

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	官民ファンドの動向と課題
他言語論題 Title in other language	Trends and Issues in Public and Private Funds
著者 / 所属 Author(s)	松浦 茂 (Matsuura, Shigeru) / 国立国会図書館調査及び立法考査局 経済産業課長
雑誌名 Journal	レファレンス (The Reference)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
通号 Number	816
刊行日 Issue Date	2019-01-20
ページ Pages	47-71
ISSN	0034-2912
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
摘要 Abstract	近年、政府の成長戦略を背景に、多くの官民ファンドが設立されている。本稿では、官民ファンドについて、その動向と課題をまとめる。

* 掲載論文等は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

* 意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることをお断りしておきます。

官民ファンドの動向と課題

国立国会図書館 調査及び立法考査局
経済産業課長 松浦 茂

目 次

はじめに

I 官民ファンドとは

- 1 位置付け等
- 2 設立経緯
- 3 海外における類似取組等の事例

II 運用状況及び監督体制

- 1 官民ファンドの運用状況
- 2 行政等による監督、監査等

III 課題

- 1 透明性
- 2 ガバナンスの在り方
- 3 民業補完としての役割
- 4 業務分野の適否

おわりに

キーワード：官民ファンド、成長戦略、産業投資

要 旨

- ① 官民ファンドは、官民の出資等により設置され、民間事業等への投融資を行うファンド（資金）である。近年、政府の成長戦略を背景に、多くの官民ファンドが設立されている。
- ② 平成 25 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」では、官民ファンドの活用に当たり、ファンドの新設は、市場経済が機能し難い状況において必要最小限の範囲で行う（補完性の原則）とともに、政府の成長戦略の実現、地域経済活性化への貢献、新たな産業・市場を創出する呼び水効果といった政策的意義（外部性の原則）があるものに限定する等の指針が定められている。また、ファンドの存続には期限を設けることも併せて定められた。
- ③ 平成 30 年 9 月末現在、14 の官民ファンドに対して、政府から約 7296 億円、民間から約 3990 億円、計約 1 兆 1916 億円の出資等がなされている。また、14 ファンドからの実投融資額は合計で約 1 兆 8603 億円、誘発された民間投融資額（呼び水効果額）は約 4 兆 1780 億円である。我が国の近年のベンチャー企業向け投資のうち、産業革新機構（現・産業革新投資機構。官民ファンドの 1 つ）からの投資が約 2 割を占めるなど、官民ファンドはリスクマネーの供給において存在感を示している。
- ④ 官民ファンドは政策目的と収益性の両立を迫っており、高いリスクを取りながら、高収益は目標としていない。ただし、個別の投資分野では、民間とも競合しうるハイリスク・ハイリターンの分野（事業再編などの分野）でも投資を行っており、官民ファンドが民業補完に徹しているか丁寧な説明が求められよう。
- ⑤ 官民ファンドの数が 14 に上ることについては、業務分野の重複や経営資源の分散を懸念する指摘がみられるほか、公共政策に通じた投資のプロフェッショナルの確保が困難な中で、優秀な人材の確保の支障になりかねないとの指摘もみられる。
- ⑥ 平成 30 年 4 月の会計検査院の検査報告によると、6 つのファンドで、業務開始から平成 28 年度末までの支出額が、回収額・保有有価証券評価額等を上回り損失が生じているなど、収益面において厳しい状況に置かれている官民ファンドもある。そもそも民間が対応できない分野における投資で収益を上げることは難しいとも指摘されており、官民ファンドの評価については、収益のみならず政策目的に係る外部性をどう評価するかがポイントとなろう。また、設置期限のある官民ファンドについては、設置期間満了までの間に人材育成等ソフト面での貢献も期待されよう。

はじめに

官民ファンドは、官民の出資等により設置され、民間事業等への投融資を行うファンド（資金）である⁽¹⁾。近年、政府の成長戦略を背景に、多くの官民ファンドが設立されている。

官民ファンドに関しては、新しい技術や企業組織を育成するための資金供給を担うことが期待されている⁽²⁾一方で、投資分を回収できず国民負担が生ずるおそれはないか⁽³⁾、民業圧迫のリスクはないか⁽⁴⁾、ファンドの運営体制は効率的か⁽⁵⁾、等の観点から報道・論評がなされている。また、個別の官民ファンドに関しては、投資実績が乏しく人件費等の運営経費が収支を圧迫しているファンドや役員報酬の水準等をめぐり監督官庁との対立が表面化したファンドなども報じられている⁽⁶⁾。政策目的と収益性を両立させ、民業補完に徹することは極めて困難とも評されており⁽⁷⁾、公的資金を取り扱う事業としての官民ファンドの在り方については議論が必要と考えられる。

本稿では、まずⅠ章で官民ファンドの位置付けや設立経緯、海外における類似取組例などを述べる。次にⅡ章で運用状況と監督体制を述べ、更にⅢ章でその課題について整理する。

Ⅰ 官民ファンドとは

1 位置付け等

平成 25 年 6 月に閣議決定された政府の成長戦略「日本再興戦略」では、産業基盤を強化するための「日本産業再興プラン」において官民ファンドの活用を想定しており、国の関与によるモラルハザードを防止する観点から指針を定めている。すなわち、「ファンドの新設は、市場経済が機能し難い状況において必要最小限の範囲で行う（補完性の原則）」とともに、「政府の成長戦略の実現、地域経済活性化への貢献、新たな産業・市場を創出する呼び水効果といった政策的意義（外部性⁽⁸⁾の原則）があるものに限定する」等の指針である。また、「ファンドの存続には期限を設け」ること、ファンドの投資決定は透明性の高い基準に基づき「行政機関に所属しない者が主体となり、専門的・客観的な見地」から行うことなども併せて定められた⁽⁹⁾。

一般に、投資ファンドとは、投資家から集めた資金を用いて投資を行い、その利益を投資家に還元するための仕組み・組織等を指す。例として、投資先の企業の経営に介入して企業価値

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、平成 30 年 12 月 9 日である。また、平成 31 (2019) 年 4 月 30 日の翌日に改元が予定されているが、執筆時点では新元号が不明であることから、本稿では、同日以降も、平成の元号を使用している。

(1) 官民ファンドの厳密な定義は存在しないため、本稿では、後述（Ⅱ章 2 節）の「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」により運営状況の検証対象とされている 14 ファンド（表 1）を対象として記述を行う。

(2) 「官民ファンドは延命より成長に投資せよ」『日本経済新聞』2018.9.27.

(3) 「官民 14 ファンド 再編へ」『朝日新聞』2018.7.30.

(4) 「揺らぐ官民ファンド」『読売新聞』2017.11.10.

(5) 「官民ファンド 整理・統合は有力な選択肢だ」『読売新聞』2018.8.18.

(6) 「閉古鳥鳴く官民ファンド」『日本経済新聞』2017.8.26; 「官民ファンド 産業革新投資機構 経産省、高額報酬認めず」『朝日新聞』2018.12.4.

(7) 田中秀明「改めて官民ファンドの統治問う」『日本経済新聞』2016.8.29.

(8) 投資の収益としては現れないが、社会に対して便益をもたらすことを「外部性」と言う。

(9) 「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）pp.55-56. <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf>

を向上させることで利益を得ようとするプライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー企業に投資を行うベンチャーキャピタル、破綻した企業に投資し再生を図る企業再生ファンドなどがある⁽¹⁰⁾。このほかに、政府の資金運用手段として、年金資金を運用するファンドや、その他の政府資金（天然資源関連収入あるいは貿易黒字に伴う外貨準備などその他の余剰資金）を運用する政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド、Sovereign Wealth Fund: SWF）もある。

こうした中で、官民ファンドは、投資による一定の収益⁽¹¹⁾を確保しつつ、前述の政策目的（成長戦略の実現、地域活性化、新産業・市場創出など）を追求するものとされている⁽¹²⁾。

(1) 役割

(i) リスクマネー供給の「呼び水」としての役割

官民ファンドの資金の多くは、後述のとおり財政投融資（以下「財投」）の枠組みにより提供されている。財投制度を所管する財務省によると、「現在我が国では民間資金がリスクマネーとして十分に供給されていない状況にある」との認識の下、官民ファンドを「呼び水」として民間資金を誘発し民業を補完することで、民間主導の経済成長の実現を目指すものとされる⁽¹³⁾。

リスクマネーの供給について、平成 30 年度の経済財政白書では、我が国は米国やユーロ圏と比較すると、家計及び企業における資金余剰の対 GDP 比が大きい中で、家計金融資産に占めるリスク性資産（投資信託等）の割合が小さく、我が国のベンチャーキャピタル投資の対 GDP 比も諸外国に比べて低い水準にあるとされる⁽¹⁴⁾。ベンチャーキャピタル投資の年間投資額・投資件数がリーマンショック（平成 20 年）に伴う落ち込みからの回復途上にあるとされる⁽¹⁵⁾中で、国内の資金余剰をリスクマネーに振り向けることで、起業活動を活性化させ⁽¹⁶⁾、企業部門の持

(10) 内閣府経済社会総合研究所「本格的な展開期を迎えたわが国の M&A 活動」2006.10, pp.152-153. <http://www.esri.go.jp/prj/mer/houkoku/0610_4.pdf>; 経済産業省経済産業政策局産業資金課（事務委託先：（株）大和総研）「平成 22 年度産業金融システムの構築及び整備に係る調査委託事業 我が国経済の活性化を担うファンドの有効活用に向けた事業環境整備に向けた基礎調査（報告書）」2011.3, p.1. <http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2011fy/E001413-1.pdf> なお、次の資料では未上場の株式への投資を「プライベート・エクイティ投資（PE 投資）」とした上で、新たな技術・製品等を生み出す企業への投資である「ベンチャーキャピタル」、経営破綻企業等への投資である「ディストレスト」などを PE 投資の類型としている。デロイトトーマツコンサルティング「平成 28 年度産業経済研究委託事業ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究 資料編」2017.2.28, p.69. 経済産業省ウェブサイト <http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000859.pdf>

(11) 官民ファンドの収益性に係る重要業績指標（KPI）については、Ⅲ章 1 節を参照。また、財政制度等審議会財政投融資分科会の資料では、「投資の成果として、最低でも出資元本に係る機会費用等（＝資本コスト）を上回る収益を官民ファンドとして達成する必要」（機会費用は国債金利を用いて算出）との考え方が示されている（財務省理財局「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）」2018.11.9, p.5. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa301109/zaito301109_01.pdf>）。

(12) 官民ファンドは、「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能することが求められているとの説明もなされている。財務省理財局「財政制度等審議会財政投融資分科会説明資料（官民ファンドに係る論点等）」2017.11.8, p.5. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa291108/zaito291108_2.pdf>

(13) 財務省理財局『財政投融資レポート 2018』2018, p.8. <https://www.mof.go.jp/filp/publication/filp_report/zaito2018/pdf/filp2018.pdf> 国会審議でも、官民ファンドの定義を問う質問に対して、政府参考人から同趣旨の答弁がある（第 193 回国会参議院財政金融委員会会議録第 9 号 平成 29 年 3 月 30 日 p.2 等）。

(14) 内閣府『年次経済財政報告 平成 30 年度』2018, pp.266-267. <<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je18/pdf/p03023.pdf>> なお、OECD によると 2017 年のベンチャーキャピタル投資の対 GDP 比は、米国 0.400%、イスラエル 0.378%（2014 年）、カナダ 0.177%、韓国 0.083%、英国 0.076%、フランス 0.055%、ドイツ 0.035%、日本 0.028%（2016 年）である（OECD, “Entrepreneurship at a Glance 2018 Highlights,” 2018.10.10, p.15, fig.15. <<https://www.oecd.org/sdd/business-stats/EAG-2018-Highlights.pdf>> <www.oecd.org/sdd/business-stats/EAG_2018_Highlights.xlsx>）。

