表3にあるよ うに、2020年3月までの累積の実投融資額は2 兆 5.386 億円となっている。一方、同時点での 官民ファンドへの出資総額は官民合わせて1兆 6,057 億円であるから、実投融資額に対する出 資総額の比率は158% (2兆5.386億円/1兆 6,057 億円) となっている。もっとも、一部の 官民ファンドでは、資本金等に対する実支援額 の割合が低い官民ファンドもある。例えば、農 林漁業成長産業化支援機構 (A-FIVE). 官民 イノベーションプログラム、海外需要開拓支援 機構(クールジャパン機構)、環境不動産普及 促進機構,海外交通·都市開発事業支援機構 (JOIN), 海外通信・放送・郵便事業支援機構 (JICT) などでは、出資総額に対して実投融 資額が100%を下回っている。

また. 民間投融資額の誘発効果について見て みると、官民ファンド全体として累計で2兆 5.386 億円の投融資が行われたのに対して、誘 発された民間投融資額は7兆6.632億円となっ ており、全体合計として3倍を超える呼び水効 果があったことが分かる。呼び水効果としては、 共同での株式出資だけでなく、官民ファンドが 株式という高リスク部分を負担し、民間金融機 関がメザニン (劣後ローン)のような中リスク・ 中リターンのリスクテイクを行うケースもあ り. この場合. 呼び水効果を生みやすいという 意見があった。ただ、個別の官民ファンドで見 てみると、INCI(産業革新機構)のように実 投融資額(1兆2,315億円)に対して誘発され た民間投融資額(9.276億円)が下回っている ファンドもある。

このように、官民ファンドを全体として見た場合、政府や民間からの出資等に加え、これまで支援を行った事業者からの投融資の回収額も活用することにより、受け入れた出資等を上回る支援決定及び実投融資を行っている。また、官民ファンドの呼び水効果としての民間投融資額については、官民ファンドの実投融資額を大きく上回っており、呼び水効果はあったと考えられる。

		11 5C 100 10C	(10/1 1)		NA LLA TO 3 HV		1 0 /1 /2	· · >)(\ 3(\ · >)C/ 3(
		2020年3	月末時点	合計	件数 (件)	支援 決定額 (億円)	実投 融資額 (億円)	誘発された 民間投融資 額 (呼び水 効果)
		政府出資分	民間出資分					
(株)産業革新投資機	(株)産業革新投資機構	財投出資: 2,860	135	2,995	_	_	_	_
構 * (JIC)	(株)INCJ	_	5	5	143	13,216	12,315	9,276
(独)中小企業基盤整位		一般会計出資:157	_	157	303	4,721	3,596	9,710
(株)地域経済活性化	支援機構(REVIC)**	一般会計出資:29	102	131	252	1,157	415	1,190
(株)農林漁業成長産業	紫化支援機構(A-FIVE)	財投出資:300	19	319	77	470	134	514
(株)民間資金等活用事	事業推進機構(PFIPCJ)	財投出資:100	100	200	39	1,062	608	6,331
	東北大学	一般会計出資:125	_	125	22	49	49	128
官民イノベーション	東京大学	一般会計出資:417	_	417	21	99	80	299
プログラム	京都大学	一般会計出資:292	_	292	33	70	64	172
	大阪大学	一般会計出資:166	_	166	36	62	59	110
(株)海外需要開拓支持 ン機構)	爰機構(クールジャパ	財投出資:756	107	863	43	970	744	1,585

300

8,480

994

25

386

202

16,057

4,240***

59

551

4,240

(自己資金)

合計 4.791

14

100

34

27

6

36

1 186

191

7,172

1,198

21

412

162

31 032

180

5,902

888

21

279

52

25.386

1.614

40,421 1,554

238

1.833

1,657

76.632

一般会計出資:300

財投出資: 4,240

財投出資:935

一般会計出資:25

財投出資:362

エネルギー対策特別

会計補助:202 財投出資 9,553 一般会計出資 1,211

一般会計補助 300

エネルギー対策特別

会計補助 202

11 266

合計

表3 官民出資総額・支援決定額・実投融資額・誘発された民間投融資

出資総額(借円)

耐震・環境不動産形成促進事業

(一社)環境不動産普及促進機構

地域脱炭素投資促進ファンド事業

(一社)グリーンファイナンス推進機構

合計

特定投資業務

(株)海外交通·都市開発事業支援機構 (JOIN)

国立研究開発法人科学技術振興機構 (JST)

(株)海外通信·放送·郵便事業支援機構 (IICT)

日本政策投資銀行

(出所) 官民ファンド運営に係るガイドラインによる検証報告(第12回) http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dail3/siryou1.pdf

Ⅳ-1-2. 会計検査院による検査結果

官民ファンドを運営する法人は、設立や支援の根拠となる法律等に定められた政策目的に沿った出資等の支援を行うこととなっており、官民ファンドの業務運営に関して官民ファンドを運営する法人に対する政府出資等の額は多額に上っている。その結果、官民ファンドを運営する法人が行う支援に失敗が多数発生してないか、損失が生じていないか、政策目的に沿った支援が行われているかなどについて国民の関心が高くなっている。以上のような状況を踏まえ

て、会計検査院は、官民ファンドを運営する法人に対する国の財政支援状況、官民ファンドを運営する法人が行う支援状況、官民ファンドを運営する法人における案件発掘状況、支援の決定状況、モニタリング等の支援業務状況など、各官民ファンドを運営する法人の状況について、横断的に検査を行い、その状況を取りまとめた。その上で、会計検査院法(昭和22年法律第73号)第30条の2の規定に基づき、会計検査院長から衆議院議長、参議院議長及び内閣総理大臣に対して平成30年4月に報告がなさ

機構創設以降 2020 年 3 月迄の累積の実績

^{*2009/7} に設置された産業革新機構を改組し、2018/9 に産業革新投資機構 (JIC) が発足。

^{**} 企業再生支援機構分は含まない。

^{***} 日本政策投資銀行の自己資金。

れている¹³⁾。

会計検査院からの主な所見として, (1)政策目的の KPI について必要性に疑問がある指標を用いたりしていること等を踏まえ, KPI の内容や成果目標について見直すこと, (2)収益性について, 繰越損失等が生じている官民ファンドではその解消までの計画・目標を継続的に見直すこと, (3)支援終了した案件が少ない等の理由で官民ファンドの収益性の KPI について評価していない場合は, 情報の秘匿性に留意しつつ支援実施中の案件の財務状況等を収益性 KPI の補足情報として情報提供を行っていくこと, (4)支援対象事業者の適時適切なモニタリングの実施や必要に応じた助言・専門家派遣を行うこと, (5)同一の事業体に複

数の官民ファンドが支援等を行わないために も、官民ファンド間の情報交換・投資手法等の 共有が望まれること、などが指摘されている。

N-1-3. 各官民ファンドの支援スキーム (直接支援と間接支援について)

各官民ファンドの支援を行う際の支援スキームには、直接支援(投融資)と間接支援(投融資)があり、設置根拠法等において、官民ファンドごとに両方の支援スキームを用いるかが定められている。直接支援とは投融資対象企業に直接投融資を行うことである。間接支援とは、官民ファンドがサブファンドに対してGP出資又はLP出資を行うスキームであり、支援対象の投

表 4 支援スキーム別の支援実行率 (設置日~平成 28 年度末の累計)

単位:億円

			直接支援			間接支援	
		支援約束額 (A)	実支援額計 (B)	支援実行率 (B/A)	支援約束額 (C)	実支援額計 (D)	支援実行率 (C/D)
(株)産業革新機構 (INCJ)		9,281	7,756	84%	565	403	71%
(独)中小企業基盤整備機構		Ī	直接支援は不可	ſ	3,584	2,534	71%
(株)地域経済活性化支援機構	構(REVIC)	4,940	4,940	100%	341	104	30%
(株)農林漁業成長産業化支持	爰機構(A-FIVE)	36	25	69%	375	41	11%
(株)民間資金等活用事業推定	進機構(PFIPCJ)	313	299	96%	0	0	_
	東北大学	14	14	100%	0	0	_
官民イノベーションプログ	東京大学	0	0	_	27	8	30%
ラム	京都大学	13	13	100%	0	0	_
	大阪大学	12	12	100%	0	0	_
(株)海外需要開拓支援機構	(クールジャパン機構)	349	298	85%	117	12	10%
耐震・環境不動産形成促進 (一社)環境不動産普及促進		Ĩ	直接支援は不可	ſ	90	71	79%
(株)日本政策投資銀行	競争力強化ファンド	1,223	1,220	100%	66	59	89%
【怀】日平以來仅買採1】	特定投資業務	1,561	1,447	93%	106	6	6%
(株)海外交通・都市開発事業	業支援機構(JOIN)	205	109	53%	0	0	_
国立研究開発法人科学技術技	長興機構(JST)	9	9	100%		間接支援は不可	
(株)海外通信・放送・郵便等	事業支援機構(JICT)	75	13	17%	0	0	
地域脱炭素投資促進ファン (一社)グリーンファイナンス		68	33	49%	42	6	14%
合計		18,098	16,187	89%	5,315	3,242	61%

(出所) 会計検査院「官民ファンドにおける業務運営の状況について」平成30年4月

¹³⁾ 要旨 https://www.jbaudit.go.jp/pr/kensa/result/30/pdf/300413_youshi_02.pdf 報告書 https://report.jbaudit.go.jp/org/h29/ZUIJI3/2017-h29-Z3000-0.htm

融資対象企業は原則として官民ファンドが選定するのではなく、第一義的にはサブファンドが 投融資対象企業や支援の条件等を決定するスキームである。

2019年3月に経済産業省が取りまとめた「今後の産業革新投資機構(JIC)の運営等について」¹⁴⁾によると、JIC はオープンイノベーションを通じた産業競争力の強化と民間投資の拡大という政策目的を果たす投資機関として、直接支援を否定してはいないものの原則として間接支援を行うべきとされている。具体的には、JIC には原則としてファンドの組成やファンドへの投資を通じて政策的に意義のある事業分野への投資を通じて政策的に意義のある事業分野への投資を行い、民間投資の呼び水となることが期待される。JIC が直接投資を行う場合であっても、同様の観点から、ファンド投資でなく直接投資を行う意義等を明確にしておく必要がある、とされている。

若干古いデータとなるが、設置日から2016年度末までの各官民ファンドの累計の直接投資と間接投資の約束支援額と実投資額は表4のとおりであり、(1)全体としてみると2016年度末では直接投資が多いこと(直接投資実投資額1兆6,187億円vs間接投資実投資額3,242億円)、(2)直接投資・間接投資の比率は各官民ファンドで異なること、および、(3)直接投資の方が、支援実行率が高い(直接支援89%vs間接支援61%)という傾向がある。

