

第4章 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－

田 中 秀 明

1. はじめに

政府による金融活動、すなわち政策金融については、2001年の財政投融资改革により抜本的な見直しが行われ、その規模（財政融資・産業投資・政府保証の合計の計画額）は、1999年度（当初）の39.3兆円から2007年度（当初）の14.2兆円までに縮小した。計画額はほぼ1/3に減少したものの、2008年のリーマンショックを受けて、再び拡大しており、2009年度（補正後）には23.9兆円に達している¹。財投の一部である産業投資も、2007年度の当初計画では321億円であったが、2009年度（補正後）の3,821億円、2012年度（補正後）の5,863億円まで拡大している。その後、2014年度（補正後）に3,402億円、2015年度（当初）に2,757億円と減少したものの、従来（1,000億円未満）にない高水準が続いている。

最近の産投の高水準の背景には、2012年末に発足した第2次安倍政権による経済政策である「アベノミクス」がある。同政権の成長戦略を描く「日本再興戦略」（2013年6月、閣議決定）が策定されており、そこでは、「産業競争力強化の鍵を握るのはあくまでも民間」（p2）としつつも、政府による様々な介入策が盛り込まれており、その1つが「官民ファンド」である。官民ファンドは、「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」（「官民ファンドの運営に係るガイドライン」2013年9月、官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議）ものと位置付けられ、財政健全化・民業補完に配慮しつつ活用するとしている。

このガイドラインが対象とする官民ファンド数は9であるが、そのうち安倍政権において新たに7機関が誕生している。更に、2014年に、2つの官民ファンドが誕生し、2015年3月末現在、総数は11となっている。住宅金融公庫などの政策金融機関は小泉政権による改革で統廃合が行われたが、今回の官民ファンドの多くは時限的な性格を有しているものの、省庁毎の政策金融機関の事実上の復活とも言える。官民ファンドの可能性を否定するものではないが、こうした取組みは時計の針を戻し再び同じ失敗を繰り返す可能性がある。

政策金融の拠り所となっているのが「民業補完」であるが、この概念は曖昧であり、また時

1 2010～13年度は、補正後ではほぼ20兆円前後の規模が続き、2015年度（当初）は、14.6兆円に低下している。

代とともに変化する。民間金融機関の活動に任せていては経済発展のための資金が十分に供給されないことが政策金融の1つの根拠であり、産業投資に即して言えば、長期投資などではリスクと不確実性が高いため民間資金による供給が不十分となり、政府による産業投資が必要となるという考えである。

経済学的には、市場の失敗が存在すれば、確かに政府の役割は是認されるが、そもそも、現在の日本における民間金融機関や市場は本当に長期のリスクマネー供給に問題があるのだろうか。仮に問題が存在するとしても、民間金融機関に対する施策ではなく、なぜ政府が官民ファンドによって直接介入しなければならないのか。政府による介入が是認される場合であっても、それによって政府の失敗が生じる可能性が大きい。例えば、政府系金融機関や官民ファンドが一度設立されると、組織維持を図る官僚的な行動（いわゆる「エージェンシー問題」）が起こるため、政府機関が市場を継続して独占し、市場の健全な発展や競争を妨げてしまう。民業補完を常に検証し、政府機関を撤退させることは現実の政治状況では極めて難しいからである。市場の失敗が存在しても、その是正による便益は政府の失敗によるコストよりも小さいかもしれない。政府による介入が効率的であることを明らかにしなければならない。いわゆる「呼び水論」は本当に妥当するのだろうか。官民ファンドは、文字どおり官と民の混合形態であるが、政策の遂行と利益の追求という異なる目的を同時に有することから矛盾が生じかねない。官民の行動原理やモチベーションが異なるため、「好いところどり」というより「悪いところどり」となる可能性がある。

官民ファンドを含め産業投資の役割として、イノベーションを興すためのリスクマネーの供給が第1に挙げられているが、仮に供給システムが整ったとしても、日本においてイノベーションが従来以上に盛んになるとは限らない。リスク回避的な企業、基礎研究を重視する大学、起業家精神に乏しい若者など、様々な問題があるからである。

このように政府による産業投資の在り方を論じるためには広範な検討が必要である。また、民業補完の在り方は、民間部門と政府部門の両方から検討する必要がある。民間部門におけるリスクマネー供給の問題についても触れるが、本稿の主な議論の対象はあくまでも政府部門である。財政投融資全般の問題についてはこれまでも多くの研究や調査があるが、本稿は、これまであまり分析の対象となっていなかった産業投資を取り上げ、特に第2政策金融機関とも称される官民ファンドを対象に分析する。最近設立された官民ファンドでは、過去の失敗や国民からの批判に鑑み、その活動を評価・検証することとされており、従来の産業投資と比べると改善の兆候が見られる。官民ファンドの相次ぐ設立と産業投資の拡大を受けて、財務省理財局もその在り方を検討しており、「財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」（2014年6月、財政投融資分科会）は、官民ファンドのガバナンスの強化を提唱している。官民ファンドのガバナンスは単純ではないが、その核となるのは、民業補完性の遵守と考えられる。問題は、現在導入されているガバナンスの仕組みが妥当であるか、また概ね妥当であるとしても実際に機

能するかである。

本稿の目的は、官民ファンドのガバナンスを検証し、その役割・機能を評価することである。ただし、多くの官民ファンドは設立後間もないことから、具体的な活動（案件の組成とその実施）の結果を分析・評価することは基本的には難しい。そこで、本稿では、官民ファンドのガバナンスに関わる予備的な研究として、大きく2つの分析を試みる。第1に、これまでの産業投資の内容や結果を分析し、問題点を抽出する。第2に、現在設立されている官民ファンドのガバナンスに関わる事項（組織体制、目的、投融資の基準や条件、所管官庁の指導・監督など）を分析し、問題点を抽出する。こうした分析を通じて、官民ファンドの在り方を検討し、必要な改善策を提案することとしたい。

本稿の構成は以下のとおりである。次の第2章では、これまでの財政投融資や産業投資の経緯と官民ファンドの現状を概観する。第3章では、先行研究を整理するとともに、民業補完等に関する主な論点を議論する。第4章では、これまでの産業投資の成果や問題点を整理し、第5章では、官民ファンドのガバナンスの問題を論じる。最後に全体をまとめるとともに、結論を述べる。

2. 経緯と現状

本章では、官民ファンドの現状を理解するため、財政投融資の1つである産業投資に焦点を当て、その発展から現在の官民ファンドの興隆までの歴史的な経緯を振り返るとともに、産業投資に係る政府の政策を概観する。