(15) 益田安良「起業促進・ベンチャー育成における課題—労働市場柔軟化とM&A円滑化が鍵—」『レファレンス』799号, 2017.8, pp.48-49. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10856647_po_079902.pdf?contentNo=1>

続的な成長を図ることに対する期待がある⁽¹⁷⁾。

民間からの資金供給を誘発する「呼び水効果」については、我が国の高度成長期における日本開発銀行による産業振興を目的とする融資など政策金融でも期待されていた役割である⁽¹⁸⁾。しかし、政策金融が民間金融機関の融資を排除（クラウドアウト）しているのではないかとの議論の高まりを受けて⁽¹⁹⁾、2000年代以降、政策金融改革が進められ、政府系金融機関の再編が進められた⁽²⁰⁾。このように、政策金融については、民業補完の範囲を超えて業務が肥大してきたとの認識を踏まえて改革が進められたという経緯がある⁽²¹⁾。

官民ファンドについても、民業圧迫が生じないよう運営することが求められている。「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（平成25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決定、最終改正平成27年12月18日）では、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、等が重要とされている⁽²²⁾。

（ii）役割の時限性

官民ファンドの役割に関しては、企業再生等に係る民間のノウハウが散逸しているときに時限的に民業を補完する役割⁽²³⁾、あるいは、人材育成等の環境整備がなされるまでの民業の不全

(16) 保志泰・神尾篤史「リスクマネー供給構造の現状と課題—国際比較でみた直接・間接の供給パイプ—」『大和総研調査季報』Vol.14, 2014.春季, p.57. <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140602_008568.pdf>

(17) 植田和男ほか編「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長」『経済経営研究』Vol.36 No.1, 2015.4, p.1. <https://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_EconomicsToday_36_01.pdf>

(18) 橋本寿朗「1955年」安場保吉・猪木武徳編『高度成長』（日本経済史 8）岩波書店, 1989, pp.91-92; 中村隆英『日本経済—その成長と構造—』東京大学出版会, 1978, pp.169-170, 251-252.

(19) 吉野直行・藤田康範「公的金融と民間金融が併存する金融市場における競争と経済厚生」『経済研究』Vol.47 No.4, 1996.10, p.313. <<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/20190/1/keizaikenkyu04704313.pdf>>; 「【OPINION】政策金融は市場補完機能に全面転換を」『Business & Economic Review』1998.4. <<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=16294>>

(20) 平成20年に、日本政策投資銀行（平成11年に日本開発銀行と北海道東北開発公庫が統合し発足）が株式会社化される（株式会社日本政策投資銀行法（平成19年法律第85号）第1条により同行の完全民営化の方針が示される。）とともに、国民生活金融公庫や中小企業金融公庫などを統合した日本政策金融公庫が発足した。小池拓自「政策金融改革—その経緯と今後の課題—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』534号, 2006.4.10. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1000655_po_0534.pdf?contentNo=1>; 同「新政策金融機関の設立—政策金融改革と政府系金融機関の再編—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』560号, 2007.2.1. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_1000628_po_0560.pdf?contentNo=1>

(21) 例えば、経済財政諮問会議が平成14年に取りまとめた文書では、次のような指摘もある。「わが国の政策金融は諸外国に比べ規模が大きく、かつ時系列的に増大傾向にあり、このことが、金融資本市場の資源配分機能を歪めてきた。」（経済財政諮問会議「政策金融改革について（案）」2002.12.13, p.1. 内閣府ウェブサイト <<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/minutes/2002/1213/item2.pdf>>）なお、政策金融の役割としては、社会的・経済的環境の激変時における緊急融資などセーフティネットの機能を金融面で担ってきたとも言われている（小池「政策金融改革—その経緯と今後の課題—」同上, p.2）。

(22) 「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（平成25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決定、最終改正平成27年12月18日）p.1. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/seisaku/fund_kkk/pdf/guideline.pdf>

(23) 大橋弘「産業政策を問う—競争促進の視点が不可欠—」2013.4.16. 経済産業研究所ウェブサイト <<https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/ohashi/06.html>>

を埋める「未発達の民業の呼び水」としての役割があること⁽²⁴⁾も指摘されている。多くの官民ファンドが時限的に設置されていることについては、民が主導的な役割を果たすまでの暫定的な位置付けを考慮されているものと考えられる⁽²⁵⁾。

(2) 各ファンドの概要

上述の「官民ファンドの運営に係るガイドライン」では、官民ファンドが政策目的に沿って運営されるよう、関係閣僚会議及び「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」を設け、その活動を評価、検証するものとされている（Ⅱ章2節参照）。同ガイドラインにより検証の対象とされるのは、14の官民ファンドであり、その概要は54～55頁の表1のとおりである。

官からの官民ファンドへの資金提供は、財投における産業投資（政府が保有する日本たばこ産業（JT）、日本電信電話（NTT）などの株式の配当等が原資。以下「産投」）を主とするが（平成29年度の資金の流れにつき図1参照）、一部は一般会計やエネルギー対策特別会計からも資金が提供されている。

図1 財政投融資特別会計（投資勘定）における官民ファンドへの資金の流れ（平成29年度決算）

（単位：億円）

歳入	歳出
償還金収入等 6	産投支出 2,280
納付金 234	（うち官民ファンドへの出資）
配当金収入 2,057	日本政策投資銀行（特定投資業務） 500
出資回収金収入 14	海外交通・都市開発事業支援機構 215
前年度剰余金受入 5,743	海外通信・放送・郵便事業支援機構 16
地方公共団体金融機構納付金 4,000	事務取扱費 1
計 12,055	東日本大震災復興一般会計へ繰入 554
	地方公共団体金融機構納付金収入 4,000
	交付税及び譲与税配付金特別会計へ繰入
	計 6,835

（注）納付金は、日本政策金融公庫、国際協力銀行、住宅金融支援機構などからのもの。配当金は、日本たばこ産業、日本電信電話、日本政策投資銀行などからのもの。また、歳入歳出差額 5,220 億円は翌年度の前年度剰余金受入となる。

（出典）財務省理財局『財政投融資リポート2018』2018, p.52. <https://www.mof.go.jp/filp/publication/filp_report/zaito2018/pdf/filp2018.pdf>; 財務省理財局「財政制度等審議会財政投融資分科会説明資料（産業投資の管理運営について）」2018.5.31, p.17. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa300531/zaito300531_2-3.pdf> 等を基に筆者作成。

②4 富山和彦「官民ファンドの課題」（財政制度等審議会財政投融資分科会資料）2017.11.8. 財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa291108/zaito291108_ikensho.pdf> 関連して、世耕弘成経済産業大臣は、平成30年4月の衆議院経済産業委員会で、次のとおり答弁している。「将来的には、民間投資の呼び水効果ということで、日本は残念ながら、ベンチャー中心にビジネスに積極的に投資をするというのがまだまだでありますから、やはりこれを最終的に伸ばしていく。まあ、KPIを決めているわけではありませんが、最終的に官民ファンド全体が目指すKPIとしては、やはり日本のベンチャービジネスに対する民間からの投資をしっかりとふやしていくということに尽きるんだろうと思っています。」（第196回国会衆議院経済産業委員会議録第7号 平成30年4月11日 p.11）

②5 二階俊博経済産業大臣（当時）は、平成21年4月の参議院本会議において、産業革新機構を時限組織とする理由について、同機構が「オープンイノベーションの成功事例を先導的に創出することにより、その自律的な計画を促進するため」と答弁している（第171回国会参議院会議録第16号 平成21年4月10日 p.3）。

2 設立経緯

表1の14のファンドは、それぞれ個別の背景・経緯により設立されたものである。

平成16年7月に設立された[2]中小企業基盤整備機構（以下、本節において「中小機構」）（[]付き数字は表1に対応。以下、本節において同じ）のファンド出資業務は、旧・新事業創出促進法（平成10年法律第152号）制定により中小企業事業団（中小機構の前身機関の1つ）の業務とされた出資業務を引き継いだものである。同事業団は、平成11年3月に初めて民間のベンチャーキャピタルと共同でファンド出資を行った⁽²⁶⁾。

平成21年4月には、旧・産業活力再生特別措置法（平成11年法律第131号）が改正され⁽²⁷⁾、これにより平成21年7月に[1]産業革新機構（現・産業革新投資機構）が創設された。リーマンショック（平成20年9月）以降の金融危機によりリスクマネーの供給が大幅に落ち込んでいるとの認識の下、将来の成長の芽となる事業に対する出資等の支援を行う体制を整備するものとされた⁽²⁸⁾。

平成21年6月には、株式会社企業再生支援機構法（平成21年法律第63号。現・株式会社地域経済活性化支援機構法）が制定され、これにより同年10月に企業再生支援機構（[3]現・地域経済活性化支援機構）が設立された。同機構は、企業再生に対する支援を行う時限的組織として、設立後原則2年以内に再生支援を決定し、再生支援決定から原則3年以内に再生支援を完了するものとされた。

平成24年には「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）において、農林漁業成長産業化ファンド等による農業の6次産業化推進と、官民連携インフラファンド等によるPFI推進が盛り込まれた⁽²⁹⁾。このうち、前者については、平成24年9月に制定された法律⁽³⁰⁾により翌年1月に[4]農林漁業成長産業化支援機構が設立された⁽³¹⁾。また、平成25年の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（平成25年1月11日閣議決定）では、①企業再生支援機構の抜本的改組による地域経済活性化支援機構の創設、②PFI推進のための「民間資金等活用事業推進機構」の創設、③クール・ジャパンを体現する日本企業の支援（産投出資を活用した新たな機関設立によるリスクマネー供給）、④イノベーション強化のための日本政策投資銀行におけるファンドの創設、⑤耐震・環境性能を有する良質な不動産形成のための官民ファンド創設、⑥官民イノベーションプログラムによる実用化に向けた官民共同の研究開発の推進、が掲げられた⁽³²⁾。①～③に対応した立法措置⁽³³⁾がなされることにより、平成25年に[3]地域経済活性化支援機構（3月）、[5]民間資金等活用事業推進機構（10月）、[7]海外需要開拓支援機構（11月）が設立された。また、

(26) 「創業初期のベンチャー支援 官民で共同基金」『日本経済新聞』1999.3.21.