モニタリングについて見てみると、間接支援と比較して直接支援の場合は、官民ファンドによる支援先のモニタリングがより容易であると推測されるものの、W-1-2の会計検査院の報告によると、グリーンファイナンス推進機構の直接支援対象事業者が法令上必要な手続きを行わないまま工事に着手するなど、モニタリング上問題のある支援先もある。また、間接支援の場合では、2016年度末に存続している10官民ファンドが267サブファンドへ支援約束を

行っているが、支援決定から1年以上経過した サブファンドのうち、4官民ファンドの10サ ブファンドでは支援実績がなかった(農林漁業 成長産業化支援機構(A-FIVE)の7サブファ ンド、海外需要開拓支援機構(クールジャパン 機構)の1サブファンド、日本政策投資銀行の 特定投資業務で1サブファンド、グリーンファ イナンス推進機構の1サブファンド、グリーンファ イナンス推進機構の1サブファンド)。さらに、 平成25年度から28年度までに解散し、清算を 完了したサブファンドのうち、農林漁業成長産 業化支援機構(A-FIVE)の4サブファンドで は、出資等の実績がないまま解散して清算を完 了していた。このように、直接支援でも間接支 援でも、支援決定までのプロセスやモニタリン グ上での課題が生じている。

№-1-4. 投資人材の育成について

表6にあるように、2020年3月末現在で 2.799 名 (除く. 日本政策投資銀行) が何らか の形で官民ファンドの役職員として働いてお り、投資に関する様々なノウハウ(案件発掘、 案件の見極め、デューディリジェンス、支援先 との交渉、支援先のガバナンスやモニタリング、 バリューアップ、EXIT 手法など)が蓄積され ているものと思われる。もっとも、このうち 1,363 名が国立研究開発法人科学技術振興機構 (IST) であること、また、同機構の人件費は この1,300名超の人件費額とは言えない(他機 関からの出向等) ことから、実質的には、官民 ファンドで働く役職員は JST 以外の 1,436 名 (除く、日本政策投資銀行)かもしれない。 2021年3月末時点で、INCIを退職したプロ フェッショナル職員の転職先を見てみると,事 業会社34%、民間ファンド28%、企業・ベン チャー24%などとなっており、官民ファンドで の経験が民間分野で役立っているものと推察さ れる¹⁵⁾。

¹⁴⁾ https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jic/pdf/20190326 01.pdf

¹⁵⁾ 株式会社 INCJ (2021) 「INCJ の投資活動―昨年度の振り返りと今後について―」2021 年 7 月 20 日

				各年度	の利益	または損	失推移	(単位	: 億円)		2020/3 時点 の累積損益 (億円)
			2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	
			H24 年度	H25 年度	H26 年度	H27 年度	H28 年度	H29 年度	H30 年度	R1 年度	
(株)産業革新投資機構*	(株)産業革新投資機構	2009/7/17 2018/9/25 改組								△7	△ 19
	(株)INCJ	2018/9/21	△ 98	362	△ 83	△ 477	13	2,202	1,149	△ 68	4,362
(独)中小企業基盤整備機構		2004/7/1						138	234	31	165
(株)地域経済活性化支援機構	購(REVIC)**	2009/10/4 2013/3/18 改組	1,784	△ 11	124	△ 47	△ 53	△ 49	△ 115	△ 38	1,584
(株)農林漁業成長産業化支持	爰機構(A-FIVE)	2013/1/23	△1	△7	△ 10	△ 12	△ 15	△ 18	△ 29	△ 12	△ 105
(株)民間資金等活用事業推済	進機構(PFIPCJ)	2013/10/7		$\triangle 2$	△ 5	△ 3	1	5	9	7	10
	東北大学	2015/2/23			△ 0	△1	$\triangle 2$	NA	NA	△8	
官民イノベーションプログ	東京大学	2016/1/21				△0	$\triangle 2$	NA	NA	△3	△ 30
ラム	京都大学	2014/12/22			△ 0	0	$\triangle 4$	NA	NA	$\triangle 2$	△ 30
大阪大学 (株)海外需要開拓支援機構 (クールジャパン機構)		2014/12/22			△ 0	△1	$\triangle 2$	NA	NA	△6	
(株)海外需要開拓支援機構	(クールジャパン機構)	2013/11/8		△6	△ 15	△ 15	△ 23	△ 39	△ 81	△ 36	△ 215
耐震・環境不動産形成促進 (一社)環境不動産普及促進権		2013/3/29		△2	△2	△0	△1	1	16	49	60
(株)日本政策投資銀行	競争力強化ファンド	2013/3/12	0	4	3	2	94				
(体)口平以東仅頁銀11	特定投資業務	2015/6/29				6	12	13	23	70	124
(株)海外交通・都市開発事業	業支援機構(JOIN)	2014/10/20			△3	△11	△ 13	△ 18	△ 19	△ 9	△ 73
国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)		2014/4/1								2	△ 3
(株)海外通信・放送・郵便	事業支援機構(JICT)	2015/11/25				$\triangle 2$	△5	△ 18	△6	△7	△ 38
地域脱炭素投資促進ファン (一社)グリーンファイナン		2013/6/20		△1	△3	△3	△3	NA	NA	△ 0	△ 13
		界	積損益	(2020/	3) 合計	-					5,807

表 5 各官民ファンドの損益推移と 2020/3 時点での累積損益

*2009/7 に設置された産業革新機構を改組し、2018/9 に産業革新投資機構(JIC)が発足。

**2009/10 に設置された企業再生支援機構を改組し、2013/3 に地域経済活性化支援機構 (REVIC) が発足。

(出所) H24 年度から H28 年度は会計検査院。H29 年度から R1 年度の損益,2020/3 時点の累積損益は幹事会資料より。

一般社団法人の損益については、H24年度から H28年度までは会計検査院の手法で算出され、グリーンファイナンス推進機構以外の H29年度、H30年度、R1年度は幹事会資料での各官民ファンドが算出した数値による。

R1 年度の損益および H29 年度,H30 年度の (一社) 環境不動産普及促進機構,(独) 中小企業基盤整備機構の損益 https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dail3/siryou2.pdf

株式会社については、H29 年度および H30 年度の損益は各社のホームページ

2020/3 時点の累積損益(第 12 回幹事会資料 p 20) https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai13/siryou1.pdf

№-2. 収益性について

№-2-1. 累積損益について

各官民ファンドは、累積損失解消のための数値目標・計画を策定し、実行が求められている。表5に各官民ファンド別の2020年3月時点での累積損益を集計した。これによると、官民ファンド全体の合計では、5,807億円の累積利益を計上している。

2020年3月末現在, 官民ファンドの中で INCJ の累積損益が最大 (4,362 億円) であり, 全体の75%を占める。INCI の過去の損益の推

移を見ると 2017 年度, 2018 年度に大きな利益を得ている。INCJ のポートフォリオでは, 投資金額でみたポートフォリオ第一位はジャパンディスプレイであり, 2020 年 3 月末時点までに4,620 億円を出資している。このうち, 2,337 億円を2013 年度, 2018 年度, 2019 年度に回収済みであり, 累積投資等見合元本が1,563 億円であることを考慮すると, ジャパンディスプレイで774 億円の税金支払い前の売却収益を得ている計算になるが, ジャパンディスプレイについては, 2015 年度(2015 年度のジャパンディス

プレイを含む上場営業投資有価証券全体の減損 処理は603億)と2018年度にも減損処理を実 施しているので、トータルの収益は不明である。 ポートフォリオ第二位はルネサスエレクトロニ クスで1.383.5億円を投資している。このうち、 2017年度、2018年度に株式売却で5,592億円を 回収済みであり、累計投資見合元本 715 億円で あることを考慮すると、少なくともルネサスエ レクトロニクスへの投資で4.877億円を税金支 払い前の売却益として計上していることが分か る。INCI の累積損益が 4.362 億円であることを 考えると、その多くはルネサスエレクトロニク スの売却益が占めている可能性もある。INCI については、産業革新投資機構 (IIC)の傘下で、 今後、既存投資先のバリューアップや投資回収 業務を行っていくことから、直接投資先や間接 投資先が企業価値を高めて更なる累積損益が積 み上がることを期待したい。

INCJ に次いで2番目に累積利益が大きいのが地域経済活性化支援機構(REVIC)の1,584億円である。官民ファンドの累積損益合計の5,807億円の27%を占める。過去の損益を見てみると2012年度に1,784億円の当期純利益を計上している。これはREVICの前身の企業再生支援機構(ETIC,2009年設立)から、3,500億円の出資を得ていた日本航空(JAL)が2012年に再上場を果たし、6,483億円の売却収入(売却益としては税金支払い前で3,000億円弱¹⁶⁾)をREVICにもたらしたことが大きいと考えられる¹⁷⁾。

このように、これまでの累積損益合計(5,807 億円。2020年3月末)への寄与が大きいのは JAL、ルネサス(累積損益は4,877億円)、ジャ パンディスプレイ(減損を考慮する前の累積損 益は774億円。減損を考慮するとこれよりも減 少する。) といった大型案件が中心と考えられる。今後は小型案件の着実な回収が期待される。

反対に累積損失の大きい官民ファンドという 視点では,海外需要開拓支援機構 (クールジャ パン機構)が215億円、農林漁業成長産業化支 援機構 (A-FIVE) が 105 億円. 海外交通・都 市開発事業支援機構 (JOIN) が73億円. 海外 通信・放送・郵便事業支援機構(IICT)が38 億円のそれぞれ累積損失を計上している。これ らの4つの官民ファンドについては改革工程表 2018 に乗っ取って累積損失解消の計画が立て られ、継続的にフォローされている。このうち、 農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)につ いては、計画未達となっていることから、2019 年12月,農林水産省より,2021年度以降は新 たな出資の決定を行わず、可能な限り速やかに 解散するとの方針が示された。さらに2020年 5月に「損失を最小化するための投資計画」を 策定・公表している。また、2020年1月に農 林漁業成長産業化支援機構 (A-FIVE) がこの ような事態に至った原因について検証を行うた め、農林水産省内において有識者をメンバーと する「A-FIVE の検証に係る検討会」が設置さ れ. 2020年7月に検証報告を公表している。 同報告書では A-FIVE の失敗の要因として、

(1)投資規模・投資収益等に見合わない高コストな組織体制であったこと, (2)投資対象が限定され,投資手続きが重層的であったこと, (3)EXIT収益の最大化が図れていなかったこと, (4)サブファンドが十分に機能しなかったことなどを挙げている。必ずしも, すべての官民ファンドに一般化できるような失敗要因ではないかもしれないが, 他の官民ファンドでも同じ失敗を起こさないために, 適切な官民ファンドのガバナンスが求められよう。また, 海外

^{16) 2013} 年に地域経済活性化支援機構は、企業再生支援機構時代に日本航空の再上場で得た株式売却益(税金 控除後)の半分にあたる 887 億円を国庫に納付する方針を決めている。