（1）創成・発展

第二次世界大戦後、財政投融資制度は、1951年（S26）の資金運用部資金法の制定により復活し、ほぼ同時期に財投機関として日本開発銀行など多くの政策金融機関が誕生した。戦後復興のための長期資金需要に応えるのが基本的な目的であった。産業投資は、1953年（S28）に産業投資特別会計が設置されたことに始まる。同特会は、米国対日援助見返資金特別会計及び一般会計から日本開発銀行・日本輸出入銀行への出資金を承継し、「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²。

出融資の対象は、1955年度（S30）までは、日本開発銀行、日本輸出入銀行、電源開発株式会社の機関であったが、1956年度（S31）に、石油資源開発株式会社、日本住宅公団、農林漁業金融公庫、日本航空株式会社などの6機関が加わり、1957年度（S32）に、商工組合

2 「見返資金」とは、ガリオア・エロア輸入による見返り円である。終戦直後のアメリカの対日支援は、食料・原料・資材など現物供与のかたちをとっていたが、日本政府は、その処分の代金として取得した円を貿易保険特別会の収入としていた。この会計取引は、その経理の明確化を図るため、1949年度（S24）に、米国対日援助見返資金特別会計に移管された。見返資金の詳細については、大蔵省財政史室（1983）を参照。

中央金庫、日本不動産銀行などの5機関が加わった。出融資需要増大のため原資が不足したことから、1956年度に産業投資特別会計法が改正され、新たに資金を設置し、一般会計から繰り入れて財源を留保するようになり、これが出融資の主な財源になった。こうした産投の対象機関は社会的な政策の実施を負うものが多く、「昭和30年代初頭には、産投会計は、その『出資に対して適正な報酬を確保するという建前』は多分に『形式的』なものとなり、当初の出資と国債を元本に自償的に投資活動を行うという構想は変質し、一般会計から財投機関への出資の受け皿としての機能を強めていくことになった」（大蔵省財政史室2000:23）と言える。

財政投融资計画のうち産投特会の出融資については特別会計予算において、政府保証による資金調達（政府保証債及び政府保証借入金）については一般会計の予算総則において、それぞれ国会で議決されていた。財投計画そのものは国会の予算審議の参考に過ぎなかったが、1973年（S48）に成立した「資金運用部資金並びに簡易生命保険及び郵便年金の積立金の長期運用に対する特別措置に関する法律」により、5年以上の長期運用予定額は国会の議決対象となった。1974年度（S49）の財投計画では、産投特会の出融資は、日本輸出入銀行600億円、国土総合開発公団35億円、北海道東北開発公庫15億円、金属鉱業事業団9億円、公営企業金融公庫5億円、東北開発株式会社5億円となっており、合計は669億円であった（大蔵省財政史室2004:326-7）。その後、財投計画における産投特会の出融資は減少傾向となり、1978年度（S53）には307億円、1984年度（S59）には48億円となっている。これらの背景の1つには、一般会計における財源確保が厳しくなったことから、特例法による措置として、産投特会から一般会計への繰入が行われたことが挙げられる³。

戦後間もなく設立された産投特会の仕組みが大きく変わったのが1985年（S60）の産投特会法の改正である。1985年4月に、日本専売公社及び日本電信電話公社は民営化され⁴、それぞれ日本たばこ産業株式会社（JT）、日本電信電話株式会社（NTT）になったが、これらの会社の政府保有義務分の株式⁵を一般会計より産投特会に無償所属替えし、その配当収入を財源としたのである。特会法の目的規定から「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⁶。また、日本開発銀行法及び日本輸出入銀行法を改正し、法定準備金の積立率を7/1000から3/1000に引き下げて、準備金の余裕分を両銀行から特会への国庫納付金とするとともに、特会から一般会計への繰入規定を設けた。

こうした措置により特会の財源は飛躍的に増大し、1985年度の出融資額は、前年度の48億円から314億円になった。具体的な中身としては、基盤技術研究促進センターが新たに設置さ

3 例えば、1977年度補正予算第1号（10月24日成立）により、1,058億円を一般会計歳入に繰り入れ、1986年度予算では、160億円を繰り入れた。

4 1982年7月、第2次臨時行政調査会の第3次答申において、日本専売公社、日本電信電話公社及び日本国有鉄道の経営形態の改革が提言され、株式会社化するための法案が1984年に成立した。

5 JTは全体の1/2で100万株（500億円）、NTTは全体の1/3で520万株（2,600億円）。

6 正確には、「産業の開発及び貿易の振興のために国の財政資金をもって投資を行うことにより国民経済の発展と国民生活の向上に資する」（第1条）という規定である。

れ、産投支援の対象機関になった他、日本科学技術センター、中小企業金融公庫、奄美群島振興開発基金、金属鋁業事業団、情報処理振興事業協会、商工組合中央金庫の6機関が新たに投資を受け、特会の出資対象機関は前年度の4機関から10機関となった。

1986年度（S61）よりJTとNTTの配当収入が特会に計上され、特会の出融資額は前年度より倍増し、615億円となった。同年度、生物系特定産業技術研究推進機構が新たに設立され、特会の対象機関となった。1987年度予算では、日本航空株式の売却収入3,341億円が特会に計上され、一般会計繰入（2,949億円）の他、出融資額は1,443億円に膨れ上がった。同年度、新たに関西国際空港株式会社、医薬品副作用被害救済・研究振興基金への出融資が行われた。

1987年度（S62）に、特会法は更に改正された。1987年5月に緊急経済対策が決定され、公共事業等の追加を行うとともに、NTT株式の売却収入を活用することとされた。このため「日本電信電話株式会社の株式の売却収入の活用による社会資本の整備の促進に関する特別措置法」（1987年9月4日法律第86号）が制定され、NTT株式売却収入による無利子貸付制度が導入された。同法により、従来の産投特会で経理されていた産業の開発・貿易の振興に係るものについては、「産業投資勘定」で経理し、新たに導入された無利子制度については、「社会資本整備勘定」で経理することになった。この無利子制度には、いわゆるAタイプ（収益回収型、公共的建設事業）、Bタイプ（補助金型、公共的建設事業）、Cタイプ（民活型、政府系金融機関により貸付）の3種類が設けられた⁷。具体的には、1987年度補正予算により、産投社会資本整備勘定に4,580億円が繰り入れられ、同勘定から、治水事業、治山事業、道路整備事業、民間能力活用施設整備事業等への無利子貸付金4,580億円が計上された。1988年度には、産業投資勘定は日本航空株式売却収入の前年度剰余金（2,783億円）を受け入れ、新たに通信・放送衛星機構（1979年設立）、新エネルギー総合開発機構（NEDO、1979年設立・1988年改組）に出資するなど、その後産投特会は財源を確保しつつ発展することになる。