(27) 「我が国における産業活動の革新等を図るための産業活力再生特別措置法等の一部を改正する法律」（平成21年法律第29号）による。

(28) 二階俊博経済産業大臣（当時）の法律案趣旨説明による（第171回国会衆議院経済産業委員会議録第3号 平成21年3月25日 p.1）。

(29) 「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）p.40. 内閣府ウェブサイト <<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/npu/pdf/20120731/20120731.pdf>>

(30) 株式会社農林漁業成長産業化支援機構法（平成24年法律第83号）

(31) 官民連携インフラファンドに係る法案は第180回国会に提出されたものの（閣法第30号）、第181回国会で審議未了となった。

(32) 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」（平成25年1月11日閣議決定）pp.9-10, 12-13. 首相官邸ウェブサイト <<https://www.kantei.go.jp/jp/headline/pdf/20160201/20130111keizaitaisaku.pdf>>

(33) 「株式会社企業再生支援機構法の一部を改正する法律」（平成25年法律第2号）、「民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律の一部を改正する法律」（平成25年法律第34号）及び株式会社海外需要開拓支援機構法（平成25年法律第51号）

表1 官民ファンドの概要（平成30年9月末現在）

名称 (設置年月)		設置期限	監督官庁	目的等
[1] (株) 産業革新投資機構	(株) 産業革新投資機構 (平成21年7月、平成30年9月改組)	平成46年3月	経済産業省	最終受益者本位の投資活動を通じ、産業競争力の強化と未来の産業の育成に寄与し、長期的なリターンの最大化を実現する。
	(株) INCJ(注1) (平成30年9月)	平成37年3月	経済産業省	産業や組織の壁を越えて、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。
[2] (独) 中小企業基盤整備機構 ※ファンド出資業務 (平成16年7月)		中期計画により5年毎に見直し(次回平成31年度)	経済産業省	民間機関などとともに投資ファンドを組成し、ベンチャー企業や既存中小企業の新事業展開の促進又は中小企業者の再生を支援する。
[3] (株) 地域経済活性化支援機構 (平成25年3月)		平成38年3月	内閣府、金融庁、総務省、財務省、経済産業省	金融機関等と共同して、地域活性化ファンドや事業再生ファンドの運営を行う。
[4] (株) 農林漁業成長産業化支援機構 (平成25年1月)		平成45年3月	農林水産省	農林漁業者が主体となって新たな事業分野を開拓する事業活動等に対し、出融資等を行う。
[5] (株) 民間資金等活用事業推進機構 (平成25年10月)		平成40年3月	内閣府	独立採算型等のPFI事業のリスクマネーを拠出することによって、我が国における独立採算型等のPFI事業の推進を行う。
[6] 官民イノベーションプログラム(注2)	東北大学(平成27年2月)	平成37年12月	文部科学省	国立大学と企業が、大学の研究成果の実用化に向けた共同研究を推進する。
	東京大学(平成28年1月)	平成43年12月		
	京都大学(平成26年12月)	平成42年12月		
	大阪大学(平成26年12月)	平成37年7月		
[7] (株) 海外需要開拓支援機構 (平成25年11月)		平成46年3月	経済産業省	日本の魅力ある商品・サービスの海外需要開拓に関連する支援・促進を行う。
[8] 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 (平成25年3月)		10年を目途に廃止を含め見直し	国土交通省、環境省	老朽・低未利用不動産について、耐震・環境性能を有する良質な不動産の形成を促進し、地域の再生・活性化に資するまちづくり及び地球温暖化対策を推進する。
(株) 日本政策投資銀行	[9] 競争力強化ファンド (平成25年3月)	事業開始日から10年程度	財務省	日本の競争力強化に資する、新たな価値の創造(イノベーション)や企業価値向上に向けた取組に対し、リスクマネーの供給を行う。
	[10] 特定投資業務 (平成27年6月)	平成38年3月	財務省	民間による成長資金の供給の促進を図るため、企業の競争力強化や地域活性化の観点から、成長資金の供給を限定的・集中的に実施する。
[11] (株) 海外交通・都市開発事業支援機構 (平成26年10月)		なし(5年ごとに根拠法の施行状況について検討)	国土交通省	海外インフラ事業を実施する現地事業者に対して支援を行う。
[12] 国立研究開発法人科学技術振興機構(JST) ※ファンド出資業務(平成26年4月)		中長期計画により5年毎に見直し(次回平成34年度)	文部科学省	JSTの各種事業における研究開発成果の実用化を支援する。
[13] (株) 海外通信・放送・郵便事業支援機構 (平成27年11月)		平成48年3月	総務省	海外における通信・放送・郵便の各インフラの整備に係る事業を支援する。
[14] 地域低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 (平成25年6月)		各基金設置後10年を目途に廃止を含め見直し	環境省	低炭素社会の創出と地域活性化に資するプロジェクトを支援する。
合計				

(注1) (株) INCJは、(株) 産業革新機構の事業承継会社であり、(株) 産業革新投資機構の100%子会社。

(注2) 官民イノベーションプログラムの設置期間は、東北大学は最長15年、東京大学は最長20年、京都大学は最長20年、大阪大学は最長15年まで延期可能。

(出典) 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「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10回)(案)」2018.12.3, p.7. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai11/siryou1.pdf>; 各組織のホームページ等を基に筆者作成。

出融資（億円）		政府保証 (平成30年度予算) (億円)	支援決定 件数	支援決定額 (億円)	実投融资額 (億円)	誘発された 民間投融资額 (呼び水効果) (億円)	
政府	民間						
財投出資：2,860	140	18,000	—	—	—	—	[1]
—	—	—	134 件	10,973	9,435	7,002	
一般会計出資：157	—	—	278 件	4,073	3,051	7,781	[2]
財投出資：160 一般会計出資：130 一般会計出資：30	101	10,000	208 件	1,031	378	1,111	[3]
財投出資：300	19	—	57 件	378	106	457	[4]
財投出資：100	100	630	29 件	581	318	2,879	[5]
一般会計出資：125	—	—	1 件	70	46	134	[6]
一般会計出資：417	—	—	1 件	230	38	39	
一般会計出資：292	—	—	1 件	150	48	91	
一般会計出資：166	—	—	1 件	100	60	75	
財投出資：586	107	350	31 件	664	490	1,518	[7]
一般会計補助：300	—	—	13 件	184	160	1,621	[8]
財投貸付：— (平成30年5月に完済)	500 (注3)	—	12 件	1,290	1,283	5,622	[9]
財投出資：1,650	2,940 (注3)	—	73 件	3,066	2,668	10,948	[10]
財投出資：506	59	629	13 件	656	402	891	[11]
一般会計出資：25	—	—	22 件	18	18	141	[12]
財投出資：66	24 (注4)	240	4 件	138	51	317	[13]
エネルギー対策 特別会計補助：216	—	—	32 件	110	51	1,153	[14]
財投出資：6,198 一般会計出資：1,212 一般会計補助：300 エネルギー対策 特別会計補助：216 計 7,926	550 その他 3,440 (注3) 計 3,990	29,849	910 件	23,712	18,603	41,780	

(注3) 日本政策投資銀行の自己資金。

(注4) うち3億円は議決権制限種類株式。

④～⑥については、予算措置等により、日本政策投資銀行の[9]競争力強化ファンド（平成 25 年 3 月）⁽³⁴⁾、[8]耐震・環境不動産形成促進事業（同年 3 月）及び[6]官民イノベーションプログラム（平成 26 年 12 月～平成 28 年 1 月）が創設された。

平成 25～27 年には、関連の予算措置や根拠法の制定等に伴い、[14]地域低炭素投資促進ファンド（平成 25 年 6 月）⁽³⁵⁾、[12]科学技術振興機構（JST）のファンド事業（出資型新事業創出支援プログラム）（平成 26 年 4 月）⁽³⁶⁾、[11]海外交通・都市開発事業支援機構（平成 26 年 10 月）⁽³⁷⁾及び[13]海外通信・放送・郵便事業支援機構（平成 27 年 11 月）⁽³⁸⁾が創設された。また、法改正⁽³⁹⁾により、平成 27 年 6 月には、日本政策投資銀行の[10]特定投資業務が開始され、これに伴い同行の[9]競争力強化ファンドは新規案件採択を終了した⁽⁴⁰⁾。

平成 30 年 9 月には、同年 5 月の法改正⁽⁴¹⁾により、[1]産業革新機構は産業革新投資機構と名称変更されるとともに、新規投資に関しては終期（機関の設置期限）が 9 年間延長（平成 46（2034）年 3 月 31 日まで）された。これに伴い、産業革新機構の事業継承会社として、産業革新投資機構の 100% 子会社である INCJ が設立されている。

3 海外における類似取組等の事例

以下では、ベンチャー企業支援や中小企業支援における海外のリスクマネー供給に係る取組事例を紹介する。

(1) 英独仏

欧州におけるベンチャーキャピタル（Venture Capital. 以下本節において「VC」）投資による 2007～2015 年平均の資金提供は、対 GDP 比でみて、英国が 0.046%、フランスが 0.038%、ドイツが 0.029%、EU 平均が 0.028% という状況であり、米国の 0.211% に比べるとかなり小さな規模となっている。また、欧州においては、2007～2015 年平均で VC ファンドの資金源の 22% は政府機関からの資金である。VC ファンド資金提供における、個人、ファンド・オブ・ファンズ（他ファンドを通じた間接的な出資を行うファンド）、年金基金、銀行など政府機関以外の資金提供主体のシェアが各々 10% 程度ないしそれ未満の比率である中で、民間 VC の資金提供をいかに活性化していくかという点が、欧州の VC 市場における最大の課題であると言われている⁽⁴²⁾。なお、米国では、VC における政府機関の役割は小さく、年金基金が主要な資金提供主体（2014

⁽³⁴⁾ 自己資金 500 億円にて設立され、平成 24 年度第 1 次補正予算による産投借入 1000 億円が追加されている（「株式会社日本政策投資銀行」『財政金融統計月報』779 号，2017.3，p.52. <https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou/g779/779_e.pdf>）。

⁽³⁵⁾ 平成 25 年度以降の予算措置により設置。

⁽³⁶⁾ 平成 24 年度第 1 次補正予算による JST への出資金の一部を活用することにより設置（文部科学省「独立行政法人科学技術振興機構について」2014.11，p.3. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai3/siryou3.pdf>）。

⁽³⁷⁾ 株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法（平成 26 年法律第 24 号）により設置。

⁽³⁸⁾ 株式会社海外通信・放送・郵便事業支援機構法（平成 27 年法律第 35 号）により設置。

⁽³⁹⁾ 「株式会社日本政策投資銀行法の一部を改正する法律」（平成 27 年法律第 23 号）

⁽⁴⁰⁾ 平成 30 年 5 月には、競争力強化ファンドに係る財投貸付が完済されている（表 1）。

⁽⁴¹⁾ 「産業競争力強化法等の一部を改正する法律」（平成 30 年法律第 26 号）

⁽⁴²⁾ Miguel Fernández Acevedo et al., “France, Germany, Italy, Spain and the United Kingdom: Building Momentum in Venture Capital across Europe,” December 2016, pp.15, 17-18. KfW website <<https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Studien-und-Materialien/Building-Momentum-in-Venture-Capital-across-Europe.pdf>>

年の米国 VC 投資の 29%) とされる⁽⁴³⁾。

欧州委員会は、欧州議会等に対する 2015 年の報告書において、本節後述の英独仏の公的金融機関 (BBB, KfW, Bpifrance) を含む機関を国家振興銀行 (National Promotional Bank: NPB) として、「開発・振興の活動を行うために、EU 加盟国から権限を委任されたプロフェッショナルな金融活動を遂行する機関」と定義付けている⁽⁴⁴⁾。その上で同報告書は、NPB の存在理由は、市場の失敗による過小な投資を補うことであり、市場の失敗は、①情報の非対称性、②外部性、③競争の不足により生じるとされる。①の例としては、中小企業分野にみられるような、投資プロジェクトの実行可能性判断に係る取引費用の高さに起因する信用割当⁽⁴⁵⁾等、②の例としては、競争者にも便益が及ぶ研究開発投資、③の例としては、市場支配力の集中に起因する金融サービスの過小供給などが挙げられている。ベストプラクティスとして、NPB に関して留意すべき事項としては、市場の失敗が生じている分野に活動分野を絞ること、新設される NPB が対処する分野の市場の失敗について独立した事前の評価がなされること、政府からの継続的 (追加的) な資金注入を伴うことのないよう経済的に実行可能で収益性を伴う活動を行うこと、業務執行に対して NPB の委員会 (boards. 政府からの代表者を含む監督機関) による適切な戦略的ガイダンスとモニタリングが行われること、有害な財務上・組織上の決定を防ぐ健全なリスクマネジメントと内部統制手続があること、といった点が挙げられている⁽⁴⁶⁾。