出所:日本経済新聞電子版 2013 年 12 月 7 日付け「JAL 上場益 887 億円 地域機構が国庫納付へ」 https://www.nikkei.com/article/DGXNASGC0601E_W3A201C1EE8000/

¹⁷⁾ 日本経済新聞電子版 2012 年 9 月 10 日付け「支援機構に売却益 3000 億円―日航再上場で―」 https://www.nikkei.com/article/DGXNASGC1000W_Q2A910C1EA2000/

需要開拓支援機構(クールジャパン機構)は、2021年5月に改善計画を策定・公表している。2021年6月の財政制度等審議会財政投融資分科会では同機構に対し、2022年3月期で改善計画未達であれば、組織の在り方も含め抜本的見直しに移行する、とされた。こうした事例から、官民ファンドへの早期のガバナンスが働いている可能性がある。

また、平成30年4月に公表された会計検査 院の「官民ファンドにおける業務運営の状況に ついて | によれば、2016年度(平成28年度) 末の時点で、未公表ながら繰越損失等を解消す るまでの計画等を策定していた官民ファンド は、民間資金等活用事業推進機構と、グリーン ファイナンス推進機構の2官民ファンドしかな かったとされている。表5を見ると民間資金等 活用事業支援機構については、2016年度に黒 字転換し、その後 2019 年度まで継続的に単年 度の損益を黒字計上していることがわかる。グ リーンファイナンス推進機構については、2025 年度までの諸経費見込み額及び2016年度(平 成28年度) 末時点の支援約束額に対する回収 見込み額を算出した上で、回収見込み額によっ て支援約束額及び諸経費見込み額を賄う計画を 策定しているという¹⁸⁾。

官民ファンドは、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、リスクマネー(ペイシェント・リスク・マネー)を供給するものであることから、各官民ファンドの資料をみると EXIT までの期間を 5-10 年またはそれ以上を想定している案件が多い「¹⁹。今後は、既存の投資支援先や間接投資のサブファンドについては政策目的に沿った形で約束出資額が順調に積み上がり、かつ、収益が改善していくかどうか、新規投資案件については政策目的に合致し民業圧迫とならず呼び水効果を期待できる投資が順調に推移するかどうか、さらに、EXIT

時期においては累積損失を解消する形で出資等 が回収ができるかどうかを、しっかりモニタリ ングしていく必要があろう。

№-2-2. 経費について

A-FIVE の失敗の要因のひとつとして、投資規模・投資収益等に見合わない高コストな組織体制という指摘があった。そこで、各官民ファンドの経費率について確認をしたい。一般的に官民ファンドの手数料収入は出資を行った(または約束した)出資総額のx%という形で入ってくる。すなわち、出資が順調に進まない場合は、官民ファンド(正確には官民ファンドの運営主体である〇一機構等)として収入は得られず、固定費である人件費のみが出ていく構図になる。ある程度の期間が経過すると、出資を行った企業をEXIT することができ、そのEXIT 時には出資先の売却金額も収入として入ってくる。

官民ファンドの経費および出資残高については表6のとおりである。各ファンドによってばらつきはあるものの官民ファンドの全体では経費の44%程度が人件費である。人件費をかけて直接または間接の支援投資案件の発掘を図ったものの、出資が順調に進捗しない場合は、経費総額を出資残高で除した比率が高くなる。

A-FIVE ではこの経費/出資残高比率が2019年3月期末までは20%近くあり、2020年3月末現在でも13%と10%を超えている。

地域経済活性化支援機構(REVIC)もこの 比率が33%と高い。同機構は、近年、再生に 向けた債権債務関係者間の調整やハンズオン (経営指導等)といった出資を伴わず、かつ、 丁寧だがコストがかかる支援手法が多くなって いるため、この比率が高まっている可能性がある²⁰⁰。同機構には過去のJALの売却益を原資 とする剰余金(2020年3月末での累積利益は 1,584億円)が存在しているので、累積損失の 大きいファンドには分類されてはいないが、今

¹⁸⁾ 会計検査院の「官民ファンドにおける業務運営の状況について」(p 90)

¹⁹⁾ 第13 回幹事会資料(ポートフォリオの基本情報)より https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai13/siryou1.pdf

表 6 官民ファンドの経費と出資残高等の比率

																		(東	(単位:百万円,	ц. %,	\$
																				(参考)	*
	(株 (株 (株 (株 (株 (株 (株 (株 (株 (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+ (+	(株) 産業革新 資機構(JIC)	5 投	(美)	(株)地域(経済活件)	(株)農林 油業成長	(株)民間 管金等活	官民イ プログラ	ノベー	ψ m γ		耐震·環境 不動産形成	日本政策 投資銀行		国立研究 開発法人		地域脱炭素 投資 促進	官民ファンド合計	経費比率 (日本政		
	(株) 草類: 機構	維 資	(秦) INCJ				用事業推 進機構 (PFIPCJ)	東北 大学	東京 京都 大学 大学	大大阪学	女 後 横 神 (クール) ジャパン 機 輔)	促進事業 (一社)環境 不動産普及 促進機構	特定投資 業務	市開発事業支援機構 構 (IOIN)		送・郵便 事業支援 機構 (JICT)	ファンド事業 (一社)グリー ンファイナン ス推進機構	(日 + 反	策投資銀 行際へ)	*	L L
人件費		623	1,224	237	2,549	473	298		644		928	74	NA	854	33	312	182	8,431	44%	2,075	21%
その他経費		747	3,925	157	1,488	206	153		536		1,354	115	NA	1,306	16	482	26	10,882	26%	2,013	49%
経費合計 (A)		1,370	5,149	394	4,037	626	451		1,180		2,282	189	3,415	2,160	49	794	279	19,313	100%	4,088	100%
(B)	7	70,872 834,466		144,467	65,097	21,775	89,358			31,680	64,753	36,026	577,677	88,770	93,058	34,177	18,946	18,946 1,593,445			
1521	(A/B)	1.9%		0.3%	6.2%	4.5%	0.5%			3.7%	3.5%	0.5%		2.4%	0.1%	2.3%	1.5%	1.2%			
出資残高 (C)	_	0 7.	0 755,256	144,467	12,392	7,443	3,314			21,910	57,666	8,810	353,227	34,880	1,870	20,443	3,868	3,868 1,072,319		433,939	
育残高	経費 / 出資残高 (A/C)	NA	0.7%	0.3%	32.6%	13.2%	13.6%			5.4%	4.0%	2.1%	1.0%	6.2%	2.6%	3.9%	7.2%	1.8%		%6:0	
		111	6	728	238	35	27	16	14 2	20 23	70	18	NA	65	1,363	28	34	2,799			
役員		11	6	13	13	7	7	7	5	7 8	8	12	NA	8	7	7	10	139			
		11	0	59	16	9	5	0	0	0 0	8	3	NA	20	14	33	0	115			
内,役員		2	0	5	2	1	0	0	0	0 0	0	1	NA	0	1	0	0	12			

官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第12 回) 従業員数は官民ファンドの概要(一覧表)令和2年3月末現在より。経費、総資産、出資残高は各官民ファンドの該当頁より抜粋。 ジャフコのデータは同社の 2020 年3月期の有価証券報告書から。(経費は販売管理費の合計。人件費は有価証券報告書の脚注にある数字。) 出資残高は運用中の出資残高。 (出所)

後毎年50億円前後の経費が支出されると仮定すると、現在の出資残高の124億円から一定のリターンを回収するか、人件費の削減が求められるであろう。または、出資を伴わない支援手法が多くなっているのなら、機構の存在意義の見直し(政策的意義があるのなら、経費回収との観点で、例えば、一般会計予算にすることなど)も考慮する必要があるかもしれない。もしくは、今回の新型コロナ感染症対策で新たな予算枠がついていることから、新規の支援先が出てくることで出資残高を積み上げ、そうした新規支援先への投資やその後の経営助言を通じた企業価値向上が必要になってくるであろう。

民間資金等活用事業推進機構も経費/出資残 高比率が13.6%,グリーンファイナンス推進機 構も7.2%と経費率が高くなっている。もっと も、民間資金等活用事業推進機構とグリーン ファイナンス推進機構は、エクイティは少なく、メザニンローンが中心であるため、出資残高経 費率が高くなりやすいことには留意すべきであ る。これらの2機構は、前述のとおり計画内容 については未公表ながらも、2016年度末の時 点で既に繰越損失解消のための計画を提出して いる。

また、この経費/出資残高の比率が定期的に モニタリングされている。これへの対応として、 経費比率の高い官民ファンドが安易な出資を行 い分母の出資残高を増やすことで、この比率の 低下を図る行動はあってはならない²¹⁾。

参考までに民間ファンドのジャフコの 2020 年 3 月期の人件費は 21 億円, 販管費合計の 41 億円に占める割合は 51%程度, 運用中のファ ンド総額は 4,339 億円で, 販管費の出資残高に 占める割合は約 0.9%である。

V. 官民ファンドと民間ファンドの違い

V-1. 資金調達段階

民間ファンドでは、自社のファンドの戦略をプレゼンテーションし、国内外から資金の募集を行う。ファンドへの出資者は、誰が投資案件の目利きや投資後のバリューアップの運営の責任者がファンドを離れる場合には、ファンドへの出資者には「出資を解約できる選択肢」すなわちキーマン条項が付くことが多い。また、ファンドの形態については、投資家は収益に対する二重課税を避けてもらいたいということから、パススルー形態のファンド形式で運用する。

これに対して、官民ファンドでは、資金調達は、表3にあるように、日本政策投資銀行の自己資金部分を除くと大半が政府の出資であるため、政府予算が国会で承認されれば資金調達が可能である。このため、ファンドの資金調達能力は身につかない。また、政府出資のため、二重課税を回避する節税スキームは不要であるため、ファンド運営会社自身が直接、出融資を行う。キーマン条項は付いていない。このキーマン条項が付かない背景には様々なことが考えられよう。例えば、公的な意義を考えて機構の構想を当初立案した人間(役所の方)は定例の人

²⁰⁾ この観点からすれば、ファンドとしての効率性やパフォーマンスの評価に当たっては、割高な出資残高経費率は割り引いて考える必要もある。

^{21) 2019} 年 4 月に特に累積損失の大きい 4 つの官民ファンドが財務省に提出した計画書では、2019 年度から急速に投資を拡大し、概ね 2030 年度以降に累損を解消する絵が描かれていた。(日本経済新聞電子版 2019 年 6 月 14 日付け「官民ファンド、財務省が監視強化」https://www.nikkei.com/article/DGXMZO46113870U9A6 10C1EA4000/)

事異動で異動してしまうこと,投資部門の責任者は民間の出身者がなるがこの人間の場合でも機構の投資期間が長期に亘るため年齢的な問題が生じうることなどが想定される。しかし、キーマン条項が付かないことは,投資の責任の所在が不明確になるリスクに結びつくことも事実であろう²²⁾。