1998年（H10）に、「創業等、新商品の生産若しくは新役務の提供、事業の方式の改善その他の新たな事業の創出を促進するため、個人による創業及び新たに企業を設立して行う事業を直接支援するとともに、中小企業者の新技術を利用した事業活動を促進するための措置を講じ、併せて地域の産業資源を有効に活用して地域産業の自律的發展を促す事業環境を整備する措置を講ずる」ため新事業創出促進法⁸が制定され、中小企業事業団による出資事業が追加された。具体的には、①起業支援ファンド、②中小起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。

（2）改革・見直し

財政投融资制度については、「資金調達手段が郵便貯金、年金積立金等からの預託という受

7 本制度の詳細は、涌井（1988）を参照。

8 同法は、2005年4月をもって廃止され、中小企業の新たな事業活動の促進に関する法律へ統合された。

動的なものに限られていたため、資金需要に応じた弾力的な資金調達が行われず、効率的な運用が行われてない」(財務省理財局2014:40)といった問題が指摘され、2001年(H13)、「財政投融资の抜本的改革について」(1997年11月、資金運用審議会懇談会とりまとめ)に基づき改革が実施された。具体的には、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等がなされた。

財投改革に併せて、「特殊法人等整理合理化計画」(2001年12月、閣議決定)に基づき特殊法人などの改革も進められた。政府系金融機関については、2006年の行革推進法(「簡素で効率的な政府を実現するための行政改革の推進に関する法律」)に基づき、①政策金融機能の絞込み、②貸付残高の対GDP比率の半減、③政策金融5機関の1機関(日本政策金融公庫)への統廃合が決定された。

近年、産業投資の対象事業は、①独立行政法人等の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ている。財投改革に併せて、NEDO等に対して、産業投資勘定からも出資を受けて実施する委託・出資による研究開発業務等については収益可能性のある場合等に限定されることになった。また、研究開発事業の中心となっていた基盤技術研究促進センターは、投資の回収ができずに、2003年(H15)に解散することになった(詳細は後述)。産投による研究開発事業は曲がり角を迎え、「現在、産業投資は4つの独立行政法人の行う研究開発事業を対象にしているが、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る中、新規の研究採択には慎重になっており、平成19年度の研究開発事業向け産業投資計画額は91億円となった」(財政投融资に関する基本問題検討会産業投資ワーキングチーム2008:1)。

産投の枠組みではないが、政府系ファンドの事例として、2003年4月に設立された「産業再生機構」がある。同機構は、預金保険機構を主な株主として発足し、日本の産業の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を目的とし、そのために、債権買取り、資金の貸付け、債務保証、出資などの業務を行った。当初は5年限定の組織とされていたが、同機構の支援が予定よりも早く進み、対象事業者への支援が全て終了したことから、1年早く2007年3月15日をもって解散し、清算会社に移行した⁹。

2008年(H20)には、産投に関連した改革が行われている。まず、日本政策金融公庫が発足するとともに、日本政策投資銀行は株式会社化された¹⁰。また、特別会計に関する法律により、

9 存続期間中におよそ312億円を納税、解散後の残余財産の分配により更に約432億円を国庫に納付したため、国民負担は発生しなかった。

10 日本政策金融公庫は、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株式会社として発足した。日本政策投資銀行は、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たが、2008年に株式会社になった。日本政策投資銀行は、当初、2012年～14年を目途に政府保有株式の全てを処分し完全民営化する予定であったが、その後、完全民営化時期は延長され、2015年5月には、その時期を明示せず先送りする法律が成立した。

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、今後の産業投資の在り方については、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チームで検討が行われ、6月に報告書「今後の産業投資の在り方について」が出されている。

この報告書では、産業投資の役割や性質について、次のように記述されている。

- ①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。
- ②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（ペイシエント・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（民間金融機関等の行う投資活動は、長くとも5年程度までの短中期的投資が中心）を補完することが重要な役割。
- ③財政融資と異なり、比較的风险の高い事業を対象として、投資（主として出資）により、資金を供給。産業投資出資金は、期待以上のリターンを生む可能性もあれば、毀損して回収できなくなる可能性もある。このため、国民に対する説明責任を果たすためには、その政策効果や投資に伴うリスク等、投資内容に関する徹底した情報公開が求められる。
- ④産業投資を受け入れる産業投資対象機関（独立行政法人等）が実施する個々の投資1本1本について利益を確保する必要はないが、産業投資全体で、継続的に一定の利益を上げ、赤字を出さずに運営することが求められる。このため、個々の産業投資対象事業においてリスクに見合ったリターンを得ることとし、複数の対象事業に分散投資を行うことにより、産業投資全体のポートフォリオを構築する必要がある。
- ⑤短期的な収益を求める必要はないが、長期の事業見通しを立てたときに最終的に利益を確保することができる見込みがあるか、定期的に検証することが必要であり、明らかに利益を確保できない（産業投資の毀損が生じる）ことが見込まれる場合には、新規の産業投資の停止等、当該対象事業の抜本的見直しを行う必要がある。

また、同報告書では、今後の重点対象分野として、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が挙げられており、新しい官民パートナーシップの構築に向けて、産業投資を活用して、内外の資金・人材を受け入れて、研究開発・ベンチャー等を対象とする内外のサブ・ファンドに出資等を行うとともに、技術・人材の流動化を促すためのインフラとして、新たな仕組みを創設することを検討するとされている。ここに、官民ファンドを推進する方向性が示されている。

（3）新展開

先に紹介した2008年の「今後の産業投資の在り方について」以降、官民ファンドが次々に

誕生する。

2009年に誕生したのが、産業再生法（「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置」）に基づき設立された「株式会社産業革新機構」と株式会社企業再生支援機構法に基づき設立された「企業再生支援機構」である。前者は先端技術や特許の事業化を支援することを目的とし、後者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を支援することを目的としている。

官民ファンドへの取組みが本格化するのには、2012年12月に発足した第2次安倍政権においてである。政権発足後間もない2013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、成長のための戦略として、「持続的な成長に資する分野に対し、政策金融などによるリスクマネーを呼び水として供給し、民間投資を活性化させる」（p3）ことが掲げられ、以下の措置が盛り込まれた。

- ①官民イノベーションプログラム（実用化に向けた官民共同の研究開発の推進）
- ②ベンチャー企業等や先端技術の事業化のためのリスクマネー供給（産業革新機構に対する産投出資）
- ③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（同行に対する産投貸付）
- ④PFIの推進による民間資金を活用したインフラ整備（「民間資金等活用事業推進機構」の創設）
- ⑤民間主体のまちづくりの支援（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企業再生支援機構を抜本的に改組し、事業再生ファンド・地域活性化ファンド等に対する専門家の派遣や出資等による地域の再生現場の強化や地域活性化に資する支援を行うための機能拡充を図り、「地域経済活性化支援機構」（仮称）とする
- ⑦農林漁業成長産業化ファンドの拡充（農林漁業成長産業化支援機構に対する産投出資）
- ⑧国際協力銀行（JBIC）出資による海外展開支援のためのファシリティ（「海外展開支援出資ファシリティ（仮称）」）の創設、JBICに対する産投出資）
- ⑨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を設立し、リスクマネーを供給）