(i) 英国

英国ビジネス銀行 (British Business Bank: BBB) は、ビジネス・エネルギー・産業戦略省 (Department for Business, Energy and Industrial Strategy: BEIS) が 100% 株式を保有する持株会社 (2018 年 3 月末の株主資本は 12 億 9457 万ポンド⁽⁴⁷⁾) であり、従前複数省庁等がそれぞれ設けていた中小企業向け金融プログラムを 1 つに統合する形で、2014 年秋から本格的に活動を開始した。BBB は、創業期、成長期、安定期の中小企業の各段階に応じた適切な金融を行い、金融市場が中小企業のニーズにより効率的に対応するよう支援を行うことを使命としている。中小企業に対する直接の投融資は行わず、BBB が 100% 出資する複数の子会社を通じて投融資を行っている (2018 年 3 月末の売却可能金融資産 (株式等) 残高は 9 億 8579 万ポンド、貸付金残高は 3 億 4607 万ポンド⁽⁴⁸⁾)。VC 等向け投融資に関しては、表 2 のような枠組みがある。

⁽⁴³⁾ Michael Brigl and Heinrich Liechtenstein, “The State of European Venture Capital: A Rise in Good Deals, but an Investor Drought,” October 15, 2015. Boston Consulting Group website <<https://www.bcg.com/publications/2015/alliances-joint-ventures-growth-state-of-european-venture-capital.aspx>> なお、後述のとおり、米国では、政府資金も一部供給されている中小企業投資会社 (Small Business Investment Company: SBIC) プログラムにより、2017 年度に 57 億ドルが中小企業に対して投融資されている (2017 年 (暦年) の米国の VC 投資は前掲注⁽⁴⁾の OECD 資料と同年の GDP から 779 億ドル程度と試算される。)

⁽⁴⁴⁾ European Commission, “Communication from the Commission to the European Parliament and the Council: Working together for jobs and growth: The role of National Promotional Banks (NPBs) in supporting the Investment Plan for Europe,” COM(2015) 361 final, 2015.7.22, p.3. <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0361&from=EN>>

⁽⁴⁵⁾ 情報の非対称性 (貸し手側の情報不足) があるときに、金融市場において超過需要が生じ、かつ、金利がこれに応じて上昇しないときに、超過需要を残したまま限られた借り手に資金が貸し付けられることをいう。借り手に関する情報入手が難しい場合、借り手の質の劣化を招く (返済確率の高い借り手にとって借入れコストが割高になる) 金利引上げを行わない誘因が貸し手側に生ずることによる。

⁽⁴⁶⁾ European Commission, *op.cit.*(44), pp.3-5.

⁽⁴⁷⁾ British Business Bank, “Annual Report and Accounts 2018,” p.139. <https://annualreport2018.british-business-bank.co.uk/uploads/documents/BBB_Annual_Report_2018.pdf>

⁽⁴⁸⁾ *ibid.*, p.90.

表2 BBB における主な VC 等向け投融資の枠組み

枠組み	概略	売却可能 金融資産残高 (万ポンド)	貸付金残高 (万ポンド)
投資プログラム (Investment Programme)	最大で民間投資家と同額の商業的投資を行い、新規の資金拠出者の市場参入や小規模な資金拠出者の成長を促すもの。	24,204	20,977
企業資本ファンド (Enterprise Capital Funds)	官民の資金により、高成長が見込まれる事業に対する出資を行い、成長に必要な資金を得にくいアリーステージにおける VC を増やすことを図るもの。	17,239	—
創業者向け融資 (Start Up Loans)	企業を立ち上げようとする者又は自営業者になろうとする者に対して貸付けを行うもの。	—	13,567
ビジネス資金連携 (Business Finance Partnership: BFP)	民間の資金提供者を創出し、中小企業向けの資金不足を解消するための制度。売上高 5 億ポンドまでの中規模事業者に貸付けを行うファンドに対する投資の Mid Cap、売上高 7500 万ポンドまでの小規模事業者に貸付けを行うファンドに対する投資の Small Cap があるが、現在は新規の受付を停止しており、Investment Programme が後継の枠組みとされている。	56,967	64

(注) 売却可能金融資産残高及び貸付金残高は 2018 年 3 月末現在。
 (出典) British Business Bank, “Annual Report and Accounts 2018,” pp.7, 110, 112-115, 128. <https://annualreport2018.british-business-bank.co.uk/uploads/documents/BBB_Annual_Report_2018.pdf> 等を基に筆者作成。

(ii) ドイツ

ドイツでは、ハイテク起業基金 (High-Tech Gründerfonds) が、2005 年に連邦政府主導により設立された。同基金には、連邦政府と復興金融公庫 (Kreditanstalt für Wiederaufbau: KfW) に加えて、民間企業が出資を行っている。2005 年以降、3 つの基金 (2005 年に第一基金、2011 年に第二基金、2017 年に第三基金) が設置されており、これら基金への官民の出資額は 8 億 9250 万ユーロに上る。連邦政府及び KfW の出資比率は表 3 のとおり過半を占めているが、民間基金の出資割合は第一基金 6%、第二基金 14%、第三基金 34% と増大してきている。ハイテク起業基金は、設立後 1 年以内 (第三基金は 3 年以内)、従業員 50 名未満等の一定の要件を満たしたハイテク分野の企業に対して出資等を行う⁽⁴⁹⁾。2005 年以降、500 を超える創業を支援しており、3 つの基金 (株主資本額 8 億 9250 万ユーロ) からの投資に加えて、外部からは 19 億ユーロを超える追加投資を得ている⁽⁵⁰⁾。

なお、KfW は、第二次大戦後の 1948 年にドイツの復興を目的として創設された。連邦政府が株式の 80%、州政府が 20% を出資する公的金融機関である⁽⁵¹⁾。中小企業向け金融、自治体・個人向け金融、輸出金融、途上国向け開発金融など幅広い業務を行っている (子会社の活動を含

(49) 財務省理財局「財政制度等審議会財政投融資分科会説明資料 (イギリス、ドイツにおける財政投融資類似制度について)」2018.5.31, p.11. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa300531/zaito300531_1-2.pdf>

(50) “FACTS & FIGURES.” High-Tech Gründerfonds website <<https://high-tech-gruenderfonds.de/en/#facts-figures-2>>; “High-Tech Gründerfonds III: Second closing passes all expectations at 316.5 million Euro,” May 29, 2018. *idem.* <<https://high-tech-gruenderfonds.de/en/high-tech-gruenderfonds-iii-second-closing-passes-all-expectations-at-316-5-million-euro/>>

む。⁽⁵²⁾。前述のハイテク起業基金とは別に、ベンチャー向けのプログラムとして、KfW は連邦政府と協力して 2015 年に ERP-Venture Capital Fund (ERP-VCF) を開始し⁽⁵³⁾、ドイツや欧州における創業期又は早期成長期 (early growth) 向けの 18 の VC に 2 億 6500 万ユーロの投資を行った。ERP-VCF は、2018 年 10 月に業務を開始した KfW Capital (KfW の子会社) にその業務を引き継いでいる⁽⁵⁴⁾。

表 3 ハイテク起業基金の出資者

出資者	第一基金 ^(注1)		第二基金 ^(注1)		第三基金 ^(注1)	
	株主資本額 (百万ユーロ)	比率 (%)	株主資本額 (百万ユーロ)	比率 (%)	株主資本額 (百万ユーロ)	比率 (%)
連邦政府	240	88.24	220	72.37	170	53.71
KfW	15	5.51	40	13.16	40	12.64
民間企業	17	6.25	44	14.47	^(注2) 106.5	33.65
計	272	100.00	304	100.00	316.5	100.00

(注 1) 第一基金及び第二基金は 2016 年末現在、第三基金は 2018 年 5 月時点の目標出資額。
 (注 2) 第三基金の民間企業出資額は、合計金額から連邦政府分と KfW 分 (2017 年 5 月時点の金額として確認できたもの) を差し引いて算出。
 (出典) Bundesministerium der Finanzen, “Die Beteiligungen des Bundes: Beteiligungsbericht 2017,” Februar 2018, pp.79-85. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Bundesvermoegeen/Privatisierungs_und_Beteiligungs politik/Beteiligungs politik/Beteiligungsberichte/beteiligungsbericht-des-bundes-2017.pdf;jsessionid=C6D0B0908C5108B307FA43D78AF1DB73?__blob=publicationFile&v=7>; “High-Tech Gründerfonds III: Second closing passes all expectations at 316.5 million Euro,” May 29, 2018. High-Tech Gründerfonds website <<https://high-tech-gruenderfonds.de/en/high-tech-gruenderfonds-iii-second-closing-passes-all-expectations-at-316-5-million-euro/>>; “KfW invests for the third time in the High-Tech Start-up Fund (HTGF),” 2017.5.31. KfW website <https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Latest-News/Pressemitteilungen-Details_417024.html> 等を基に筆者作成。

(iii) フランス

フランスでは、公的投資銀行 (Banque publique d’investissement: Bpifrance) が、①ファンド・オブ・ファンズの運営、②直接投資を行うファンドの運営等、といった手段により VC 市場等において資金提供を行っている。Bpifrance は、既存の機関を統合する形で 2012 年に創設された政府系金融機関であり、政府が 50%、公的金融機関の預金供託金庫 (Caisse des dépôts et consignations: CDC)⁽⁵⁵⁾ が 50% の株式を保有する。Bpifrance は、3 つの子会社を通じて、融資事業、輸出保険事業、投資事業を行っている⁽⁵⁶⁾。投資事業では 300 億ユーロの資金を管理しており、このうち

(51) KfW, “Financial Report 2017,” p.25. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Finanzpublikationen/PDF-Dokumente-Berichte-etc/3_Finanzberichte/Finanzbericht_2017-2.pdf>
 (52) KfW, “KfW at a Glance: Facts and Figures.” <<https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/KfW-im-%C3%9Cberblick/KfW-an-overview.pdf>>; 「諸外国における財政投融資類似制度の概要」財務省理財局『財政投融資リポート 2015』2015, p.13. <https://www.mof.go.jp/filp/publication/filp_report/zaito2015/pdf/1/filp-2015_j_1-c6.pdf>
 (53) Acevedo et al., *op.cit.* (42), pp.24, 37-38.
 (54) KfW, “Equity finance.” <<https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Press-Material/Themen-kompakt/Beteiligungsfinanzierung/>>
 (55) CDC は 1816 年に創設された金融機関であり、利息が非課税である非課税預金を原資として、公営住宅事業などへの融資を行っている。
 (56) 輸出保険事業と投資事業は 100% 出資子会社、融資事業は 90% 出資子会社 (残余の 10% は民間銀行が出資) を通じて実施している。Bpifrance, “Mid & Large Cap Bpifrance Investissement,” 2018.7.12, p.3. <[https://www.bpifrance.fr/content/download/69132/746907/file/Pr%C3%A9sentation%20Mid%20&%20Large%20Cap%20\(FR\)%20-%20Juin%202018%20\(1\).pdf](https://www.bpifrance.fr/content/download/69132/746907/file/Pr%C3%A9sentation%20Mid%20&%20Large%20Cap%20(FR)%20-%20Juin%202018%20(1).pdf)>; Bpifrance Investissement, “Mid & Large Cap,” p.3. <<https://www.bpifrance.fr/content/download/18154/238235/file/Presentation%20Mid%20-%20Large%20Cap%20-%20EN.pdf>>

直接投資としては16億ユーロがVC向け、15億ユーロが中小企業向けであり、間接投資としては77億ユーロがファンド・オブ・ファンズ向けである⁽⁵⁷⁾。なお、Bpifranceは、大企業向けの直接投資も行っており(186億ユーロ。中堅企業向けを含む)、近年では、2017年に販売台数で世界第9位の自動車メーカーであるPSAの政府保有株式(全株式の12%超)を購入している⁽⁵⁸⁾。