V-2. 投資案件の発掘・審査段階

民間ファンドでは、自社の強みを生かして企 業価値を高められる案件であり、かつ、ファン ドサイズに比して適正な規模の案件に選別投資 する。小さすぎる案件は、ファンド運営会社に とって手間ばかりかかり、収益の絶対額に貢献 しないので断る場合が多い。投資案件について は、ファンド運営会社が自ら企業を訪問して案 件の発掘を行う場合と、外部の仲介者や企業か らの直接の持ち込み案件がある。民間ファンド の場合は、ファンド運営会社の知名度によるが、 知名度が低い場合は、自ら案件を発掘したり、 外部の仲介者から持ち込まれたりする案件が多 い。投資案件が決まると、キャッシュフローの 安定しているバイアウトの場合は、ノンリコー スローンやメザニンファイナンスなどの他の資 金調達も加えてファイナンスストラクチャーを 組み立て、エクイティ投資額を決定する。ベン チャー投資の場合は全額をエクイティ投資で行 うことが多い。投資案件として成立するかどう かは,純粋にファンド運営会社から見て収益性・ 収益額が経済的に成り立つかどうかで決定され る。また、投資先のポートフォリオ構築につい ては、民間ファンドによって考え方は異なる。 一定程度の業種分散を図るところもあるし、敢 えて自分たちの得意とする事業領域に絞って業 種に偏りを持たせるところもある。

これに対して、官民ファンドでは、収益性と 同時に、政策性の達成も求められる。案件発掘 にあたっては、比較的広範囲な事業領域を設定 している官民ファンドでは持ち込まれ案件が多 い。特定の事業領域に投資対象を限定しすぎて いる官民ファンドでは、投資案件がなかなか発 掘できないという問題も起こっている。また. 投資案件発掘・組成がなかなか進まない官民 ファンドでは、潜在的案件の情報を仕入れるた めのネットワークの不十分さを挙げる意見が あった²³⁾。今後. DX や産業のサービス化・一 体化によって、各官民ファンドの投資領域は ボーダレス化・拡張していくことも想定される。 その場合、このネットワークの深化・多様化は 一層クリティカルになり得るだろう。ファンド は人材が命なので、多様なバックグラウンドを 持った人材を積極的に活用するダイバーシティ &インクルージョンの考え方が各官民ファンド において浸透していくことを期待したい。投資 の是非に関しては、民間ファンドの場合は投資 案件サイズなどが合わないといった単純な理由 で投資しないという意思決定を行うことが可能 である。これに対して、官民ファンドの場合は、 全ての案件についてどうして投資を行うのか. または、投資を行わないのかといった記録を しっかりと残しておく必要がある。さらに、投 資を行う場合には、社内の投資委員会だけでは なく. 外部の有識者が加わった第三者による投 資の是非の判断が必要となる。このため、各投 資案件にかかる意思決定までの時間やコストは 民間ファンドよりも多くかかる場合が多いと考 えられる。さらに、政府や政治家の意向や紹介 を受けた案件もあると思われる。こうした案件 に対しても、政策性・収益性をしっかりと見極 めて投資判断を下すガバナンスが重要となる。 また、政策性・収益性を分散させたポートフォ リオ構築を行っている官民ファンドもある。

²²⁾ 一案としては、民間出身者の複数のキーマンを選定しておき、キーマンの変更があることを前提に、キーマン変更のプロセスを事前に合意しておくことが考えられる。

²³⁾ 実際,各官民ファンドの実務においても、案件の積上げがなかなか進んでいないファンドにおいては、こうした傾向が高い。

Ⅴ-3. 投資案件の出口までの期間とファンド 運営会社のビジネスモデルの継続性

民間ファンドでは、各投資案件の投資期間に ついては3年から5年、ファンド全体の投資期 間は10年程度であることが多い。第1号ファ ンドでの投資が順調に進み、一定の収益を確保 できた場合には、10年を待たずに、第2号ファ ンドを立ち上げ、ファンド運営会社としてのビ ジネスは継続していく。これが一般的な民間 ファンドのビジネスモデルである。

これに対して、官民ファンドでは、EXIT ま での想定期間が5年を超える案件が圧倒的に多 く、中には10年を超える案件もあり、民間よ りも長期間となる傾向がある。ファンド運営会 社は法律によって存続期間が決まっており. ファンド運営が上手くいっても、民間ファンド のように第2号ファンドを立ち上げることはな く. ファンド運営会社は原則として存続期間が 来たら解散する仕組みとなっている。一定の組 織が出来上がると、現状維持バイアスが働き、 組織継続を希望する組織構成員が増加する傾向 があるので、国民と政府と官民ファンドの間に は、エージェンシー問題や私的利益追求(プラ イベートベネフィット)の問題が生ずるリスク がある。

Ⅴ-4. 投資人材の育成

民間ファンドにおいて、ファンド事業を継続

的なものにしていくために、人材育成とその人 材に見合った金銭的報酬制度は重要な要素とな る。人材育成については、投資案件の目利き能 力、説明能力、ストラクチャリング能力、バ リューアップ能力, 交渉能力を高めるべく人材 育成を行っている。

これに対して、官民ファンドでも、人材育成 は重要な KPI のひとつとなっている。民間ファ ンドでも求められる能力に加えて²⁴⁾ さらに ファンドの原資が公的資金であるため、人材育 成の過程でより高いディシプリンや説明責任を 高める能力も育成されよう。働く人材のインセ ンティブとしては、民間ファンドと比べ、一般 的に官民ファンドの報酬水準は低い傾向がある という意見が多く、 金銭的報酬によるインセン ティブは相対的に大きくない。むしろ、社会的 な貢献を果たしている(公益へ貢献している) というインセンティブや、キャリアパスに資す るというインセンティブが大きいものと思われ る。また、組織自体にサンセット条項があるた めに、期限までにある案件について、投資・バ リューアップ・売却、というプロセスを実現し なくては自身の実績に繋がらない。このため、 (出向者ではない) プロパー人材にとっては. サンセット条項が緊張感を高める要因となって

いる可能性が指摘される。

VI. 検証仮説への示唆

Ⅵ-1. 仮説 1: 政策目的と収益性を追求でき る投資案件の有無・呼び水効果

Ⅵ-1-1. 官民ファンドにおける可能性

(1) 投資案件の有無・民間資金の呼び水効果 官民ファンドが民間資金の呼び水として効果 的に活用されるためには.(1)各々の政策目 的に応じた投資案件の選定・採択が適切に行わ れていること、(2) 投資実行後のモニタリン グが適切に行われていること、(3)投資実績 が透明性を持って情報開示されており、監督官

²⁴⁾ ただし、節税のためのストラクチャリング能力は求められない。

庁及び出資者たる国及び民間出資者に適時適切に報告されていること、(4)成長戦略の観点から特に重視すべき、創業・ベンチャー案件への資金供給について特段の配慮がなされていること、(5)官民ファンドが民業圧迫になっておらず、効率的に運用されていること、等が重要である、とされている²⁵⁾。

中里 (2019) は、政策目的はあるが、リスクに見合った収益を見込みにくい分野において、官民ファンドの収支とどう折り合いをつけるのかという観点から、投資先事業の成功確率を高めるために様々な支援を実施し、見通しにくかったリスクを低減できるように努める対応などを示唆している。また、我が国の官民ファンドは投資対象分野に関係する民間事業者を出資者とすることで、事業の成功確率を高めることを狙っている、とも指摘している。

また、インタビュー関係者からは、個別の案件のすべてに対して政策目的と収益の両立を考えるべきではなく、事後的にポートフォリオ全体として政策目的と収益を達成すべきではないかという意見もあった。例えば、ある案件では収益性は低いものの社会的なインパクトが大きく公益性が高いから投資する、ある案件では公益性はそれほどでもないが収益性が非常に高いから投資する、などといった複数の案件を組み合わせることでポートフォリオ全体として公益性も収益性もバランスの取れたものにするという発想である。

Ⅳ-1-1「出資金の有効活用,並びに,呼び水効果」節の「表3 官民出資総額・支援決定額・実投融資額・誘発された民間投融資」をみても,機構創設以降2020年3月末までの間に官民ファンド全体が実際に投融資を行った金額は2兆5.386億円であるのに対して、同期間に誘発

された民間投融資金額(呼び水効果)は7兆6,632億円であり、約3倍の呼び水効果を生み出している。一般的な官民ファンドでは、投資にあたって外部の有識者から構成される投資委員会(この委員会には役所の出身者は入らないということであった)が案件の是非を、収益性だけでなく政策性からも確認している。案件によっては政策的意義がない(事業会社とバッティングする等)という観点から反対されることもあるようである。従って、これらの投融資対象先は外部有識者の委員会で承認され、政策的意義のあるものに限定されていると思われ、呼び水効果を発揮していると考えられる。

これらのことから、政策性・収益性を兼ね備 え民間投資の誘発にも繋がる案件は存在し、そ うした案件を複数組み合わせて投資を実行する ことで、政策性・収益性のバランスあるポート フォリオ構築は可能であると考える。

(2) ファンド産業育成効果 (呼び水効果の付 随的効果)

呼び水効果の付随的な効果として,ファンド 産業を育成するという効果も考えられる。

ベンチャー官民ファンド(VC)に焦点を当てた鈴木(2019)の研究によると、欧州ではベンチャー官民ファンドによるベンチャー・キャピタル(VC)市場への直接介入は幅広く行われている。政府において設立された VC(政府VC)が活発に活動し(Guerini and Quans(2016))、VC 産業への最大の資金提供者となっている(Bertoni and Tykvova(2015))²⁶。これを正当化する要因として次が指摘できる。VC 産業が未発達な段階では、VC に対する投資家の信頼や VC 投資の効果に対する起業家の認識も欠如している。しかし、官民ファンドが

^{25)「}官民ファンドの運営に係るガイドライン」令和 2 年 11 月 20 日一部改正 https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/fund_kkk/pdf/guideline.pdf

²⁶⁾ これに対して、海外での官民ファンドのベンチャー・キャピタルの場合に、プログラムの要件がベンチャーの実態に即さず、複雑で使いにくいものとなるという指摘もある。これらの問題は民間の専門家を活用することで緩和されうるが、これも万能な処方箋とはいえず、米国や英国など多くの国では人選がうまくいかないことから政府 VC の失敗に繋がっているケースもあるという(Lerner (2009))。

投資することで先発 VC の実績が積み上がり、広く社会に認知され、VC 産業が円滑に立ち上がり発展していく可能性がある。この議論に関連して、前述の日本再興戦略では、官民ファンドについて(1)新たな産業・市場を創設する呼び水効果としての意義、(2)投資人材育成を果たす役割が言及されている。

また、あるインタビュー関係者によると、日本でPEファンド市場が育成されていない段階において官民ファンドを活用し、複数の民間のPEファンドのLP出資者となり、PEファンド産業の創設に役立ったという声もあった。他のインタビュー関係者も、ある市場で資金が枯渇するかどうかは時間軸によっても異なるという見解を示し、何らかの危機などのように民間市場の資金が委縮し一時的に市場が機能しなくなるような時に官民ファンドは有効なリスクテイク意欲が高い時は官民ファンドの必要性は低下するという指摘もあった。