こうした政府の方針に基づき、2013年には、農林漁業成長産業支援機構（A-FIVE）、地域経済活性化支援機構（企業再生支援機構から改組）、民間資金等活用事業推進機構（官民連携インフラファンド）、海外需要開拓支援機構（クールジャパン機構）、耐震・環境不動産形成促進事業（一般社団法人環境不動産普及促進機構）、競争力強化ファンド（日本政策投資銀行）

の6つの官民ファンドが設立された。

相次ぐ官民ファンドの設立を受けて、政府は、「日本再興戦略」（2013年6月）において、「国の関与によるモラルハザードを防止する観点から」（p55）、「官民ファンドによる公的支援の指針」を策定している。指針は次のとおりである。

- ①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範囲で行う（補完性の原則）。また、政府の成長戦略の実現、地域経済活化への貢献、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。
- ②ファンドの存続には期限を設け、個別の投資案件は時間軸を設定し、民間に適切に引き渡すことを前提とする。
- ③ファンドの投資決定は、国が透明性の高い支援基準を設定し、行政機関に所属しない者が主体となり専門的・客観的見地に基づき行う。また、政治・行政による個別案件への介入を遮断すべく独立・専門的な第三者機関による審査又は監視・牽制の仕組みを導入する。
- ④政策目的によってファンドごとに異なるポートフォリオを考慮し、投資先全体としてのリスクマネジメント・収支管理を行う。
- ⑤ファンド全体の業績評価については、投資対象を通じた日本経済や雇用への影響など政策的意義に留意しつつ、ファンドの設立・運営の趣旨を踏まえ、中長期的な視点から総合に実施する。

また、官民ファンドの運営状況についていわゆる横串チェックを行うとともに、設立準備中の官民ファンドの制度設計についても意見交換を行うため、「官民ファンド総括アドバイザー委員会」（内閣官房副長官を座長とし、関係省庁の局長や民間有識者で構成）が、2013年5月に設置された¹¹。同委員会での検討終了後の9月には、「官民ファンドの活用促進に関する関係閣僚会議」（内閣官房長官が主催し、関係大臣で構成）が設置され¹²、第1回会合（9月27日開催）において、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（内容については後述）が決定された¹³。閣僚会議の下には、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」が設置され、これらをガイドラインに基づいて定期的な検証を行う場として位置づけることとされた。このガイドラインに基づき検証を行う9の官民ファンドが特定された¹⁴。2014年に、海外交通・都市開発事業支援機構、独立行政法人科学技術振興機構が加えられ、2014年12月末現在、ガイドラインに基づき検証を行う官民ファンドは11機関となって

11 第1回会合（5月）以降、8月まで毎月開催された（合計4回開催）。

12 関係閣僚会議は、その後、第2回（2014年6月27日）、第3回（2014年12月22日）が開催されている。

13 同ガイドラインは、アドバイザー委員会が取りまとめたものである。

14 2013年に新設された6つの官民ファンドの他、産業革新機構、独立行政法人中小企業基盤整備機構、官民イノベーションプログラムである。

いる。具体的には、第1回（2014年5月の関係閣僚会議）及び第2回（2014年12月の関係閣僚会議）の検証が行われている。

官民ファンドを含め政策金融のあり方については、財務省の審議会でも検討が行われ、「財政投融資を巡る課題と今後の在り方について」（2014年6月、財政投融資分科会）が取りまとめられている。このうち、官民ファンドに関しては、以下のように記述されている。

- ①官民ファンドの運営にあたっては、「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させることが課題であり、投資収益・政策目的の両面に対し、各ファンド個別の投資準則・モニタリング指標を設定する必要がある（p38）
- ②「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させるためには、官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことがまず重要であり、その上で、出資者たる国が官民ファンドの運営状況の確認を行う必要がある。こうした観点から、出資者としてのガバナンスの確保を図る（p40）
- ③産業投資が長期リスクマネーを呼び水として供給して、民間投資を誘発するベンチャー支援等の分野では、産業投資の仕組み自体に目利きやモニタリング機能がないことから、官民ファンドへの出資の「入口」及び官民ファンドによる出資の「出口」において民間資金を最大限活用するとともに、十分な審査体制及びリスク管理態勢の下で、民間の人材・ノウハウを活用して投資案件の目利きを行うことにより収益性を確保することが重要である（p40）¹⁵。

3. 先行研究及び基本的な論点

本章では、政策金融や産業投資、政府系企業、金融市場、投資ファンドなど、官民ファンドに関わる先行研究を整理するとともに、本稿の課題である官民ファンドを分析するための基本的な論点及び枠組みを明らかにする。

（1）市場の失敗と民業の補完

政策金融（機関）の存在理由として、先行研究では、主に4つの考え方—①開発ビュー、②政治ビュー、③社会ビュー、④エージェンシー・ビュー—が示されている（La Porta et al. 2002、池尾2003・2006など）。①については開発段階では政府の関与が必要である、②については政治家が自己の利益を追求するために必要である、③については金融市場を補完するた

15 具体的には、民間の社外取締役等により構成される「投資決定委員会」による投資決定、政策目的の達成状況が事後検証可能な指標（KPI:Key Performance Indicator）によるモニタリングが盛り込まれている。

めに必要である、④については政府の失敗も考慮して政府の関与が必要である、とするものである。

日本における政策金融の中心となってきた財政投融资制度は、第二次大戦後の復興期においては、①の開発ビュウが中心となって発展してきたと言えるが、現在、政府が政策金融の必要性の拠り所として挙げられているのが「民業の補完」であり、それは③の社会ビュウである。岩本（2001）は、公的金融の存在意義として、対抗性、情報生産、期間変換、外部性、リスク負担、非対称情報を挙げつつ、現在でも金融部門への介入として妥当性を持つのは、リスク負担と非対称情報の2つに絞られるとする（p3）。

財政投融资の所管官庁である財務省は、「民間では対応が困難な長期・固定・低利の融資等を行う政策金融機関等へのファイナンスや、リスクが高く民間では十分に対応できない長期リスクマネーの供給」（財務省理財局2014:序文）を行うものと説明している。より具体的には、平時に公的金融機能が担うべき役割として、