(2) 米国

米国では、1958年以降、中小企業庁(Small Business Administration: SBA)による「中小企業投資会社(Small Business Investment Company: SBIC)プログラム」が実施されている。同プログラムは、中小企業に対する出資や長期融資に係る供給不足を解消するために、補完的な資金供給を図るものである⁽⁵⁹⁾。一定の申請要件を満たした民間のファンドをSBICとして認定し、これに対してSBAが融資を行う。民間投資1ドルにつきSBAの融資の上限は2ドルである⁽⁶⁰⁾。SBICプログラムにより、2017年度において、57億ドルが1,077社(うち308社は低所得者地域の企業及び女性、マイノリティ、退役軍人所有の企業)に投融資された⁽⁶¹⁾。

なお、日本では、米国SBICの発展も1つの契機として⁽⁶²⁾、昭和38年の法律⁽⁶³⁾に基づき中小企業投資育成株式会社⁽⁶⁴⁾が東京、名古屋、大阪に設立されており、中小企業の株式引受け等の支援が行われている。当初同社は、中小企業金融公庫を経由して一部国の出資⁽⁶⁵⁾を受けていたが、昭和59年度までに国の出資は引き揚げられている⁽⁶⁶⁾。

II 運用状況及び監督体制

1 官民ファンドの運用状況

(1) 投融資額等

平成30年9月末現在、官民ファンドは、政府から約7926億円、民間から約3990億円、計約1兆1916億円の出資等を受けている(表1)。平成30年度予算では、産業革新投資機構を始めとする6つの官民ファンドの社債・借入金について、2兆9849億円を限度とする政府保証が設定されている。官民ファンドが平成30年9月末までに支援を決定した案件は910件、支援決定額は約2兆3712億円、実投融資額は約1兆8603億円、誘発された民間投融資額(呼び水効果

⁽⁵⁷⁾ *ibid.*

⁽⁵⁸⁾ *ibid.*, pp.11, 25.

⁽⁵⁹⁾ Robert Jay Dilger, “SBA Small Business Investment Company Program,” *CRS Report*, R41456, January 8, 2016, p.1. <<http://nationalaglawcenter.org/wp-content/uploads/assets/crs/R41456.pdf>>

⁽⁶⁰⁾ Small Business Administration, “The Small Business Investment Company (SBIC) Program,” p.1. <https://www.sba.gov/sites/default/files/articles/2017_SBIC_Executive_Summary.pdf>

⁽⁶¹⁾ Small Business Administration, “Small Business Investment Company (SBIC) Program Overview as of September 30, 2017,” p.2. <<https://www.sba.gov/sites/default/files/2017-12/Fiscal%20Year%20Data%20for%20the%20period%20ending%20September%2030%2C%202017.pdf>> なお、ここでいうマイノリティは、アフリカ系、アジア系など人種的なマイノリティを指す(Dilger, *op.cit.*⁽⁵⁹⁾, pp.22-23)。

⁽⁶²⁾ 次の会議録の政府委員の説明による。第43回国会参議院商工委員会会議録第26号 昭和38年5月28日 p.2.

⁽⁶³⁾ 中小企業投資育成株式会社法(昭和38年法律第101号)

⁽⁶⁴⁾ 英語名称では、SBIC(Small and Medium Business Investment & Consultation)と略称されている。

⁽⁶⁵⁾ 第43回国会参議院商工委員会会議録第26号 前掲注⁽⁶²⁾

⁽⁶⁶⁾ 第104回国会参議院商工委員会会議録第9号 昭和61年5月8日 p.26.

額) は約 4 兆 1780 億円とされる⁽⁶⁷⁾。

(2) 投資決定の過程

官民ファンドの投資決定過程は、おおむね次のとおりである。すなわち、投資適格性と政策目的の合致性の検討を経て投資候補とされた案件につき、ファンドマネジャー主体の投資チームが、社外取締役を中心に構成される投資決定委員会に報告を行いながら、フィージビリティ・スタディ（実現可能性の調査）やデューディリジェンス（投資先の価値・リスク等の調査）、利益相反に係る検証・確認を行い、最終的に投資決定委員会⁽⁶⁸⁾により当該案件への出資が決定される⁽⁶⁹⁾。

2 行政等による監督、監査等

(1) 各設置根拠法に基づく監督

根拠法に基づいて設置された官民ファンドでは、当該法に基づく監督が行われている⁽⁷⁰⁾。

例えば、産業革新投資機構については、設置根拠法⁽⁷¹⁾において、経済産業大臣による管理・監督等の規定が置かれている。すなわち、経済産業大臣は、取締役及び監査役の選任及び解任の認可（第 92 条）、産業革新投資委員会委員の選定及び解職の認可（第 96 条第 5 項）、定款の変更の認可（第 100 条）、特定資金供給⁽⁷²⁾のための投資基準の策定（第 102 条第 1 項）、特定資金供給の審査・認可（第 104 条第 1 項及び第 2 項）、直接資金供給のための支援基準の策定（第 107 条第 1 項）、支援決定に当たっての意見提出（第 108 条第 2 項）、有価証券の譲渡その他の処分等に当たっての意見提出（第 110 条第 1 項）、予算の認可（第 116 条第 1 項）、業務の実績に関する評価（第 123 条第 1 項）などの権限を有している。

その他の官民ファンドの設置根拠法においても、主務大臣の監督等の権限に関して、おおむね次のような規定が設けられている。取締役及び監査役の選任等の認可、支援決定等を行う委員会の委員選定等の認可、定款の変更の認可、支援基準の策定、予算の認可などに関する規定である。

(2) 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

官民ファンドの主務大臣等⁽⁷³⁾により構成される「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」（以下「関係閣僚会議」）により、平成 25 年 9 月に「官民ファンドの運営に係るガイドライ

⁽⁶⁷⁾ 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「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 10 回）（案）」2018.12.3, pp.1-2, 7. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai11/siryou1.pdf>

⁽⁶⁸⁾ 利益相反が生じないように、投資先と利害関係を有する官民ファンド関係者は投資決定に関与しない等の運用がなされている（官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「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 8 回）」2017.12.6, 別紙 pp.3-4. 同上 <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/fund_kkk/dai9/siryou1.pdf>）。

⁽⁶⁹⁾ 川村雄介監修, 著『官民ファンド活用ガイド』金融財政事情研究会, 2015, p.8.

⁽⁷⁰⁾ 設置根拠法等に基づく官民ファンドに対する監督については、次の資料も参照。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—会計検査院法第 30 条の 2 の規定に基づく報告書—』2018.4, pp.50-52. <http://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/300413_zenbun_02.pdf>

⁽⁷¹⁾ 産業競争力強化法（平成 25 年法律第 98 号）（「産業競争力強化法等の一部を改正する法律」（平成 30 年法律第 26 号）による改正（施行日：平成 30 年 7 月 9 日）後の規定）

⁽⁷²⁾ 経済産業大臣の認可を受けて組成するファンドへの資金供給（Ⅲ章 2 節）。

⁽⁷³⁾ 総務大臣、財務大臣、文部科学大臣、農林水産大臣、経済産業大臣、国土交通大臣、環境大臣、内閣府特命担当大臣（経済財政政策）、内閣府特命担当大臣（地方創生）及び内閣官房長官（「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議の開催について」（平成 25 年 9 月 27 日閣議口頭了解、平成 29 年 12 月 5 日一部改正）内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/pdf/h29konkyo.pdf>）。

ン」⁽⁷⁴⁾が決定されている。関係閣僚会議の下に、内閣総理大臣が指名する官職にある者から構成される「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「関係閣僚会議幹事会」）が置かれており、同幹事会がガイドラインに基づき官民ファンドの運営状況につき検証を行った結果を、ほぼ半年に1回のペースで、「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」（以下「検証報告」）として報告している。

(3) 財政融資資金等の実地監査

財投資金を用いた官民ファンド⁽⁷⁵⁾は、財務省理財局による実地監査を受けている。財政制度等審議会財政投融资分科会の平成26年6月の報告書「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について」⁽⁷⁶⁾では、公的資金を活用する官民ファンドの投資方針に係る基準として、次の4点を掲げている。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。また、官民ファンドの投資に当たっては、短期的な利益ではなく、中長期的な視点から対象事業を総合的に評価することが求められると述べている。こうした点を踏まえて、同報告書では、産投対象機関である官民ファンドに対して、ガバナンス機能の実態確認に重点を置いた監査を実施し、その強化を図ることとされた⁽⁷⁷⁾。

官民ファンドに対する実地監査は、平成26事務年度（平成26年7月～平成27年6月）分から開始され、その結果は財政制度等審議会財政投融资分科会に報告されている⁽⁷⁸⁾。

(4) 会計検査院による検査

会計検査院は、平成30年4月に、14の官民ファンドを横断的に検査した随時報告を公表している。業務開始から平成28年度末までの支援案件に係る損益について、13の官民ファンド（支援実績が1件のみの官民ファンドを除く。）の合計では、投資回収額と保有有価証券評価額等の合計が支出額を上回っており約1.6兆円の利益を確保しているものの、個別にみると6つの官民ファンドで損失が生じている⁽⁷⁹⁾など、官民ファンドの運用状況全般について詳細な報告を行っている。

Ⅲ 課題

平成25年1月に閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」において、成長戦略は民間投資を喚起することが目的であり、官民ファンドもそのための一手段と位置付けられ

⁽⁷⁴⁾ 「官民ファンドの運営に係るガイドライン」前掲注⁽²²⁾

⁽⁷⁵⁾ 官民ファンドに対する財投は、毎年度の予算編成と並行して財政投融资計画として取りまとめられ、予算案とともに（特別会計予算の添付書類として）常会に提出される。また予算案では、財政投融资特別会計投資勘定や一般会計予算総則の政府保証において官民ファンドに係る所要額が計上され、国会の議決の対象となる。

⁽⁷⁶⁾ 財政制度等審議会財政投融资分科会「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について」2014.6.17. 財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/filp/summary/filp_fu_report/houkokusyo_zenbun.pdf>

⁽⁷⁷⁾ 同上, pp.37, 84.

⁽⁷⁸⁾ 例えば、平成28事務年度（平成28年7月～平成29年6月）分については、次の資料を参照。財務省理財局「財政融資資金等の実地監査について」2017.6.15. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa290615/zaito290615_3.pdf>

⁽⁷⁹⁾ 会計検査院 前掲注⁽⁷⁰⁾, pp.91-92.

る⁽⁸⁰⁾。そもそも、ファンド事業が官の取り組む分野なのかという論点もあろう。これについては、前述の欧州委員会の報告書（I章3節）で述べられている「市場の失敗による過小な投資を補うこと」という官の役割に係る視点が参考になる。

過小な民間投資の補完という存在理由があったとしても、官民ファンドについては、公的資金を用いる事業であり、民間投資喚起のための一手段であることという原点に常に立ち返り、ファンドの必要性やその運営の適切性を検証することが求められる⁽⁸¹⁾。そのための手段として、まずは官民ファンド運営に係る透明性が必要となる。その上で、ガバナンスが機能し、民業補完の役割が適切に遂行されているかが論点になろう。また、14の官民ファンドが民業補完として投資を行う分野の設定が適切なのか（ファンド相互間の重複はないか、そもそもニーズの乏しい分野を対象とするファンドを置いていないか、等）も問われるものと考えられる。

本章では、産業革新投資機構（又は産業革新機構）やその他のファンドの事例にも言及しつつ、官民ファンドの課題を整理する。

1 透明性

(1) KPIの現状

官民ファンドの運用状況に係る情報開示に関しては、各機関のホームページで財務情報等が公開されているほか、関係閣僚会議幹事会における検証報告で、半年に1回各ファンドの重要業績指標（key performance indicator: KPI）とその達成状況が開示されている。

将来的な国民負担にも関係する指標として、「収益性」に係る KPI が設定されており、多くのファンドでは、出資分（と経費分の合計）に等しい「1.0倍」の収益性が目標として設定されている。しかし、平成30年9月末時点で、6つの官民ファンドでは支援終了案件がない（又は少ない）などとして収益性に係る KPI を開示していない⁽⁸²⁾。また、会計検査院は、平成28年度末時点において、経費分を反映せずに出資分のみに対する収益を収益性の KPI としている2つの官民ファンドについて、仮に1.0倍の KPI が達成されたとしても、経費分は回収できず国民負担が生ずると述べている⁽⁸³⁾。この点については、産業革新機構の収益性の KPI が間接経費を含めたものに見直されるなど、近年改善が図られているが、第8回検証報告（平成29年12月）では、「収益性に係る検証には不十分な KPI（運営経費を含めて投資回収できるかが判断できない KPI 等）があり、「比較可能な KPI の設定も含めた適切な KPI の見直しを行う必要がある」と

⁽⁸⁰⁾ 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」前掲注⁽³²⁾, pp.1, 8, 10, 12.