(3) 考えられる投資案件

では、具体的な投資案件としてどのようなケースが考えられるであろうか。インタビュー関係者との議論を通じて、一例として、①利害調整を要する産業・企業や、②リスクが高く民間のみでは実施困難な事業が想定される。

まず、①利害調整を要する産業・企業として、多額の負債を抱えているものの、その負債の調整(債権放棄等)を行う際、民間ファンドが交渉をしているとなかなか調整が進まないケースがある。そうした支援先が有用な技術、人材、必要不可欠なインフラ機能、今後の日本の産業政策上必要不可欠な事業機能などを有していると支援候補先から人材や技術が流出し、企業価値が棄損されていく可能性が高い。そうした状況下では、迅速に利害関係人を説得するには官の力があった方が良い場合があるだろう。また、仮に、その利害調整に民事再生法や会社更生法を用いたとしても、その後のスポンサーが官民ファンド

を中心に組成されているとすると, その信用力 が高いので経営再建がスムースに行く可能性が ある。

さらに、諸外国と比べ日本ではひとつの産業に多くの企業が存在している。それが今では過当競争となり、売上高営業利益率の低さに繋がっている可能性もある。また、研究開発型産業である場合では、複数の企業が同様の研究開発を行っており、日本国全体として見た場合に、効率的な研究開発を行えていない場合もあろう。一方、これらの企業の株主が旧財閥系や独立系である場合など、なかなか業界再編が進まないという状態は容易に想像がつく。この場合、公的性格があるが故に協力が得られる可能性もあり、その結果、企業の事業再編を促し、生産性や効率性を改善できる可能性がある。

また、民間だけでは費用や機密性の問題から十分な情報生産をしにくい場合や、競合事業者同士が手を組みにくい場合などに、行政の関与によって新規事業が立ち上げやすくなることもある。中里(2019)は一例として、民間資金等活用事業推進機構(PFIPCJ)の関西国際空港及び大阪国際空港特定空港運営事業等の運営会社への投資を挙げている(支援決定額(出資のみ)19億円、運営開始2016年4月)。本案件は当時まだ日本で馴染みの無かったコンセッション事業かつ規模の大きな事例(運営権対価2.2兆円)である。海外では先行事例があるものの、なかなか案件化されなかったコンセッション事業について、民間事業者を官民ファンドが支援する事例だとしている。

次に、②リスクが高く民間のみでは実施困難な事業として、2008年の「今後の産業投資の在り方について」では、次の3つの対象分野が例示されている。(1)研究開発・ベンチャー支援、(2)レアメタル探鉱・開発等の国家的プロジェクト、(3)環境・アジアへの投資の促進等である。これらの中には民間のみでは実施困難な事業があると思われる。また研究開発では製品化までに長期間を要したり、そもそも民間のリスクマネーが不足していたりする領域

がある。例えば、日本のベンチャー・キャピタ ル業界は海外に比べるとその規模が小さいこと が指摘されている。

また投資回収まで時間を有するものの,国益 として有意義な事業領域もあるだろう。

例えば、将来性はあるが投資回収まで長期間要する事業領域として再生可能エネルギーなどを挙げることができよう。2020年に政府は再生可能エネルギーなどを担う企業に計800億円出資する仕組みを創設した。将来性はあるがまだ収益力が乏しい企業を財務面から支援し、民間企業を呼び込んで市場全体の活性化につなげる狙いがある。産業投資から日本政策投資銀行(DBJ)に200億円を拠出し、DBJは自己資金を加え、さらに民間資金を呼び込んで²⁷⁾計800億円規模の「グリーン投資促進ファンド」を組成する方針である²⁸⁾。

また、インタビュー関係者からは、民間ファンドの状況(件数、金額、事業分野等)が分かり、それが十分に機能しているのであれば、官民ファンドは産業政策的な目的に徹するべきであるという意見もあった。すなわち、その時点で、民間がしり込みしている事業分野で産業政策的に必要性のあるものに徹して投資すべきという指摘である。インタビュー時点(2021年3月)の具体的な事業分野としては、前進か後退か議論の余地が大きい原子力分野の技術への投資、今後の産業基盤ともなりえる電池や半導体などへの国際競争力を保てるほどの大規模投資が一例として挙がる。

Ⅵ-1-2. 官民ファンドにおけるリスク

(1) 政策目的の裁量的解釈

政策目的は、ある程度の裁量的な解釈が可能

である。例えば、急な事態が起こり、真に必要な政策を実現するために法令を裁量的に解釈することで、立法過程を経ないで官民ファンドを 利活用することもありえよう。

例えば、地域経済活性化支援機構 (REVIC) の根拠法第1条の目的は,「株式会社地域経済 活性化支援機構は、雇用機会の確保に配慮しつ つ. 地域における総合的な経済力の向上を通じ て地域経済の活性化を図り、併せてこれにより 地域の信用秩序の基盤強化にも資するようにす るため、金融機関、地方公共団体等と連携しつ つ. 有用な経営資源を有しながら過大な債務を 負っている中小企業者その他の事業者に対して 金融機関等が有する債権の買取りその他の業務 を通じた当該事業者の事業の再生の支援及び地 域経済の活性化に資する資金供給を行う投資事 業有限責任組合の無限責任組合員としてその業 務を執行する株式会社の経営管理その他の業務 を通じた地域経済の活性化に資する事業活動の 支援を行うことを目的とする株式会社とする」 となっている。一見すると地域の中小企業者を 支援対象とするかのように読める。しかし、中 小企業者その他の事業者、という文言は解釈の 仕方によっては大企業も対象とも考えられる。

今回の新型コロナ感染症対策で、自民党の経済成長戦略本部のプロジェクトチームが、REVICがファンドを通じて企業に資本注入する仕組みとして、これまで中心だった中堅企業や中小企業に加え、大企業への対応の必要性を指摘している。政府は2020年度第2次補正予算でREVICの政府保証枠を2兆円に増額するとともに、出資決定期限を5年間延ばす改正法を2020年6月に成立させた。これにより、出資決定期限が2026年3月まで延長された²⁹⁾。

https://www.nikkei.com/article/DGXMZO66965640T01C20A2EE8000

²⁷⁾ 民間資金を呼び込む際に、奉加帳方式で資金を集め、マネジメントフィーを取ることにならないように注意が必要である。GPIF はカナダオンタリオ州公務員年金基金及び DBJ との共同投資協定に基づき、先進国でのインフラ投資を行っている。2014 年 2 月以来 2019 年度までの IRR は 1.57%である(2019 年度 GPIF 業務概況書 p 49 資料より)。この水準を他のインフラファンドと比較することで、たとえば DBJ がインフラファンドを得意領域としているかどうか判断が可能だろう。その上で DBJ の得意領域であるならば、この再生エネルギーファンドの GP となるのに相応しいと判断されよう。こうした情報開示が少ないのが残念である。

^{28) 2020} 年 12 月 3 日日本経済新聞「再生エネ企業に 800 億円出資 政府系ファンド設立へ」

この金額の政府保証枠があれば、官民ファンド 設立当初の政策目的に含まれるかどうか判断が 分かれる大企業への支援も可能だとも考えられ る³⁰⁾。

一方で、こうした法令の裁量的な解釈余地が 大きくなってくると、官民ファンドを所管する 役所の意向を実現するように(設立当初には含 まれていなかった目的で)官民ファンドが使わ れてしまうリスクも存在する。

(2) 民業圧迫リスク

民間がファンドを設立する際に、官民ファンドに出資をお願いする場合もあるという。民間ファンドの思惑としては、官民ファンドに入ってもらうことで、利害調整が複雑な案件開拓に役立ったり、また、官民ファンドの内部にいるコンサルタント等を活用したりすることも可能になる。一見すると民業を圧迫していないように見えるが、これは民間にそういう機能が存在しない場合の話である³¹¹。実際には、民間にも複雑な利害を調整する弁護士や、コンサルタントも存在し、官民ファンドがそうした人たちの民業を圧迫しているのも一面の事実である。

官民ファンドが存在することによって、民間ファンドへ資金が流入しなくなる可能性や、民間ファンドが投資機会を逸する可能性もある。インタビュー関係者によると、こうしたクラウディングアウトは、(1)民間ファンドがファンドレイズ(資金募集)を行う段階、または、(2)個別案件への投資段階で起こりえる。(1)のファンドレイズ段階で、官民ファンドと民間ファンドから同時期にファンドへの出資を要求された出資者を想定した場合、官の錦があるがゆえに出資者が忖度して官民ファンドへの出資

を優先してしまう可能性を否定できない³²⁾。出 資者の出資資金に限度がある場合、官民ファン ドに出資してしまうと民間ファンドへの出資の 予算が枯渇する可能性もある。(2)の個別案 件への出資段階でのクラウディングアウトと は、官民ファンドと民間ファンドで投資案件に 対する要求利回りが異なる場合、特に官民ファ ンドの要求利回りの方が低い場合に. 支援対象 企業からすると要求利回りが低い (=出資条件 の良い) 官民ファンドからの出資受け入れを優 先する場合である。これにより、官民ファンド よりも高い利回りを要求する民間ファンドが当 該案件への出資機会を逃しかねない。実際. 2018年まで官民ファンドの収益目標は官民 ファンド全体として, 回収金額が, 官民ファン ドの出資元本と諸経費合計に対して1.0倍を超 えることとなっていた。これに対して一般に民 間ファンドは IRR で 10%以上など高い収益目 標を掲げていることが多い。この点について. 2019年から産業投資に資本コストの概念が導 入されていることから、今後の新規の投資につ いてはクラウディングアウトのリスクは小さく なっているかもしれない(Ⅱ-5-2節 収益 性指標への資本コストの導入 (産業投資)参照)。

2019年の「今後の産業投資について」では、産業投資(財投出資)に資本コストを上回る収益を追求することで民業圧迫とならないという指針が示された。このため、産業投資(財投出資)を原資とする官民ファンドでは今後の新規案件については最低限、資本コストを上回る収益性を求めるようになるであろう。優良な企業が出資を受ける場合、可能な限り要求リターンの低いエクイティ性資金を調達したい。民間のファンドが最低限の要求リターンとして資本コ

²⁹⁾ 日本経済新聞電子版 2020 年 6 月 12 日付け 「地域官民ファンド, 出資決定期限 5 年延長 改正法成立」 https://www.nikkei.com/article/DGXMZO60284530S0A610C2EA3000/

³⁰⁾ 日本経済新聞電子版 2020 年 12 月 17 日付け 「大企業向け資金支援、官民ファンドが準備を 自民提言」。 https://www.nikkei.com/article/DGXZQODE176G20X11C20A2000000/