- ①情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果（特に非排除性）など市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況に対応する「民間金融市場の補完」
- ②大規模・超長期プロジェクトやインフラの海外展開における「民間では担えないリスクの負担」
- ③民間の投資マーケットが十分に形成されていない状況で公的資金を呼び水とした「民間資金の誘発効果」

を挙げている（財務省理財局2014:2）。

経済学的には、市場の失敗が存在するので、これを是正するために政府の関与を正当化できるとする¹⁶。2001年の財投改革では、「公的部門は、本来民間の活動を補完すべきものであり、民間でも実施可能と判断できる事業については、財政投融资の対象から除外すべきことは当然である」（資金運用審議会懇談会1997）としている。理論としては、このとおりであるが、問題は実際に「補完性」を検証しているか、またそれができるのかである。例えば、住宅金融については、旧来の住宅金融公庫による直接的な融資は廃止されたが、住宅金融支援機構として政府は引き続き関与しており、ひとたび政府が関与するとなかなか撤退できないのが現実である。政府が定期的に市場の失敗の存在や補完性の検証を行っているわけではないので、理論はかけ声倒れになりかねない。

16 市場の機能が発揮できない場合や市場に委ねた場合に望ましい結果が期待できない場合を一般に「市場の失敗」と呼ぶが、その分類や具体例は一樣ではない。狭義には、完全競争の条件が満たされている場合でも生じる市場に内在する失敗で、外部性、公共財、自然独占が挙げられる。広義には、市場経済の限界に由来する失敗で、情報の不完全性、法制度等の制度的不備、所得再分配、市場の不安定性などが挙げられる。ステイグリッツ（2003）などを参照。

こうした政策金融に関して、第2次安倍政権になり、成長戦略との関連で強調されているのが政府によるリスクマネーの供給である。財投の政府資料では、「日本経済の持続的成長を支える重要な要素のひとつが中長期的な視点に立った投資であり、中長期のリスクマネーや成長資金が必要とされています」（財務省理財局2014:序文）と述べている。また、政府の経済政策全般を記述する2013年度経済財政白書（内閣府2013）は、2001年度から2011年度までの国内の資金循環を分析し、

- ①家計から民間金融機関（ゆうちょ等除く）への預金は120兆円増える一方（家計からゆうちょ・かんぽへの貯金等は80兆円減少）、財投改革は財投資金を仲介した資金フローを減少させたが、民間金融機関が受け入れた預金は貸出増とならず、国債等を通じて政府へ流入している。
- ②民間非金融法人は貯蓄過剰状態であり、企業部門の投資資金需要が弱く、銀行の貸出は伸びないなかで国債への資金シフトが生じており、家計についてもまだ現預金中心の運用である。
- ③ベンチャー投資（キャピタル）は、リーマンショック後の2009年に900億円弱まで投融資規模が縮小していたが、その後は緩やかな増加傾向を見せており、水準は低いものの、2011年度は1,200億円程度まで回復している。
- ④ベンチャー投資について、日米を比較すると、我が国の投融資件数はアメリカの6割程度、金額については、為替レートにもよるが、15%程度の規模にとどまっている。
- ⑤2013年の世界経済フォーラム（World Economic Forum）競争力ランキングでは、ベンチャー・キャピタルのアベイラビリティは42位となっている。

と述べている。

金融市場の側面からは、金融審議会のワーキング・グループが、2012年5月に取りまとめた報告書「我が国金融業の中長期的な在り方について」（金融審議会2012）において、我が国の家計部門と企業部門における資金余剰及び余剰資金が政府部門の財政赤字ファイナンスに動員されたことから、金融部門の預貸率が伸び悩んでいること、ベンチャー企業を含む中小企業の財務基盤が脆弱であり、ハイリスク・ハイリターン型のベンチャー企業に対して適切なリスクマネー供給がなされていないことが指摘されている。金融審議会は、2013年12月にも、「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」（金融審議会2013）を出しており、中長期のリスクマネー供給が不十分であること、リスクの取り手はベンチャー・キャピタルだけでは無理で、エンジェル、大企業、ファミリービジネス等が必要であること、対策としてリスクマネーの供給促進策（クラウドファンディング、保険子会社によるベンチャー投資）、新規上場推進策、上場企業の資金調達の手続きの円滑化が必要であることなどを指摘している。

保志・神尾（2014）は、家計を源泉とするリスクマネー供給の構造を先進国と比較し、日本の場合、特に家計から年金や投資信託などを通じて間接的に供給されるパイプが細いことを強調している。また、増島（2013）は、我が国におけるベンチャー・キャピタルによる投資額は2006年から急激に減少しており、2012年度で約1,240億円とほぼ半減していること、基本的な問題は、①ファンド投資レベル、②個別企業投資レベル、③エグジット対策、④個人投資家によるシード投資などにわたるとしている。

日本においてリスクマネーの供給が不足しているとしても、この解決策が直ちに官民ファンドであるとは限らない。また、この問題は、最近の一時的な現象というよりは、日本の金融市場そのものに関する問題という指摘もある。後藤（2014）は、日本のクレジット市場の問題として、

- ①戦後の日本経済では、メインバンク制度による護送船団方式が導入され、メインバンクは取引企業に対して疑似エクイティ性のある融資を提供し、株式持合いによる取引先企業株式の値上がり等によって成長の果実を享受（高度成長期には機能した）
- ②起債会格付け、長期信用銀行制度、財投などによって資本市場の発展が抑制された
- ③1997～98年の金融危機によってメインバンク制を中心とした金融システムが危機になったが、抜本的な改革はできなかった
- ④バブル崩壊のトラウマや過度に長期化した金融緩和に加えて、政府によるシステムック・サポートに浸かっていた大手銀行や大企業が過度にリスク回避的になった
- ⑤流動性の低い労働市場が産業構造の転換の妨げた

ことを挙げる。後藤は、「バブル崩壊以降、銀行セクター、企業セクター、個人レベルのいずれにおいても、リスクを取り、高いリターンを追求する気概が後退し、デフレの下、コスト切り下げばかり推し進めてきたことが日本経済の停滞の一因であったのではなかろうか」（p280）と指摘する。後藤は政府による過度な支援が金融市場を歪めたことも強調している。つまり、リスクマネーの供給不足は、市場の失敗ではなく、護送船団方式などの政府の政策がもたらした結果とも考えられる。そうであれば、リスクマネー供給における政府の関与は、更に市場を歪めることにもなる。

更にリスクマネーは単に金融の問題ではなく、イノベーションを興すための手段であり、それは政策金融だけで解決できるものではない。保井（2013）は、日本におけるイノベーションの隘路として、①エクイティの出し手（VC,PE）不足、②エクイティの不足、③事業目利きをできる人材の不足、④ガラパゴス化（国内市場に特化した製品等）、⑤内部留保の積み上がり、⑥リスクを採らない経営・雇用の重視、⑦企業間の壁（オープンイノベーションの不足）、⑧企業内の部門間の壁（日本型死の谷）を挙げる。川本（2013）は、「過去の成功事例を見れば、