⁽⁸¹⁾ 菅義偉内閣官房長官は、平成28年1月の参議院決算委員会において、「民間で取ることの難しいリスクを取ることによって民間投資の呼び水にする、そういう意味でこのファンドをつくらせていただいているんですけども、こうした役割を終えたという判断をされれば当然廃止される、そうされるべきだというふうに思っています。」「検証対象にしている官民ファンドについては、（中略）目的に達したものについては廃止するなり、しっかりと取り組んでいきたいというふうに思います。」と答弁している（第190回国会参議院決算委員会会議録第2号 平成28年1月21日 pp.34-35）。

⁽⁸²⁾ 第10回検証報告（平成30年12月）において、平成30年9月末時点の収益性に係る KPI を公表していないのは、①農林漁業成長産業化支援機構（→評価時点における（全）株式売却（以下「EXIT」）実績に係る収益性の記載あり）、②官民イノベーションプログラム（→累積2件のEXIT案件について目標達成との記載あり）、③耐震・環境不動産形成促進事業（→平成30年3月末時点で2件のEXIT実績があり目標達成との記載あり）、④海外交通・都市開発事業支援機構（→資本金等に対する純資産の割合を参考情報として記載）、⑤科学技術振興機構（→平成30年9月末時点で1件のEXIT実績があり目標達成との記載あり）、⑥海外通信・放送・郵便事業支援機構（→資本金等に対する純資産の割合を参考情報として記載）。

⁽⁸³⁾ 会計検査院 前掲注⁽⁷⁰⁾, pp.108-110。「2つの官民ファンド」は、産業革新機構と民間資金等活用事業推進機構。

述べられており⁽⁸⁴⁾、見直しの状況を注視する必要がある。

このほかの KPI としては、各ファンドの政策目的に応じた指標が挙げられている（例：INCJ（旧・産業革新機構）の KPI につき表 4 参照）。

表 4 INCJ（旧・産業革新機構）の KPI

政策目的	評価項目	KPI	成果目標	実績 (30 年度上期)
—	収益性	機構全体の長期収益性（回収額 ÷（売上原価＋間接経費））	1.0 倍超	2.6 倍
自らの経営資源以外の経営資源の有効な活用を通じた産業活動の革新の推進	インパクト	総案件数に占める客観化された投資インパクト（グローバルリーダー企業創出、ゲームルールの変革等）が達成されている件数の比率	66% 以上	88%
自らの経営資源以外の経営資源の有効な活用を通じた産業活動の革新の推進	エコシステム	他の公的研究機関やベンチャー支援団体等との連携数	機構全体：平成 30 年度末までに 11 件以上 健康医療分野：平成 30 年度末までに 5 件以上	10 件 健康医療分野：5 件
自らの経営資源以外の経営資源の有効な活用を通じた産業活動の革新の推進	ベンチャー支援	機構全体に占めるベンチャー等投資比率	66% 以上	80%
機構による支援と協調して、民間事業者等からの資金の供給が行われること	民業補完	民間からの協調出資がなされた件数の比率	機構全体：95% 以上 (健康医療分野：100%)	99%

(出典) 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会「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 10 回）(案)」2018.12.3, p.19. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai11/siryou1.pdf> を基に筆者作成。

民業補完に関しては、全ファンドに共通する尺度はなく、例えば民間の協調出資がなされた件数や金額の比率が用いられることがあるが、こうした指標では、官民ファンドが支援する案件のリスクの高さや、そうしたリスクの高さゆえに官民ファンドの支援が必要であると判断することはできないとの指摘がある⁽⁸⁵⁾。

以上のほか、KPI によっては、「政策目的の達成状況を客観的に評価することが難しい」との指摘もある⁽⁸⁶⁾。KPI の内容の見直しについては、第 10 回検証報告（平成 30 年 12 月）において、「できる限り横串化・簡素化することを検討していく必要がある」とされている⁽⁸⁷⁾。

⁽⁸⁴⁾ 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会 前掲注(68), p.17.

⁽⁸⁵⁾ 田中秀明「官民ファンドのガバナンス—政府による産業投資の可能性と限界—」金融調査研究会事務局編『中期的にみたわが国公的金融のあり方』2015, pp.98-99. 全国銀行協会ウェブサイト <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news270918_13.pdf> 協調出資がなければ当該出資案件が成立しなかったか（官民ファンドの出資がなくとも、その分民間からの出資が得られたのではないか）については、協調出資の有無では判断ができないものと考えられる。

⁽⁸⁶⁾ 第 2 回関係閣僚会議幹事会（平成 26 年 5 月）において、有識者委員から、産業革新機構（現・INCJ）の「客観的な投資インパクト（グローバルリーダー企業創出、ゲームルールの変革等）が設定され、達成されていること」のような KPI について、「ファンドの政策目的が幅広く、案件ごとにその中身が異なる場合、政策目的の達成状況を客観的に評価することが難しい」とのコメントがある（「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会（第 2 回）概要」2014.5.26. 内閣官房ウェブサイト <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai2/gijigaiyou.pdf>）。

⁽⁸⁷⁾ 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会 前掲注(67), p.5. また、「これまでファンドごとにばらばらであった「業績評価の指標もできるだけ共通化」するとも報じられている（「官民ファンド赤字解消を」『読売新聞』2018.12.2）。

(2) 個別案件の損益開示の是非

官民ファンドの政策効果や投資実績の検証に当たっては、個別案件に係る損益の開示が不可欠との指摘がある⁽⁸⁸⁾。「官民ファンドの運営に係るガイドライン」では、「投資実行後においても、当該投資について適切な評価、情報開示を継続的に行い、国民に対しての説明責任を果たすこととされている⁽⁸⁹⁾。しかし、会計検査院の随時報告によると、平成28年度末時点で、支援の終了した案件のある官民ファンドで、個別案件ごとの損益を公表している官民ファンドは存在しないとされる⁽⁹⁰⁾。個別案件ではないレベルでの損益等の情報開示としては、例えば、中小企業基盤整備機構では、各年度の事業報告書に、同機構が出資を行うファンド種別ごとの出資契約数、出資契約額、出資履行金額、分配金額、出資金損益などの年度データ及び累計データを記載している⁽⁹¹⁾。また、産業革新機構について経済産業省が実施した平成29年度の業務に係る実績評価では、全案件に係る実投資額と回収額、(全)株式を売却(以下「EXIT」)した案件数、収益がプラスになった案件数とマイナス(又はゼロ)になった案件数の内訳、EXIT案件のEXIT経緯等が示されているほか、少数の案件(4件)については回収額が公表されている(投資額は原則として公表)⁽⁹²⁾。一方、同じ経済産業省所管でも、海外需要開拓支援機構の実績評価では、EXITした案件の損益のみならずEXIT経緯に係る具体的な記述もないなど、産業革新機構に比べると開示されている情報が少ない⁽⁹³⁾。

個別案件の損益の開示に関しては、開示をすると失敗例にばかり焦点が当たり、リスクマネーの提供に支障が生ずるとの見方⁽⁹⁴⁾がある一方で、失敗例も投資目的が説明できればよく、個別案件の損益を開示すべき(開示することがためられる案件は投資すべきではない)との見方⁽⁹⁵⁾もある。

投資ファンドはファンド全体の損益でその運用成績を判断する事業であるが、官民ファンドに関しては、前記ガイドラインにもあるように、国民に対する説明責任を果たすという観点から、可能な限り、政策効果が最も具体的に判断できる個別案件ベースで損益が示されていることが望ましいものと考えられる。産業革新機構は、従前、個別案件の損益については、関係企業へ不利益を与える可能性があるとして、これを開示していなかったが、平成29年度下半期の投資実績の発表に当たり開示内容の見直しを行い、新規上場銘柄の場合及び関係企業が開示を行っている場合は、原則として損益の開示を行うこととしている⁽⁹⁶⁾。今後、産業革新投資機構において、経済産業大臣の認可を経て組成したファンド(認可ファンド。次節参照)がさらに投資を行い組成したファンド(いわゆる「孫ファンド」)の状況も含めて、透明性のある形で情報開示が行われるか注目される。

(88) 「官民ファンド 投資案件の情報開示がカギだ」『読売新聞』2017.9.12.

(89) 「官民ファンドの運営に係るガイドライン」前掲注(2), p.5.

(90) 会計検査院 前掲注(70), p.112.

(91) 中小企業基盤整備機構「平成29事業年度 業務実績等報告書」pp.126-127. <http://www.smrj.go.jp/doc/org/h29_gyomu.pdf>; 同「平成28事業年度 事業報告書」p.45. <http://www.smrj.go.jp/doc/org/101379_jigyohokoku.pdf>

(92) 経済産業省「平成29年度産業革新機構の業務の実績評価について」pp.7, 47, 50, 51, 61. <http://www.meti.go.jp/policy/jigyousai/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy29.pdf>

(93) 経済産業省「平成28年度株式会社海外需要開拓支援機構の業務の実績評価について」<http://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/mono/creative/file/28fy_CJfund_jissekihyouka.pdf> なお、EXITした案件(1件)を踏まえた収益性のKPIは記載されている(同, p.9)。

(94) 志賀俊之「官民ファンドの役割は 民間資金十分回らず」『日本経済新聞』2017.8.6.

(95) 斉藤暁「官民ファンドの役割は 国民全体で監視必要」『日本経済新聞』2017.8.6.

(96) 産業革新機構「産業革新機構の投資活動—2017年度下半期の活動を中心に—」2018.4.6, pp.13-14. <https://www.incj.co.jp/news/INCJ_20180406_2.pdf>

2 ガバナンスの在り方

官民ファンドのガバナンスについては、財政制度等審議会財政投融资分科会の前述の報告書（平成26年6月）において、「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。」とされている⁽⁹⁷⁾。

一般に、公的な投資機関のガバナンスにおいては、政府の監督により政策目的の実現と民主的統制を図る一方で、不適切な政治的干渉や利害関係者からの干渉を避ける手続が必要と指摘されている⁽⁹⁸⁾。官民ファンドの運営に関しても、重要な投資に係る決定と、内部組織・チェック機関（社外取締役、監査役等）における監視について独立性が求められるとともに、当該投資に関して適切な情報開示とこれに基づく国の監督が求められる⁽⁹⁹⁾。

(1) 投資判断等に係る独立性

官民ファンドの投資判断に係る独立性に関連して、経営が悪化した企業の再生などの分野における政府の意向の影響を懸念する指摘がある⁽¹⁰⁰⁾。経済産業省に設置された「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」の平成29年12月の中間取りまとめでは、個別の投資判断については現場に任せ、事後評価と情報開示を徹底するという、監督と投資を分離した新たなガバナンスの仕組みに言及されている⁽¹⁰¹⁾。平成30年2月には、産業革新機構の見直しを含む産業競争力強化法の改正案が政府により提出され、同改正法の成立により、同機構は存続期間が9年間延長されるとともに同年9月には「産業革新投資機構」として改組された。この法改正により、同機構が経済産業大臣の認可を受けた「認可ファンド」の組成を行い、同ファンドを通じて投資を行うという方式が創設された。その上で、認可ファンドが行う投資に関しては、同機構による業務実績に関する事後評価を徹底するものとされた⁽¹⁰²⁾。

産業革新機構の個別案件では、EXIT時の経済産業大臣意見において、引き続き保有する株式の処分などにつき、「〇〇産業のあるべき姿を念頭に経済産業省との緊密な連携を継続されたい」等の意見が散見される⁽¹⁰³⁾。産業革新投資機構において、産業政策上の政府との連携と、投資決定の独立性をいかにして両立していくかが注目される。

(97) 財政制度等審議会財政投融资分科会 前掲注(76), p.40.