³¹⁾ 鈴木(2019)によると、クラウンディングアウトの問題を解決する政策デザインの要件として、Parker (2018) は追加性 (additionality) を指摘しているという。追加性とは、政策によって望まれる行動をとる人が増えることである。クラウディングアウトは、追加性がゼロまたは負の現象に他ならない、と指摘している。

³²⁾ 官民ファンドの場合, 所謂, 奉加帳制度のように関連業界から一律に出資を求める可能性もある。

ストを設定する中で、官民ファンドがより低い要求リターンで出資をするのなら、優良な企業は民間のファンドではなく要求リターンの低い官民ファンドに流れてしまう。資本コストを上回る収益追求がないと、民間ファンドの出資の機会を喪失させ、民業圧迫となる可能性がある³³⁾。

(3) 累損解消のための過剰投資リスク, KPI の形骸化リスク

すでに II -5-1 節に述べたように、2019 年4月に特に累積損失の大きい4つの官民ファンドが財務省に提出した計画書では、2019 年度から急速に投資を拡大し、概ね2030 年度以降に累損を解消する絵が描かれていた。(農林漁業成長産業化支援機構(A-FIVE)、クールジャパン機構、海外交通・都市開発事業支援機構(JOIN)、海外通信・放送・郵便事業支援機構(JICT))。民間が投資できる案件は民間に任せる、官民ファンドは民間が取れないリスクを取ることに徹する以上、予算主義的な投資金額ありきの計画では過剰投資のリスクが大きい34。

次に KPI の形骸化リスクについて述べる。これまでの政策上の KPI や収益性の KPI については、実態上形骸化されたものも存在していた。2018 年の会計検査院の所見やこれまでの幹事会における有識者からの指摘等でもこの問題が指摘されている。こうしたことを踏まえて、2019 年 10 月の幹事会において、官民ファンドの運営状況を適切に評価・検証を行うことがより一層可能になるように、KPI の見直しを進め、2020 年 4 月から新しい KPI に基づく評価を行うこととしている。また、従来は官民ファンドの期限到来時までの KPI を設定する官民ファンドがあったが、今後は、原則としてマイ

ルストーン (概ね3年から5年) 到来時に検証を行い、さらに、累積損失が KPI の目標値よりも大幅に悪化している等の場合には必要に応じて官民ファンドによってはマイルストーンにとらわれることなく間隔を短めに検証を行うことに変更された³⁵⁾。

このように、これらの過剰投資リスクや KPI 形骸化リスクについては既に認識されつつあり、政府によるガバナンスが強化されている。

Ⅵ-2. 仮説2:官民ファンドへのガバナンスは機能しているか

Ⅵ-2-1. 官民ファンドにおける可能性

ガイドラインでは、政府の役割としては、関係行政機関が官民ファンドを設立して終わりにするのではなく、日本経済の成長のため、官民ファンドが政策目的に沿って運営されるよう、官民ファンドの活動を評価、検証し、所要の措置を講じていくことが必要である。とされている。

「官民ファンドが政策目的に沿って運営されるよう、官民ファンドの活動を評価、検証し、所要の措置を講じていく」ために、閣僚会議の下に、関係府省と有識者からなる「幹事会」があり、先述のように、2013年から現在(2021年)まで、概ね半年に1度の頻度で延べ13回の検証報告が行われた。ここには民間有識者も入っていることや、Ⅲ-5-1節で述べた官民ファンドの見直しが早めに着手されていることから、政府の官民ファンドへのガバナンス・モニタリング機能が一定程度は適切になされていると評価できる。

Ⅵ-2-2. 官民ファンドにおけるリスク

(1) 運営組織のガバナンス・投資対象へのガバナンス

上記に述べたように、 現時点では一定程度の

³³⁾ 一般会計の出資を原資とする官民ファンドが企業に直接出資する場合,この資本コストを最低限のリターンとするべきか、今後、議論を深めていく必要があろう。

³⁴⁾ 日本経済新聞電子版 2019 年 10 月 7 日付け「官民ファンド遠い累損解消 4 機構, 1 年で 6 割増」 https://www.nikkei.com/article/DGKKZO50670770W9A001C1NN1000/

^{35)「}官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」(第12回) pp 2-3

ガバナンスが働いているが、これが将来に亘っ て機能するかどうかは別問題である。官民ファ ンドへのガバナンスの場合、官民ファンドを運 営する会社のガバナンスと、官民ファンドが直 接または間接的に支援する事業体やサブファン ドに対するガバナンスの2つの意味合いがある。 まず、前者の官民ファンドを運営する組織へ のガバナンスについて述べると、各官民ファン ドについては、それぞれ設置期限や、5年等単 位での見直し規定が盛り込まれており、サン セット条項があり永続的な組織ではない360。官 民ファンドに設置期限があるのは、その期間内 に、民間に投資機会を気づかせ、民間に役割を 譲渡したいとの意向があるからである。本来は. 設置期限までに、民需を想起するような働きか けを行うのも官民ファンドの役割であろう³⁷⁾。 しかし、一旦組織ができ、そこに多くの人材が 集まった場合、自らの組織を設置期限までに終 了させ民間に移譲する意向よりも、組織の解散 期限が来ても法律を改正して新組織に衣変えし たり、新しい政策目的等を掲げたりすることで 設置期限を延長させようとする気持ちが出てく ることもあろう³⁸⁾。具体的に、各官民ファンド の設置期限を子細に見ていくと. 政策目的等を 変更して新たな組織に衣変えしているのではな いか、政策目的の変更により設置期限が延長さ

れているのではないか、政策目的を勘案すると 期限が長すぎるのではないか、とも見られる官 民ファンドも存在する。表7にあるように、例 えば、産業革新投資機構 (IIC) は、2009 年に 設置された産業革新機構(INCJ)を引き継い でいるようにも見える。地域経済活性化支援機 構 (REVIC) については、当初の設置期限は 2023年までであったが、2018年度に設置期限 が2026年まで3年延長され、さらに2020年の 新型コロナ感染症対策問題から設置期限が 2031 年まで延長されている³⁹⁾。また、官民イ ノベーションプログラムでは、1号ファンドの 期限が最長20年というものもあり、また、同 プログラムでは今後2号ファンドがスタートす る可能性もあることから、1号ファンドと2号 ファンドを合計した存続期間は、かなり長くな り、その間、これを運営する組織は継続するこ とになる可能性もある400。

もっとも、設置期限到来後に支援を継続している投資案件が残っている場合もあろう。こうした場合には、投資済案件のバリューアップに集中した事業運営に切り替えて、個別投資案件を民間に譲渡する活動などを行っていく機関として存続する意義は認められる⁴¹⁾。

また,インタビュー関係者からは,関係府省 の役人(特に,最初に当該官民ファンド構想を

³⁶⁾ 従って、官民ファンドで支援した投資先はある時点までに民間の手に引き渡され「産業競争力強化の鍵を 握るのはあくまで民間である」という法令の趣旨に沿ったものとなる。

³⁷⁾ 例えば、民間単体でのリスクマネーの過小供給の補完が官民ファンドの目的だとすれば、活動中の資金供給だけでなく、解散の暁には民間だけで十分なエクイティ供給が確保される環境を整備するための取り組みも必要と考えられる。現状の各官民ファンドがそうした出口戦略を意識し、民間需要喚起策を実践しているかについても、モニタリングする必要があるかもしれない。

³⁸⁾ 前述した(II-2. 改革・見直し(2001年から2007年))産業再生機構(IRCJ)は、サンセット条項に従い、2007年に解散しているが、それ以外で、明確にサンセット条項で解散した官民ファンドは、現在のところ知りうる限りでは存在しない。

³⁹⁾ 先に述べたように、REVIC はこれまで地方の企業を支援対象としてきたが、自民党は新型コロナの影響を受ける企業の資金繰り対策として、大企業の資本性資金の支援に向け、REVIC の出資機能を活用する準備を求めている。(出所:日本経済新聞電子版 2020 年 12 月 17 日付け「大企業向け資金支援、官民ファンドが準備を 自民提言 |。https://www.nikkei.com/article/DGXZQODE176G20X11C20A2000000//

⁴⁰⁾ 中小企業基盤整備機構のように従来は(ファンド事業について)期間の定めが無かったものが、5年毎に 見直されるようになった事例もある。一方で、前述したように、累積損失の大きな4ファンドについては定 期的な見直しが行われ、撤退も視野に入っており、官民ファンドの膨張を防ぐメカニズムも導入されている のも事実である。

⁴¹⁾ INCJ などの官民ファンドはこのような段階に入っている。

立ち上げた志の高い方)は、定期的(3年程度)な人事異動で代わっていくので、その後、本当に官民ファンドが設立された当初の目的に沿った長期資金の提供を続けられるかどうか、ガバナンスが可能なのだろうか、という意見もあった。さらに、今後の投資案件について民業圧迫を

避けるために、政策的意義がありかつ長期的に 資本コストを上回るものに投資をしていく場 合、資金調達コストが低い官民ファンドにあっ ては、マージン幅に余裕が生まれる結果、効率 的運営に係る規律が緩んでしまうおそれも懸念 される。こうした資金調達コストが低いのは、

表7 各官民ファンドの当初の設置期限とその後の設置期限

				2013 年度末			2019 年度末	
		監督官庁	設置日	設置期限	役職員数 (名)	設置日	設置期限	役職員数 (名)
(株)産業革新投資 機構 (JIC)	(株)産業革新 投資機構	経済産業省				2009/7/17 2018/9/25 改組	2043/3/31	11
	(株)INCJ	経済産業省	2009/7/17	2025/3/31	137	2018/9/21	2025/3/31	
(独)中小企業基盤	整備機構	経済産業省	2004/7/1	無し	760	2004/7/1	5年毎に見直し (次回 2024 年度)	72
(株)地域経済活性 (REVIC)	生化支援機構		2009/10/4 2013/3/18 改組	2023/3/31	193	2009/10/4 2013/3/18 改組	2031/3/31	23
(株)農林漁業成長 構(A-FIVE)	産業化支援機	農林水産省	2013/1/23	2033/3/31	45	2013/1/23	2033/3/31	3
(株)民間資金等活 構(PFIPCJ)	用事業推進機	内閣府	2013/10/7	2028/3/31		2013/10/7	2028/3/31	2
	東北大学	文部科学省				2015/2/23	2025/12/31* (10 年。最長 15 年)	1
官民イノベーショ	東京大学	文部科学省	2014/4/1			2016/1/21	2031/12/31* (15 年。最長 20 年)	1
ンプログラム	京都大学	文部科学省	以降			2014/12/22	2030/12/31* (15 年。最長 20 年)	2
	大阪大学	文部科学省				2014/12/22	2025/12/31* (10 年。最長 15 年)	2
(株)海外需要開拓さ (クールジャパン村		経済産業省	2013/11/8	2034/3/31	48	2013/11/8	2034/3/31	7
耐震・環境不動産 (一社)環境不動産		国土交通省・環境 省	2013/3/29	10年を目途に廃 止を含め見直し	8	2013/3/29	10年を目途に廃 止を含め見直し	1
(株)日本政策投資 銀行	特定投資業務	財務省				2015/6/29	2031/3/31	N
(株)海外交通・都 援機構(JOIN)	市開発事業支	国土交通省				2014/10/20	無い(5年ごとに 根拠法の施行状 況について検討	(
国立研究開発法人 機構(JST)	科学技術振興	文部科学省				2014/4/1	中長期計画により 5年毎に見直し (次回2022年度)	1,36
(株)海外通信・放 支援機構(JICT)	送・郵便事業	総務省				2015/11/25	2036/3/31	4
地域脱炭素投資促資 (一社)グリーンフ 進機構		環境省				2013/6/20	各基金設置後10 年を目途に廃止 を含めて見直し	