持続的な事業化が生まれる基盤には、生態系とも呼べる研究・企業・人材の有機的な連携や集積がある」(p3)と述べている。

(2) 政府の失敗と政策金融

前節で整理したように、現在の日本において、リスクマネーの供給は不十分である。しかしながら、たとえそれが市場の失敗であり、それを是正するために政府の関与が是認されるとしても、周知のように政府の失敗を考慮しなければならない。先に紹介した政策金融の存在意義についての第4の「エージェンシー・ビュー」であり、政府の介入には、政府の失敗によるマイナス効果を上回るネットのプラス効果がなければならない。また、市場の失敗に対する手段として、政策金融が妥当かという問題もある¹⁷。破綻企業への公的支援や事業再生は、非効率な企業を温存し、市場の競争を歪めることにもなりかねないからである。欧州などでは、競争政策の観点から公的支援の問題が議論されている。EUの条約により禁止される「国家補助」(state aid)として、①便益又は便宜の観点で補助とされているものであること、②国家により、又は国家の資金(リソース)を使って供与されるものであること、③特定の事業者又は特定の商品の生産に便宜を図るものであること(選別性)、④競争を歪めるものであり、加盟国間通商に影響するものであること、が挙げられている¹⁸。他方で、条約は、便益が反競争的効果を上回る際に供与が容認され得る国家補助も規定している¹⁹。

政府の失敗を指摘するのが公共選択論であり、官僚の予算極大化行動や政治家の利益配分などがしばしば挙げられる。Weimer and Vining(2005)は政府の失敗を詳細に分類しているが(表3-1)、政策金融や官民ファンドは、特に政府と官僚制に関係する。

17 岩本(2001)は、財投の論点として、①手段の有効性、②手段の妥当性、③目的の妥当性の3点を挙げている。小塩(1998)は、市場が真に不完備なのかをチェックしつつ、政府は公的介入ではなく、規制緩和等によって市場の創設を促進する方策をとるべきと主張している。

18 公正取引委員会競争政策研究センター(2013:22)を参照。

19 具体的に許容される国家補助とは、①EU全体からみて経済状態が極度に悪い地域の経済開発を促進するための補助、②EUとしての重要な計画への補助、又は加盟国の経済の深刻な攪乱に対する補助、③特定の経済活動の発展、特定の経済領域の発展を補助する補助、④文化や遺産の保護を促進する補助、⑤欧州委員会の提案に基づき、理事会の決定により特定されるその他の類型である(公正取引委員会競争政策研究センター2013:25)。

表3-1 政府の失敗の原因

| | |
|----------------------|--|
| 直接民主主義に内在する問題 | <ul style="list-style-type: none"> ・投票のパラドックス（人々の曖昧な授権） ・選好の強度（少数派のコスト） |
| 政府の代表性に内在する問題 | <ul style="list-style-type: none"> ・組織化され動員された利害の影響（レント・シーキングによる非効率） ・地域代表制（地域への利益誘導的配分） ・政治的景気循環（社会的に過大な割引率） ・議題とメディア（政策分析不足） ・見せかけの国民の注意（アジェンダからの除外やコストの過少評価） |
| 官僚的供給に内在する問題 | <ul style="list-style-type: none"> ・エージェンシー損失（X非効率） ・アウトプットの評価困難性（配分非効率、X非効率） ・限定された競争（非効率） ・公務員の制約を含む事前の規制（柔軟性欠如による非効率） ・市場の失敗としての官僚の失敗（組織の資源の非効率な使用） |
| 分権化に内在する問題 | <ul style="list-style-type: none"> ・権限の分散化（政策実施の問題） ・財政的外部性（地域公共財の不公平な供給） |

（出所）Weimer and Vining(2005)、Table 8.3

また、政策金融等は、通常、中央省庁が直接供給するのではなく、いわゆるエージェンシー、具体的には、独立行政法人、政府企業、特殊法人といった名称の機関が実施することから、プリンシパルである所管官庁や利害のある政治家と出融資を実際に行う機関であるエージェントの行動の2つが問題となる。両者は密接に関係するが、政府の失敗を是正するための「ガバナンス」（後述）を考えるとときには、それぞれについて考える必要がある。政策金融に関する政府の失敗として、國枝（2013）は、「民にできない業務を官が過剰に実施すること、また能力不足のまま行うことがもたらす非効率」（p52）や「民にはできない業務は多くの場合、資本コストよりも低い収益率しか見込めない投融資である」（p52）と指摘する。こうした非効率は、政府によるリスク負担によるものであるが、それはタダではなく、最終的には国民が負担することになる。

実施機関であるエージェンシーは、日本では、これまで政策金融機関と呼ばれており、旧日本開発銀行や株式会社国際協力銀行などが該当する。エージェンシー化は、一般には、人事や予算等の管理についての裁量（アメ）と目標の設定と評価（ムチ）によって、サービス提供の効率化を図るものである²⁰。赤沢（1992）は、特殊法人などの公企業は、①公共部門による所有・経営、②経営に際しての企業性、③事業経営による収入による財源調達を挙げ、公共性と企業性の2つの特徴があるとしている。政策金融や官民ファンドの実施機関には、独立行政法人や国立大学法人なども存在するが、以下では、主に株式会社形態の機関（「公企業」と呼ぶ）

20 エージェンシーの仕組みや分析については、赤井（2006）やOECD(2002)などを参照。

を念頭に議論する。

公企業は先進諸国や途上国共通にみられるものであり、市場を重視するアメリカでも存在し、「政府支援企業」(Government-Sponsored Enterprise:GSE)と呼ばれている。GSEは、特定の政策目的を有するが、政府が完全に所有する企業と異なり、政府が設立するものの、民間により所有され経営される(Stanton and Moe 2002:82)。通常の政府機関と比べて経営上の裁量が大きく与えられている。アメリカでは、公企業の設置基準として、①商業的な性質のプログラム、②自己財源があり、自律的に活動できる、③国民と商業的な取引が多い、④政府予算によって成り立つ機関より多くの弾力性や裁量が必要、が挙げられている(Stanton and Moe 2002:99-100)。

プリンシパル－エージェント理論によれば、エージェンシー・スラックとは、エージェントが、プリンシパルの利益のために委任されているにもかかわらず、プリンシパルの利益に反してエージェント自身の利益を優先した行動をとってしまうことに起因し、その原因はプリンシパルとエージェントの間にある情報の非対称性である。公企業の場合に照らしていうと、第1に、公共目的の遂行と企業的な経営の異なる目的を持つことから、組織のミッションが曖昧になること、そしてしばしば政治的な介入もなされること、第2に、業績の検証が難しく、透明性が問題になること、第3に、効率的効果的な経営を行う人材の問題に整理できる。まさに、これは公企業のガバナンスの問題である。