(98) Laurie Macfarlane and Mariana Mazzucato, “State investment banks and patient finance: An international comparison,” IIPP WP 2018-01, February 2018, p.5. Scottish Government website <<https://beta.gov.scot/binaries/content/documents/govs-cot/publications/publication/2018/02/scottish-national-investment-bank-implementation-plan/documents/00532121-pdf/00532121-pdf/govscot:document/?inline=true>>

(99) 「官民ファンドの運営に係るガイドライン」前掲注(22), pp.5-別添.

(100) 『日本経済新聞』前掲注(2); 「2兆円超す巨大官民ファンドが発足、政府介入の排除が成功の鍵」『Diamond Online』2018.10.1. <<https://diamond.jp/articles/-/180913>>

(101) 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会 中間取りまとめ」2017.12.9, p.16. <http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/daiyoji_sangyo_risk/pdf/006_s01_00.pdf>

(102) 「株式会社産業革新投資機構 / Japan Investment Corporation 設立記者会見」2018.9.25, p.3. <https://www.j-ic.co.jp/jp/news/pdf/conference_j.pdf> この点に関連して、世耕弘成経済産業大臣は記者会見において次のように発言している。「産革機構については、投資機関としてのあり方としていろいろ私は問題点があったというふうに思っています。政府の役割と投資のプロの役割、その辺が非常に曖昧な点があったと思っていて、このあいだ法改正を行っていただいて、政府が基本的な方針をしっかりと示して、そしてその方針に基づいた投資が行われている限りは、後は投資、運用のプロにお任せをするということがこのあいだの法改正の大きな趣旨だったわけがあります。」（「世耕経済産業大臣の閣議後記者会見の概要」2018.7.3. 経済産業省ウェブサイト <<http://www.meti.go.jp/speeches/kaiken/2018/20180703001.html>>）

(103) 経済産業省 前掲注(92), pp.19, 33, 34, 51.

(2) 収益性と政策目的

リスクテイクと収益率は一般に正の相関があるとも指摘されているところ⁽¹⁰⁴⁾、多くの官民ファンドの収益性の KPI は、「損をしなければよい」水準に設定されている（前節参照）。リスクが高いにもかかわらず、高いリターンを求めないことに関しては、政府側からは官民ファンドでは政策目的を達成することが併せて求められるからとの説明がなされている⁽¹⁰⁵⁾。したがって、官民ファンドの政策目的の達成状況に関する情報としては、各官民ファンドが公表する KPI に加えて、より詳細な情報として、個別案件の政策目的の達成状況が、監督官庁の実績評価などにおいて公表されることが望まれる。例えば、産業革新機構（現・INCJ）では、支援対象は、①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性の全ての要件を満たす必要があるとされる⁽¹⁰⁶⁾。こうした政策目的への適合性については、支援が決定した案件については個別の案件ごとに実績評価（経済産業省が実施）で公表されている。しかし、その EXIT 時における達成状況については、必ずしも十分な記述がなされていないように見受けられる。さらに、現状では個々の官民ファンドによって、実績評価における投資後の経緯等の記述に差があることは前述のとおりである。

また、本来は利益最大化を追求するファンドという枠組みを用いて社会的便益の最大化（政策目的の達成）を図る官民ファンドという組織形態は、官民双方の性格を併せ持つことで経営目的が曖昧になり、ガバナンス構造としては望ましいものではない、との指摘もある⁽¹⁰⁷⁾。前述の産業革新機構の支援基準の 3 要件（①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性）において、例えば社会的ニーズへの対応では、国内外のエネルギー・環境問題への対応、健康長寿社会の実現といったニーズのほか、「我が国の潜在的な「底力」の発揮による更なる国民経済生産性の向上」も社会的ニーズとして例示されている。こうした曖昧な支援基準⁽¹⁰⁸⁾の下では、収益性に重きを置いた案件選択もありうる。最終的に 2684 億円の損失を招いた、かつての基盤技術研究促進センターへの政府出資に対する反省⁽¹⁰⁹⁾を踏まえ、官民ファンドの投資決定は、主務大臣の意

⁽¹⁰⁴⁾ 内閣府『年次経済財政報告 平成 20 年度』2008, pp.105-110. <<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02010.pdf>>

⁽¹⁰⁵⁾ 第 196 回国会衆議院経済産業委員会議録第 7 号 前掲注(24), p.13. (世耕経済産業大臣の答弁「全体として見れば、損をするなというのが甘いじゃないかと見られるかもしれませんが、やはり政策目的はがちっとかんでおりまして、しかも、政府全体がそれをチェックしているという形になりますので、そういう意味では、決して KPI が甘いとは言えないのではないかなというふうに思っています。）」

⁽¹⁰⁶⁾ 株式会社産業革新機構支援基準（平成 21 年経済産業省告示第 216 号）1. <http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/outline/data/etc-1/kijyunn_sannkaku.pdf>; 「株式会社 INCJ 支援基準」（1）<https://www.incj.co.jp/about/overview/pdf/overview_05.pdf>

⁽¹⁰⁷⁾ 國枝繁樹「第 3 章 金融危機後の公的金融」金融調査研究会編『財政制約下の公的金融・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用』2013, pp.60-61. 全国銀行協会ウェブサイト <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news250920_4.pdf>

⁽¹⁰⁸⁾ 実際の支援案件では、例えば「プレイヤー過多が常態化した日本国内の現状を変え、経営資源の集中により、新興市場を中心としたグローバル競争力を強化すること」、「本業界で中長期的に競争優位を確立すること」、「国内観光需要の新規創出」なども社会的ニーズへの対応とされている（経済産業省「平成 23 年度産業革新機構の業務の実績評価について」pp.10, 12. <http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy23.pdf>; 同「平成 22 年度産業革新機構の業務の実績評価について」2011.8.22, p.16. <http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy22.pdf>）。

⁽¹⁰⁹⁾ 基盤技術研究促進センターは、昭和 60 年に基盤技術研究円滑化法（昭和 60 年法律第 65 号）に基づき設立された特別認可法人。産業投資特別会計（財政投融资特別会計投資勘定の前身）からの出資を受けて、通信、新素材などに係る基盤技術研究への出融資事業を行っていたが、多額の損失を残し平成 15 年に解散した。同センターの出資事業に関しては、「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」というガバナンス面の欠陥があったとされている（財政制度等審議会財政投融资分科会 前掲注(76), pp.39-40）。

見等を得た上で、民間の社外取締役等により構成される「投資決定委員会」（産業革新機構であれば産業革新委員会）が中立的な立場から行うこととされている。このような官民ファンドのガバナンスにおいて、収益性と政策目的とのバランスをどのようにとるか、次節に述べる民業補完との関係でも説明責任が求められる。

3 民業補完としての役割

ベンチャー投資においては、近年の投資額の約2割を産業革新機構が行うなど官民ファンドが存在感を示しつつあり、株式市場などに比べると規模の小さい我が国のファンド市場において、官民ファンドは「池の中の鯨」であるとのたとえもある⁽¹¹⁰⁾。官民ファンドが民業の妨げになっていないか見極めていく必要がある。

(1) 民間事業者との競合が報じられた事案

これまで、民業補完の観点から官民ファンドが問題視されたケースとして、半導体大手のルネサスエレクトロニクス⁽¹¹¹⁾の再建（平成24年）や、電機大手のシャープ⁽¹¹²⁾の再建（平成28年）がある。いずれの事案も、産業革新機構が外国のファンド又は企業と競合した事案であり、前者は同機構と国内企業8社が投資を行い⁽¹¹¹⁾、後者は海外の企業が投資を行った⁽¹¹²⁾。こうしたケースでは、外国企業との競合が、国内製造業の支援（国内再編の優先）等の観点から正当化されるかが論点になる⁽¹¹³⁾。

(2) 収益性目標によるすみわけ

民業補完のKPIとして、多くの官民ファンドでは、官民協調出資の案件の比率や民間出資への呼び水効果を掲げ、これを達成しているとの報告を行っている。しかしながら、官民ファンドは必ずしもリスクに応じた収益を目標とはしていないため、「利益度外視の官民ファンドに民間ファンドは太刀打ちできない」との指摘もある⁽¹¹⁴⁾。官民ファンドが民業とどのようにすみわけを行っているのかKPI等からは明らかではない（前述第1節）が、例えば、産業革新機構の投資では、事業再編などハイリスク・ハイリターンの案件を一定量確保し安定したリターンを確保することにより、ベンチャー投資などハイリスク・ローリターンで大きなリスクを取るというポートフォリオ（分散投資）バランスの考え方が示されている⁽¹¹⁵⁾。その場合、リスクに

⁽¹¹⁰⁾ 「官民ファンド 看板倒れ」『日本経済新聞』2013.7.11; 中村洋介「産業革新機構のこれから—ベンチャー・エコシステムを育てる重責を担う—」『ニッセイ基礎研レター』2018.7.10, pp.1-2. <http://www.nli-research.co.jp/files/topics/59028_ext_18_0.pdf>

⁽¹¹¹⁾ 「ファンド 省庁にうまみ」『朝日新聞』2013.8.18; 「ルネサス、窮余の親離れ」『日経産業新聞』2012.12.11.

⁽¹¹²⁾ 「鴻海傘下でシャープは再生できるか」『日本経済新聞』2016.3.31.

⁽¹¹³⁾ 世耕弘成内閣官房副長官（当時）は、平成28年1月に「一般論として、産業革新機構が特定の技術の海外流出の防止を直接の目的に投資・出資を行うことはない」「産業革新機構の支援方針が安倍政権が進める対内直接投資の促進方針と矛盾するという指摘は当たらない」との認識を示している（「平成28年1月27日（水）午後 冒頭発言なし（世耕弘成内閣官房副長官）」首相官邸ウェブサイト <https://www.kantei.go.jp/jp/tyoukanpress/201601/27_p.html>）。

⁽¹¹⁴⁾ 安東泰志「官民ファンド、議論不在の延長に異議」『日経電子版』2018.8.20. <<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO34051460Q8A810C1000000?page=2>>; 同「主要なものだけで10も存在 乱立する官民ファンドはなぜ有害か」『Diamond Online』2014.10.31. <<https://diamond.jp/articles/-/61434>>

⁽¹¹⁵⁾ 産業革新機構「株式会社産業革新機構の運営状況について」2013.12.3, p.9. 財務省ウェブサイト <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa251203/2.pdf>; 経済産業省前掲注⁽⁹²⁾, pp.8-9.