^{*}官民イノベーションプログラムの設置期限は、1号投資事業有限責任組合について。2号投資事業有限責任組合は未定。

⁽出所) 官民ファンド運営に係るガイドラインによる検証報告(第1回,第12回)

 $http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai2/siryou1.pdf$

http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai13/siryou1.pdf

官民ファンドの投資目的が社会的厚生を向上す るような政策的意義のある案件に投資を行うた めである。この背景には、財政投融資を原資と する官民ファンドでは、民営化企業としての NTT や JT の配当金・産投対象機関からの納 付金等がその財源となっており、また、一般会 計等を原資とする官民ファンドではそもそも国 家には徴税権があり、それが間接的に国民の期 待に働きかけて資金調達コストを低くしている ためであろう。従って、マージン幅が拡大して いる場合には、それを組織の無駄なコストとし て使うのではなく、国庫に返納したり、下記に 述べるような失敗に備えるようにしたりするこ とで、ガバナンスを働かせることを期待したい。 そもそも官民ファンドが直接投資を行う場 合42) は、政策的意義がある案件、かつ、民間 では取ることができないリスク案件、その上で 資本コストを上回ることが期待される案件. と いうものとなる。こうした案件は、一般的に、 政策的な意義があり事前的には資本コストを上 回ることが期待される長期的な投資案件43)と いうことになる可能性が高い。しかし、こうし た長期的な案件は失敗する可能性もある。例え ば、事後的に官民ファンドのポートフォリオを 見た場合, ある案件 (A 案件) は非常に高い 政策的な意義があったものの収益性という意味 ではそれほどでもなかったという結果で終わっ た。一方, 別のある案件 (B 案件) は政策的意 義がそこそこしかなかったものの資本コストを 上回るリターンを獲得し、官民ファンドのマー ジン幅は十分にあった結果、B 案件のマージン 幅でA案件の収益的な補完を行ったというこ とが起こり得よう。こうした場合は、官民ファ ンドのポートフォリオ全体では、収益性と政策 性のバランスが取れたものになっていると考え られるとともに, 政策的には投資したいが収益

面の懸念から慎重にならざるを得なかったはずのA案件にチャレンジできるようになるといったメリットを生じるものでもある。今後、償還を迎える官民ファンドがこうした姿になっていることを期待したい。

次に、後者の官民ファンドが直接または間接的に支援する事業体に対するガバナンスがある。会計検査院の報告にあったように、直接支援する先での法令違反や、サブファンドでの投資実績がないという問題がある一方で、公的資金を原資としているがゆえに説明責任を求められ、民間のファンド以上に詳細な資料を作成している可能性がある。実際、ある官民ファンドと民間ファンドが出資している投資先では、取締役会に官民ファンドからの取締役の他に数名のオブザーバーが参加し、メモ取りを行っているケースもあるらしい。そこには、民間ファンドの視点からみると、無駄なコスト(官民ファンドでの人件費)が生じているかもしれない。

加えて、海外では規制の虜(regulatory capture) も懸念されている。ここで規制の虜 とは、政治的な圧力のもと、特定グループの私 的利益(プライベートベネフィット)の追求の ために政府 VC が悪用され、政策目的が歪めら れてしまう状況を指す (鈴木 (2019), Lerner (2009), Colombo et al. (2016))。実際、イン タビュー関係者によると、日本の官民ファンド でも、政治家や官庁からの圧力を受ける投資案 件もあるため、ガバナンス体制、とりわけ、トッ プマネジメントの胆力と、コンプライアンスオ フィサーに正義感の高い人物を起用することな どによって、政治的な圧力を忖度せずに意思決 定ができる組織体制作りが重要であるという指 摘があった。しかし、こうした組織体制を永続 できる保証はない。

⁴²⁾ 政策的意義があり、民間で取れるリスクの投資案件の場合には、官民ファンドが間接出資を行っている民間ファンドに投資案件を紹介し、その民間ファンドがその投資案件への投資を実行するという方法が合理的である。民間ファンドに投資案件を紹介したものの、民間ファンドでリスクを取れない場合に、官民ファンドが直接出資を検討すべきであろう。

⁴³⁾ 一般的に民間ファンドは 3-5 年程度(中期)での EXIT を目指すためである。

(2) 投資条件に関するガバナンス

官民ファンドが、民間ファンドであれば投資する条件よりも高い価格条件(ファンドにとって価格が高く、支援対象事業体からすると有利な安い価格)で出資を行い、これに応じて民間ファンドがそれと同条件での共同出資を余儀なくされた場合を想定してみる。もし、官民ファンドが存在せず、民間ファンドだけであればより安い、ファンドとしての収益率の高い投資案件となるところを、官民ファンドと同条件とすることで、ファンドの収益率が低下してしまう。

また、インタビュー関係者によると、官民ファンドが唯一かつ最初の投資家(ファースト・インベスター)となっている場合、支援先との出資契約の内容が、民間ファンドがファースト・インベスターとなっている場合に比べて緩い内容⁴⁴⁾となっていることもあるらしい。その結果、セカンド・インベスターとして民間ファンドが入ろうとしても入りにくい場合がある。官民ファンドの支援先との契約内容については、たとえ、官民ファンドが唯一のファースト・インベスターだとしても、一般の民間ファンドがファースト・インベスターとして出資する条件と同等になるような努力が必要だろう。

前述のVI-1-1-(3)節の脚注27で紹介した再生エネルギーへの目標収益率も、支援対象企業に求める要求利回りを低く出資すると、国内インフラ産業投資全体の平均IRRが低くなってしまうリスクもある。

こうしたことが多数の案件で起こると、日本のファンド業界全体の平均収益率を低下させることになってしまう。官民ファンドが資本コスト以上の収益性を求めることで、この問題は解消する。2019年の「今後の産業投資について」以降は、財政投融資の産業投資については、資本コストの概念が導入されており、長期的に資

本コストを上回ることが求められることから, こうした懸念が低くなることを期待したい⁴⁵⁾。

(3) 情報開示姿勢

これまでは KPI の数や情報開示姿勢に、官 民ファンドごとに違いがあったのは前述の通り である。また、収益性については支援終了した 案件が少ない、評価が困難である等のため、評 価を実施していない官民ファンドもあった。こ れに対して、会計検査院より、支援実施中の案 件の財務状況等を、収益性の KPI の補足説明 として情報提供を行ってみてはという所見もあ る。また、国民に対する説明責任を果たす観点 から. 多額の減損損失や支援を終了した時の多 額の損失により、政府出資等に重要な影響が生 ずる恐れがある場合には、情報の秘匿性に留意 しつつ個別の案件の損失についても可能な限り 情報開示を行うことを求めている。今後、会計 検査院としては、業務の進捗に伴い支援を終了 して損益が確定する案件が増加していくことな どを踏まえて、官民ファンドにおける業務運営 の状況について、多角的観点から引き続き注視 していくとしている。

このことから、各官民ファンドの自主的な開示の改善や会計検査院による第三者の視点でのレポートを期待して、国民への情報開示姿勢がより良くなることを期待したい⁴⁶⁾。

Ⅵ-3. 仮説3:投資人材の育成に寄与しているか

Ⅵ-3-1. 官民ファンドにおける可能性

官民ファンドで活躍した投資人材が、民間での投資活動で活躍し、投資人材のエコサイクルが上手く回るためにも、官民ファンドを永続的な組織にしない仕組みは重要であろう。ここで言う投資人材とは、投資案件を発掘する人、

⁴⁴⁾ 出資される側にとって有利な条件。

⁴⁵⁾ 事後的には、ポートフォリオ全体として、政策目的と収益性の両立が評価される仕組みがあった方が良いかもしれない。

⁴⁶⁾ 会計検査院の所見にあるように、同一の事業体に複数の官民ファンドが支援等を行わないためにも官民ファンド間の情報交換・投資手法等の共有も望まれる。

デューディリジェンスを行う人. 投資条件の交 渉ができる人といった投資前の人材だけでな く. 投資後の当該投資先の企業価値を高めるた めのバリューアップができるコンサルタント的 な専門家も含まれる。こうした広義の投資人材 が官民ファンドを卒業して、民間ファンド等で 活躍しやすくするためにも、設置期限があるこ とは重要であると考える。あるインタビュー関 係者によると、官民ファンドを卒業した人材が、 民間ファンドや民間企業など様々な分野でその 経験を活かして活躍しているという。わが国の 企業は ROE 等の投資収益率が低いと言われて いるので、官民ファンドで培われた投資に関す る能力は民間企業でも大いに活用できよう。実 際, INCJ を退職したプロフェッショナル職員 の34%が事業会社で活躍しており、わが国企 業の投資収益率の改善に貢献する可能性もあ る⁴⁷⁾。表 6 にあるように、2020 年 3 月末で 2.799 名(内、設置期限のある官民ファンドでは591 名) の人員が官民ファンドに関与しており、今 後. これらの人材が官民ファンドを卒業後に. 民間で活躍することを期待したい。

Ⅵ-3-2. 官民ファンドにおけるリスク

官民ファンドによっては、そのファンド存続期間が長いため、事業化ができるまで余裕をもって出資できる一方で、出資の担当を行った人がEXIT時まで投資先をモニタリングできず、途中で退社する人も多いようである。実際に各官民ファンドのEXITまでの想定期間を見ると5年を超える期間が圧倒的に多く、中に

は10年を超えるものもある。また、先述のように、民間ファンドでは一般的なキーマン条項⁴⁸⁾も設定されていないことが多いようである。この背景には官民ファンドの投資期間が民間ファンドよりも長いことや役所の定期的な人事異動による影響などもある可能性がある。また、同じ系列の官民ファンドの出身者が自ら投資ファンドを設立し、同時に系列の官民ファンドが当該投資ファンドに大きな比率の投資をするというのは、ポジティブに見れば、投資のエコサイクルが回っているとも言える。しかし、ネガティブに見れば、官民ファンド出身者の官民ファンド内だけでの投資人材温存とも見られかねない。