株式会社のガバナンスについては、様々に議論されているが、その第1は、プリンシパルである株主がエージェントである経営者をどう規律付けるかという視点である。例えば、菊澤(1998)は、「企業を巡る利害関係者の利害を調整し、経営者が効率的な経営を行うように、経営者を規律づけ、統治すること」(p107)、老平(2009)は、「経営者が、企業不祥事の発生を抑制し企業競争力を促進するための経営を行うように、企業と利害関係者との関係を明確にし、経営者による企業経営を監視・牽制すること」(p49)、加護野他(2010)は、「会社全体として定める目的に照らして、会社の経営が適切に行われるように、その最終的な責任者たる経営者を誘導し(誘導する前に、それに資する人物を経営者に選任し)、適切な経営が行われているかどうかをチェック、牽制する制度と慣行」(p43)と述べる。第2は、様々な利害関係者のために企業はマネジメントされるべきとする視点で、Freeman(1997)などが代表である。深尾・森田(1997)は、①企業における経営上の意思決定の仕組み、②企業パフォーマンスに密接な理解を持つ主体相互の関係を調整する仕組み、③株主が経営陣をモニタリングし、またコントロールする方法の3つの視点を取り入れた概念だとしている。

官民ファンドの多くは株式会社形態であり、また、従来特殊法人であった政府系金融機関は株式会社化された。確かに、株式会社のガバナンスを活用することにより、特殊法人や独立行政法人に特有な官僚的な体質から脱却できるというメリットがある。会社法などの規定により、取締役会や監査役の設置、内部統制報告書などの作成、株主や市場に対する情報公開などの義

務が課せられるからである。ただし、公企業についても、同様のメカニズムが働くかについては議論がある。特に、政府が株式を100%保有している場合には、報告書などの作成は同じでも、株主や市場からの圧力は基本的にはない。広田（2009）は、株式会社のガバナンス・メカニズムとして、①投票権、②テークオーバー、③経営者報酬、④取締役会、⑤負債の規律を挙げ、「日本政策金融公庫は株式会社ではあっても、本来株式会社がもつべきガバナンス・メカニズムをほとんど持っていない」（p53）と述べる。

Wong(2004)は、政府所有企業（State-Owned Enterprise:SOE）と民間株式会社の相違（表3-2）を踏まえ、SOEのガバナンスの問題として、①複数かつ相互に矛盾した目的、②過剰な政治的介入、③透明性の欠如を挙げつつ、具体的な問題・特徴として、

- ①SOEには、直接の所管官庁、財務省、他の関係機関、規制機関などの多様なステークホルダーが存在すること
- ②政治家や官僚は民間の株主よりリスク回避的であり、彼らは自分たちの所管領域の中で批判されるような議論になるような事柄を回避しようとする
- ③彼らはSOEを監督する権限があると、それを自らの利益のために使うかもしれない
- ④SOEは、しばしば十分な外部の精査から逃れている

を挙げる。そして、SOE改革の柱として、以下を提唱している（p13）。

- ①明確な目的（明確な権限、明確な業績目標・商業的事業と非商業的事業の間のトレードオフについてのガイダンス、非商業的事業のコスト分析）
- ②透明性（SOEと政府による情報公開、政府・SOE・国民の間における建設的な対話）
- ③政治からの断絶（所有とモニタリングの統合、他の政府機関との適度な関係の構築、専門的な役員会を持つ企業構造）

表3-2 民間と公的部門の企業におけるガバナンスの相違

| | 民間企業 | 政府所有企業 |
|-------|----------------------------|--------------------------------------|
| 目的 | 価値の最大化という明確な方向 | 純粋な商業的目的と非商業的な目的 |
| 組織の問題 | 単一の組織（経営者による利己的な行動についての関心） | 二重の組織（経営者による利己的な行動と政治家・官僚のそれについての関心） |
| 透明性 | 高いレベルのディスクロージャー | 低いレベルのディスクロージャー |

（出所）Wong(2004),Exhibit 1

一般に市場の圧力が弱い公企業については、株主として政府、あるいは監督官庁の役割が極めて重要である。Wong（2004）は、政府の適切な役割として、目的と業績目標（ROE、配当など）を設定すること、役員任命、企業や役員会の業績のモニタリング、問題が生じた場

合の介入などを強調している (p13)。こうした役割を政府横断的に担う機関を導入している国があり、カナダ (Crown Corporations Directorate of the Treasury Board of Canada)、ニュージーランド (Crown Company Monitoring Advisory Unit)、スウェーデン (産業・雇用・通信省) などである。

(3) 官民ファンドのガバナンス

前節で公企業や政策金融のガバナンスについて論じたが、それを踏まえ、ここでは、官民ファンドのガバナンスについて、プライベート・エクイティ (PE) などを参照しつつ論じる。

最初に、政府の基本的な方針について整理する。政府も、官民ファンドが公的資金の無駄遣いになるのではないかという批判に対応するため、ガバナンスを強化するための仕組みを導入している。産業投資を含め財政投融资については、財政投融资分科会が2014年に発表した「財政投融资を巡る課題と今後の在り方について」が基本的事項を規定している。まず、財政投融资と産業投資の商品性の相違 (表3-3) を整理し、「財政融資」は、リスクが低い事業を対象とするデットファイナンスであるとしている。一方、「産業投資」は、リスクが高い事業を対象とするエクイティファイナンスであるとしつつ、民間ファンドとの相違を整理している (表3-4)。そのリスク管理について、「公的資金であり、政策目的の実現及び出資の毀損の回避が求められており、短期的な国庫負担・配当の必要はないが、個々の機関毎に、中長期的な利益確保の見込みを定期的に検証することが必要である」 (p39) と述べつつ、

- ・執行 (フロー) 管理：各機関に対する産業投資の執行は、個別案件毎に、①投資内容、投資決定のプロセスや背景、②各投資企業の財務情報や回収見込額について事前に確認し、資金需要に応じて実行し、その結果、予算額を下回った場合は、不用として、翌年度以降の財源に活用している。
- ・残高 (ストック) 管理／配当・利益配分：個別の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスを取るポートフォリオマネジメントにより、産業投資の毀損を回避し、一定の利益を確保する。また、各機関からの配当・利益配分は、組織形態や投資内容の特性に応じて対応する。