応じたリターンが得られるハイリスク・ハイリターンの案件については、民間と競合する分野と考えられるが、民業補完の状況について、官民ファンド側から丁寧な説明が必要であろう⁽¹¹⁶⁾。

(3) 民間投資の状況に応じた対応の必要性

我が国のプライベート・エクイティ・ファンド（以下、本節において「PE ファンド」）は、平成12～19年にかけて投資額の面で成長を遂げてきた。リーマンショック以後は投資額が落ち込み停滞している状況とされるものの、PE ファンドはビジネスとしては既に約20年の歴史がある⁽¹¹⁷⁾。官民ファンドの多くが時限的な設置であることも勘案すると、官の役割は相対的に縮小していくものと考えられる。例えば、民間PEファンドの投資が回復するなど市場環境が整えば、企業再生等の分野において官民ファンドが投資を行うことは、零細企業の再生など民間ファンドでは扱いにくい案件以外は、「市場から本来退出すべき企業の救済」という色彩が強まっていくものと考えられる。創業支援などの分野でも、民間ファンドが対応可能な分野については民間に委ね、官民ファンドは民間ファンドの対応が不足している分野に軸足を移していくことが適切である。この点、産業革新投資機構の投資基準では、「リスクマネーは、産業の新陳代謝を進めるためにこそ活用されるべき」として、「本来市場から退出すべき者の救済を目的とする資金供給は行わないこと」を定めている。また、IT分野のアーリーステージ（成長初期段階）のベンチャーなど民間ファンドにより相当程度対応されることが期待されるような分野への投資を縮小する一方で、バイオ、創薬、宇宙、素材、ロボットなどの分野を重点的に投資すべき分野としている⁽¹¹⁸⁾。こうした方針が今後どのように実行されていくか注目される。産業革新投資機構に限らず、官民ファンド全般において、民間部門の状況に応じた投資分野の転換・縮小や、役割を終えた官民ファンドの設置期間満了前の廃止の検討が課題となろう。

4 業務分野の適否

(1) 業務分野の重複

14の官民ファンド間で業務分野が重複するのではないかとの指摘がみられる。財務省理財局が作成した、各官民ファンドの業務分野等を示した資料（図2）では、産業革新機構と特定投資業務（日本政策投資銀行）など官民ファンド間の業務分野の重なりがみられる部分がある。

また、官民ファンドの目的を①既存産業の強化、②新産業の育成、③地方創生の3つに整理すると、14の官民ファンドのうち、①は9つのファンド、②は8つのファンド、③は6つのファンドが該当しているとの指摘もある（中小企業基盤整備機構と地域経済活性化支援機構は①②③の全てに該当⁽¹¹⁹⁾）。

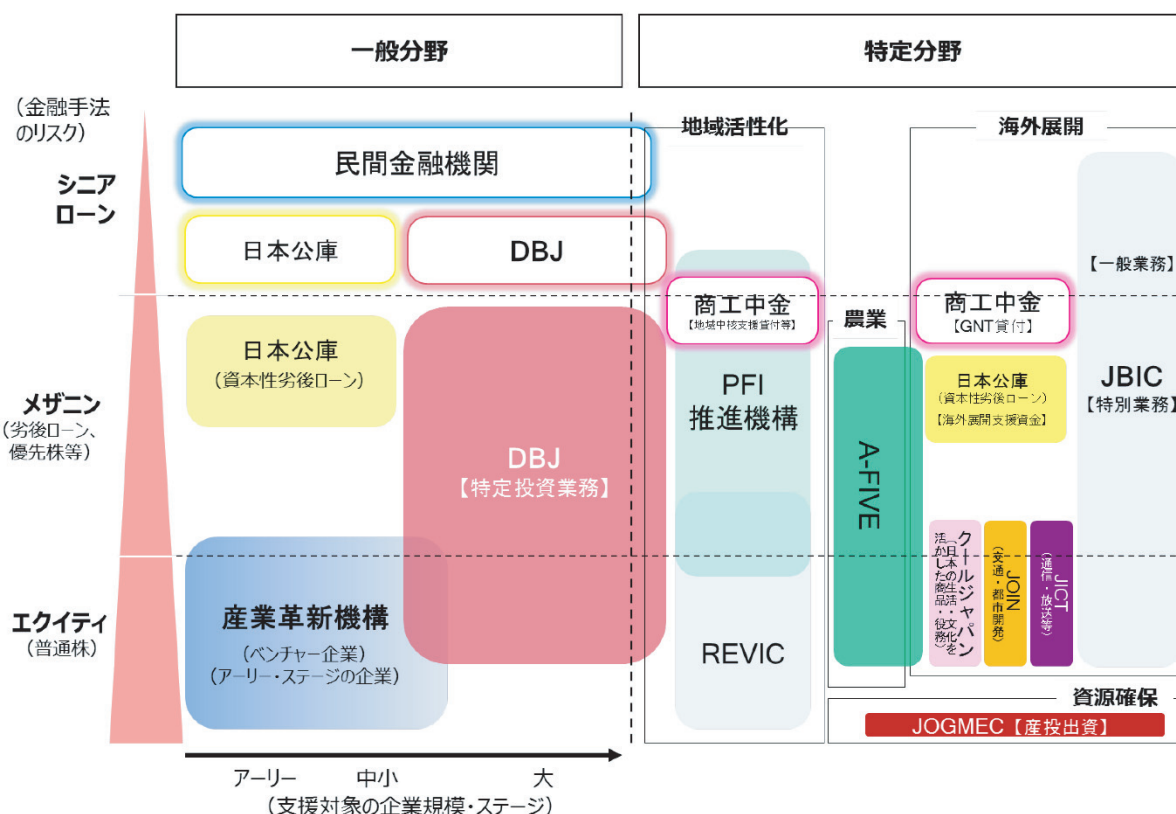
⁽¹¹⁶⁾ 平成25年12月の第1回関係閣僚会議幹事会では、出席者から「産業革新機構は、民業補完に徹しているかどうかに関して、ベンチャー案件は別として、いくつかの大型の案件について具体的な説明が必要ではないか。」との指摘があった（「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会（第1回）概要」内閣官房ウェブサイト〈https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai1/gijigaiyou.pdf〉）。

⁽¹¹⁷⁾ デロイトトーマツコンサルティング 前掲注⁽¹⁰⁾、pp.74, 83.

⁽¹¹⁸⁾ 株式会社産業革新投資機構投資基準（平成30年経済産業省告示第194号）；経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会 取りまとめ参考資料」pp.26, 137. 〈http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20180629001_3.pdf〉

⁽¹¹⁹⁾ 丹羽恵久「経済産業省 平成29年度産業経済研究委託事業最終報告書（第4次産業革命時代におけるグローバル経済の動向とリスクマネー供給の在り方について）」2018.3.30, p.41. 〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H29FY/000275.pdf〉

図2 産投出資機関の状況



(出典) 財務省理財局「財政制度等審議会財政投融资分科会説明資料 (官民ファンドに係る論点等)」2017.11.8, p.7. <https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa291108/zaito291108_2.pdf>

こうした中で、官民ファンドの整理統合が必要との指摘は少なくない⁽¹²⁰⁾。さらに、間接部門の重複による非効率⁽¹²¹⁾や経営資源の分散⁽¹²²⁾、あるいは公共政策的センスを持つリスクマネー投資のプロフェッショナル人材の確保の困難さ⁽¹²³⁾といった点からも、官民ファンドの整理統合の必要性を指摘する論者もある。

(2) 投資実績の乏しい官民ファンドの存在

財務省理財局が平成30年11月に財政制度等審議会財政投融资分科会に提出した資料では、海外需要開拓支援機構、農林漁業成長産業化支援機構、海外交通・都市開発事業支援機構、海外通信・放送・郵便事業支援機構の4機関について、いずれも投資額が計画額を下回っていると同時に、累積赤字が生じているとして、各ファンドの運営の改善に係る課題・論点を提示している⁽¹²⁴⁾。同資料では、案件選択の見直し等による中期的な収益構造の改善 (海外需要開拓支

⁽¹²⁰⁾ 田中 前掲注(85), pp.93, 102; 『読売新聞』前掲注(5)

⁽¹²¹⁾ 翁百合「英国、ドイツの官民ファンドの現状と改革の方向—官民ファンドの統合と民間との協調が進展—」『日本総研 Viewpoint』No.2018-10, 2018.9.12, pp.2, 9. <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/viewpoint/pdf/10680.pdf>>

⁽¹²²⁾ 「第2の財布」安易に設立」『朝日新聞』2018.7.30. (山田和広氏のコメント)

⁽¹²³⁾ 富山 前掲注(24)

⁽¹²⁴⁾ 財務省理財局 前掲注(11), pp.13-38; 「官民ファンド 管理強化」『読売新聞』2018.11.9; 「官民ファンド財政悪化防ぐ」『読売新聞』2018.11.10.

援機構)、収益性確保に留意した上での投資案件の積上げ(農林漁業成長産業化支援機構)などの課題が挙げられている。

以上に関連して、政策的に真に必要な分野については補助金などで支援するという手段もあり、官民ファンドの「選択と集中」を進めるべきと指摘する論者もみられる⁽¹²⁵⁾。

おわりに

組織運営の最適化や適切な情報開示を前提とするとしても、官民ファンドについては、収益性と政策目的を両立しつつ、民業補完の役割をいかに果たしていくかという大きな課題が残る。

民業補完に徹するのであれば、高い収益を期待せずに政策目的の実現を図るという現状の取組を今後も継続していくことになる。収益面では、KPIが未達のファンドもあり、また、会計検査院の報告にもあるとおりに損失が生じているファンドもあるなど、個別の官民ファンドでは厳しい状況に置かれているところもある。そもそも民間が対応できない分野への投資は短期的には赤字になるはずとの指摘もあり⁽¹²⁶⁾、政策目的に係る外部性(これを計測することには困難が伴うことが予想されるが)とのバランスをどう評価するかがポイントとなろう。官民ファンドには、各案件においてどのような外部性が生じているのか十全に説明することが求められる⁽¹²⁷⁾。

また、官民ファンドに求められる外部性としては、投資先事業そのものに係る外部性のほかに、人材育成やノウハウの移転による社会的便益がある。設置期間満了までの間にこうしたソフト面での貢献も期待されよう。

官民ファンドがリスクマネーの供給主体として一定の役割を果たし続けるのであれば、現状多くのファンドのKPIで「損をしなければよい」とされている収益性の追求に、より積極的に取り組むという選択肢も考えられる。この場合、民業補完や政策目的の実現といった官民ファンドの従前からの役割との関係が問題になる⁽¹²⁸⁾。官民ファンドの原資は、主に政府出資の配当から成るが、日本の財政状況を考えると国庫の余剰資金とは言い難く、収益面の追求に重きを置いてリスクの高い投資で運用を行うことがふさわしいか、議論を深めていくことが必要であろう。

(まつうら しげる)

⁽¹²⁵⁾ 『朝日新聞』前掲注(122)

⁽¹²⁶⁾ 「産業革新投資機構が船出、悩ましい二律背反の舵取り」『金融財政事情』Vol.69 No.38, 2018.10.8, p.7。(益田安良氏の指摘)

⁽¹²⁷⁾ 「個別案件のKPIは、政策目的の達成状況を客観的に判断することができる指標であることが必要」であり、「案件ごとにその中身が異なる場合」であっても、「個別の政策目的に対してこれを見れば達成度合いが分かるようなもの」を検討する必要があるとの指摘もある(「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会(第2回)概要」前掲注(86))。

⁽¹²⁸⁾ 富山 前掲注(24)では、次のような見解が示されている。「…官民ファンドであっても、(中略)高い収益を上げるファンドが出てくるとすれば、それは国内の民間事業会社や民間ファンドにおいて、リスクを取る能力が必ずしも十分でないことを示唆している。(中略)長期かつ大きなリスク投資を担える民間プレーヤーがほとんどいない実態に鑑みた時、伝統的な官民ファンド論、民業補完論を超えて、(中略)官民ファンドの一部を日本型のソブリンウェルスファンドとして進化させることを検討すべきである。」