また、行動経済学で言われる現状維持バイアスもある。つまり、折角長い期間その組織で働いたのだからそれを無駄にしない(サンクコスト)ために、民間にもっと活躍できる場があっても転職せず、人材の流動化が滞ってしまうことも考えられる。こうした視点からも、人材が流動化できる程度の設置期限を設けるなど⁴⁹⁾、官民ファンドで育った人材が投資人材として、民間で活躍できるようしたりする仕組みが大切だと考える⁵⁰⁾。

⁴⁷⁾ その他の転職先では、民間ファンド 28%、起業・ベンチャー24%、金融 6%、その他 6%、JIC グループ 2% となっている (出所:株式会社 INCJ (2021)「INCJ の投資活動―昨年度の振り返りと今後について―」 2021 年 7 月 20 日)

⁴⁸⁾ ある特定のキーマンを事前に決めておき、そのキーマンが辞めた場合は、ファンドへの投資家は資金回収を要求する権利(オプション)があるのが一般的である。

⁴⁹⁾ 設置期限の延長をせず、期限を厳守することを含む。

⁵⁰⁾ 投資事業で最も困難を極める分野はファンドレイズである。ある新規民間ファンドが、ファンドレイズプロセスを100%官民ファンドに依存することの妥当性については議論が必要であろう。例えば、官民ファンドは、当該新規民間ファンドが民間から集めた資金と同額を上限にしか出資できないような、マッチング出資にした方が呼び水効果を発揮し、かつ、当該新規民間ファンドの自立を促すことにもなって良いのではないか、という見方もある。

Ⅲ. 本論文のまとめと限界

Ⅵ-1. まとめ

本論文では、戦後からの財政投融資の産業投資の歴史を振り返った。現在の官民ファンドのバックボーンを形成したのは2008年の産業投資の改革と2013年6月の第二次安倍政権の最初の成長戦略であり、そこで官民ファンドの活用が挙げられたことが契機となっていることを確認した。その上で、主に、(1)政策目的と収益性を追求できるような投資案件があり、呼び水効果を生んでいるか、(2)官民ファンドへのガバナンスは働いているか、(3)官民ファンドへのガバナンスは働いているか、(3)官民ファンドが投資人材の育成に寄与しているか、という点を確認するために、先行研究調査、統計や文献調査による実績データ分析、有識者へのインタビューなどを行い、官民ファンドの可能性とリスクについて検証した。

その結果。(1)政策目的と収益性を追求で きる分野は現在でも存在し、これまでの実績で は呼び水効果も生んでいることが確認できた。 また. ファンド産業が未成熟な段階では官民 ファンドは国内でのファンド産業を育成すると いう副次的な呼び水効果もあった。この意味で. 政策的意義があるものに対して民業補完を原則 とし、民間で取ることが難しいリスクを取るこ とによって民間投資を喚起していると考えられ る。ただし、収益性については、これまでの EXIT の実績に限定され、未投資段階の資金や 投資中で EXIT を迎えていないものはまだ含 まれていない51)。今後は、これらの資金や投資 先企業の収益が改善していくかどうか. EXIT 時期においては政策目的を達成しつつ、累積損 失を解消する形で回収ができるかどうかを見極 める必要がある。また、新規投資については、

長期的に資本コストを上回り、かつ政策目的に合致して呼び水効果のある投資が、順調に積み上がるかどうかを見極めたい。一方でリスク要因については、政策目的の裁量的解釈、民業圧迫リスクが存在していることも示唆された。また、累損解消のための過剰投資リスクや KPIの形骸化リスクも過去(概ね 2018 年以前)においては存在していたが、現在(概ね 2020 年以降)は政府の官民ファンドへのガバナンスが強化された結果、減少しつつあることも示唆された。

次に、(2) 官民ファンドへのガバナンスに ついては、「官民ファンドが政策目的に沿って 運営されるよう、官民ファンドの活動を評価、 検証し、所要の措置を講じていく」ために、閣 僚会議の下に、関係府省と有識者からなる「幹 事会」があり、官民ファンド数が増加した 2013年から現在(2021年)まで、概ね半年に 1度の頻度で延べ13回の検証報告が行われて いる。ここには民間有識者も入っていることや. 官民ファンドの運営コストが過大で累積損失が かさんだ官民ファンドの見直しが早めに着手さ れていることから、政府の官民ファンドへのガ バナンス・モニタリング機能が一定程度は適切 に機能しているものと評価される。一方でリス ク要因については、官民ファンドの設置期限 (サンセット条項) の実質的な延長が行われて いること等から運営組織のガバナンスが必ずし も十分機能していない可能性もある。また、投 資対象へのガバナンス、投資条件についてのガ バナンス, 情報開示姿勢についても改善余地が 示唆された。

最後に、(3)投資人材育成については、官

⁵¹⁾ 収益性については、大型案件が大きな収益を上げているが小型案件については、現時点ではあまり寄与していない可能性がある。官民ファンド全体として投資回収に平均して5-10年以上が必要とされており今後の回収動向や投資動向を見守りたい。

民ファンドの卒業生が民間で活躍している傾向 がみられるものの、サンセット条項の重要性が 改めて示唆された。

Ⅲ-2. 本論文の限界

最後に本論文の限界について述べておきたい。第一に、開示されている資料については可能な限り分析を行ったが、100%全体像は見えないので、分かる範囲のことだけで議論している点である。また、収益性については、まだ投資期間がEXIT期を迎えていない投資先やサブファンドが多いのだが、これまでのEXIT

実績案件のみの評価となってしまっている。本来は、すべての投資先がEXITした時点での将来的な検証が必要になろう。第二に、インタビュー関係者が限定的であるという点である。このため、一部の偏った意見がより強く出ている可能性は否定できない。

いずれにせよ、官民ファンドには可能性とリスクの両面が存在することだけは確かであるので、今後の推移を見守りながら、定期的なフォローアップが必要である。これらについては今後の課題としたい。

参考文献

- 会計検査院 (2000)「平成 12 年度決算検査報告 基盤技術研究促進センターにおける出資事業 について」 〈https://report.jbaudit.go.jp/org/ h12/2000-h12-0625-0.htm〉
- 会計検査院 (2018)「官民ファンドにおける業務 運営の状況について」〈https://www.jbaudit.go.jp/pr/kensa/result/30/h300413_2.html〉
- 株式会社 INCJ(2021)「INCJ の投資活動一昨年度の振り返りと今後について一」2021年7月20日〈https://www.incj.co.jp/newsroom/INCJ_PressConference_20210720.pdf〉
- 「官民ファンドの運営に係るガイドライン」令和2年11月20日一部改正〈https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/fund_kkk/pdf/guideline.pdf〉
- 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議 幹事会(2014)「官民ファンドの運営に係る ガイドラインによる検証報告」(第1回) 〈http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_ fund/dai2/siryou1.pdf〉
- 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議 幹事会(2020)「官民ファンドの運営に係る ガイドラインによる検証報告」(第12回) 〈http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_

- fund/dai13/siryou1.pdf>
- 経済産業省(2019)「今後の産業革新投資機構 (JIC)の運営体制等について」〈https:// www.meti.go.jp/shingikai/economy/jic/ pdf/20190326 01.pdf〉
- 財政制度等審議会 財政投融資分科会 (2014) 「財政投融資を巡る課題と今後の在り方につ いて」〈https://www.mof.go.jp/filp/summary/ filp_fu_report/houkokusyo_zenbun.pdf〉
- 財政制度等審議会 財政投融資分科会 (2019) 「今後の産業投資について」 (https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa010614/zaito010614 01.pdf)
- 財政投融資に関する基本問題検討会 産業投資 ワーキンググループ (2008) 「今後の産業投 資の在り方について」 〈https://www.mof.go. jp/about_mof/councils/fiscal_system_ council/sub-of_filp/proceedings/material/ zaitoa010614/zaito010614_01.pdf〉
- 財政制度等審議会 財政投融資分科会 説明資料(官民ファンド)(2021) 〈https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa030616/zaito030616_06.pdf〉

- 鈴木正明(2019)「ベンチャー支援官民ファンドの意義と課題」『証券アナリストジャーナル』Vol 57-No11, pp. 16-25
- 田中秀明(2015)「官民ファンドのガバナンス 一政府による産業投資の可能性と限界―」『中 期的にみたわが国公的金融のあり方 第4 章』一般社団法人全国銀行協会, pp. 61-105 〈https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/ res/news/news/270918 12.pdf〉
- 中里幸聖(2019)「成長資金供給と官民ファンド―期待と課題―」『証券アナリストジャーナル』Vol 57-No11, pp. 7-15
- 日本経済新聞電子版 2012 年 9 月 10 日付け「支援機構に売却益 3000 億円―日航再上場で―」 〈https://www.nikkei.com/article/DGXNA SGC1000W_Q2A910C1EA2000/〉
- 日本経済新聞電子版 2013 年 12 月 7 日付「JAL 上場益 887 億円 地域機構が国庫納付へ」 〈https://www.nikkei.com/article/DGXNA SGC0601E W3A201C1EE8000/〉
- 日本経済新聞電子版 2019 年 6 月 14 日付け「官 民ファンド、財務省が監視強化」〈https:// www.nikkei.com/article/DGXMZO 46113870 U9A610C1EA4000/〉
- 日本経済新聞電子版 2019 年 10 月 7 日付け「官 民ファンド遠い累損解消 4 機構, 1 年で 6 割 増」〈https://www.nikkei.com/article/DG KKZO50670770W9A001C1NN1000/〉
- 日本経済新聞電子版 2020 年 6 月 12 日付け 「地域官民ファンド, 出資決定期限 5 年延長 改 正 法 成 立 」 〈https://www.nikkei.com/

- $article/DGXMZO60284530S0A610C2EA3000/\rangle$
- 日本経済新聞電子版 2020 年 12 月 3 日付け「再 生エネ企業に 800 億円出資 政府系ファンド 設 立 へ」〈https://www.nikkei.com/article/ DGXMZO66965640T01C20A2EE8000〉
- 日本経済新聞電子版 2020 年 12 月 17 日付け「大企業向け資金支援,官民ファンドが準備を 自民提言」〈https://www.nikkei.com/article/ DGXZQODE176G20X11C20A2000000/〉
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 2019 年度業務概況書 pp. 49-50 (https://www.gpif.go.jp/operation/annual_report_2019_q4_jp3.pdf)
- Bertoni, F. and T, Tykvova (2015), "Does government venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies", *Research Policy*, 44, pp. 925-935
- Colombo, M.G., D.J. Cumming and S. Vismara (2016),"Governmental venture capital for innovative young firms", *The Journal of Tchnology Transfer*, 41, pp. 10-24
- Guerini, M. and A. Quas (2016), "Governmental venture capital in Europe: Screening and certification", *Journal of Business Venturing*, 31, pp. 175-195
- Lerner, J. (2009), "Boulevard of broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneuarship and Venture Capital Have Failed and What to Do about It", *Princeton University Press*.