としている。

表3-3 財政投融资と産業投資の商品性

| 原資 | 商品性 | 特徴/役割 |
|------|-------------------------|--|
| 財政融資 | 確定利付の融資 | <ul style="list-style-type: none"> ・「確実かつ有利」とされ、償還確実性が必要 ・財投債による市場調達を原資としており、政策目的の実現に必要な範囲内で「量的補完」が求められる場合に効果的な役割 |
| 産業投資 | 出資 業績連動型の金利 設定の融資 | <ul style="list-style-type: none"> ・個々の案件でのリスクテイクと全体での元本確保のバランスをとるポートフォリオマネージメントにより、出資の毀損を回避 ・資本金性資金の供給（エクイティ、メザニンファイナンス）により、民間金融による資金供給（レバレッジ）を促すといった「質的補完」の役割を發揮 |

(出所) 財政制度等審議会財政投融资分科会 (2014)

表3-4 官民ファンドと民間ファンドの主な相違点

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

(出所) 財政制度等審議会財政投融资分科会 (2014)

また、官民ファンドのガバナンスの確保について、『投資収益の論理』と『政策目的（公共政策）の論理』の重複領域（官民ファンドのストライクゾーン）で機能させるためには、官民ファンドが自らガバナンスを確保し、政策目的に沿った運営を行うことがまず重要であり、その上で、出資者たる国が官民ファンドの運営状況の確認を行う必要がある。こうした観点から、出資者としてのガバナンスの確保を図る」（p40）としている。また、「ベンチャー支援等の分野では、産業投資の仕組み自体に目利きやモニタリング機能がないことから、官民ファンドへの出資の「入口」及び官民ファンドによる出資の「出口」において民間資金を最大限活用するとともに、十分な審査体制及びリスク管理態勢の下で、民間の人材・ノウハウを活用して投資案件の目利きを行うことにより収益性を確保することが重要である」（p40）として、具体的には、

- ①案件発掘及びデューデリジェンスは、投資のプロフェッショナルである民間の人材・ノウハウを受け入れる。
- ②投資決定は、民間の社外取締役等により構成される「投資決定委員会」が中立的な立場から

行う。

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

を挙げる。

更に、官民ファンドのガバナンスの向上のため、

- ①各ファンドにおいて、

「官民ファンドガイドラインに基づき、投資の態勢、投資決定の過程、経営支援、投資実績の評価、運用方針の見直し等のガバナンスを確保し、個別案件でのリスクテイクとファンド全体での元本確保のバランスを取るポートフォリオマネジメントを行うこと等により、政策目的に沿った運営を確保することが求められている」

- ②出資者として、

「国が官民ファンドに対して、官民ファンドガイドラインに基づき、投資内容及び投資実行後の状況等の適時適切な報告を求める等、投資実行後のモニタリングを行うとともに、官民ファンド自らによるガイドラインを含めた運営状況の確認を行うことにより、産業投資の毀損を回避することが求められている」

とする（p80）。

官民ファンドのガバナンスの拠り所となっているのが、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」（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）である。これは、5つの項目に分類した複数の質問から成っている。5つの項目とは、

1. 運営全般（政策目的、民業補完等）
2. 投資の態勢及び決定過程
 - 2.1 投資の態勢
 - 2.2 投資方針
 - 2.3 投資決定の過程
 - 2.4 経営支援
 - 2.5 投資実績の評価及び開示
 - 2.6 投資の運用方針の見直し
3. ポートフォリオマネジメント
4. 民間出資者の役割
5. 監督官庁及び出資者たる国と各ファンドとの関係

である。それぞれの項目の質問は、「政策的観点からのリスク性資金であるが、国の資金であることにも十分配慮された運用が行われているか」といった抽象的なものがほとんどである。また、同ガイドラインは、「官民ファンドに求められる組織体制」のあり方についても言及しており、「投資に係る決定」とそれを行う「機能の監視・牽制のための組織を導入すること」としている。

官民ファンドのガイドラインは、ガイドラインに基づき、定期的に官民ファンドの運営状況等を検証するとしているが、ガイドラインの質問事項はほとんど抽象的であり、評価は主観的に行われる可能性が高いと考えられる。特に、ファンド全体の業績やファンドが出資する会社や事業の業績についての目標がないことが問題である。

プライベート・エクイティ（PE）について、メーヤー&マソネット（2013）は、成功の基準として、ベンチマークに対して上位25%に入ることと、15%、10%のリターンが投資家の1つの相場とする（p32）。安東（2014）は、リスクに見合ったリターン（収益）を追求することによって、投資家の利益を最大化するというのがファンドとして維持すべき資本市場の規律の根幹であるとし、民間のPE（プライベート・エクイティ）ファンド・VC（ベンチャーキャピタル）の通常のリターンの目線は年率10~20%に置かれる、と述べる。

イギリスでも政府系の投資ファンドが設立されており、2009年6月、UK Innovation Investment Fund（UKIIF）が、「英国の未来創設（Building Britain's Future）」戦略の一環として設立された。UKIIFは12年から15年の期間で運用されるファンドオブファンズであり、技術分野のビジネスに投資することで経済成長の加速と高熟練者の雇用創出を目的として設立された。UKIIFが投資するファンドオブファンズの目標リターンは、ファンドの上位20%のパフォーマンスの平均値（対象年（2010年と2011年））としている（三菱UFJリサーチ&コンサルティング2011）。

ドイツでは、2005年、「ハイテク起業ファンド（High-Tech Gründerfonds）」が、革新的な技術を有する企業のためのエクイティ資金の供給を目的として設立された。出資者は連邦経済技術省や復興金融公庫（Kreditanstalt für Wiederaufbau：KfW）の他、BASF、ドイツテレコム（Deutsche Telekom）、シーメンス（Siemens）、ロベルトボッシュ（Robert Bosch）、ダイムラー（Daimler）、カールツァイス（Carl Zeiss）などである。同ファンドは、以下のような投資基準を設定している（三菱UFJリサーチ&コンサルティング2011）。

1.技術志向

- ・企業が技術革新（挑戦的であり実現可能性の高いもの）に基づいていること
- ・技術に関する知識や経験が企業の中核的な地位を占めていること
- ・保護された特許権や他の知的財産が独占的であることに加え、支障なく使用可能であり、企業に帰属するものであること

2.市場の見通し

- ・顧客の利益が明確であること
- ・商品に特色と個性があり、戦略上の競争優位性があること
- ・主要な市場に参入障壁があること
- ・市場に十分な規模及び（又は）高い成長可能性があること
- ・資金供給により利益獲得への過程を経ることができ、又は追加的な投資の獲得が可能になること

3.経営者の性質

- ・ノウハウや能力、関連するビジネスの経験を有していること
- ・十分な熱意、決断力、継続力、関与、成功への意思
- ・企業に対する適切な経済的関与

4.形式的要件

- ・起業から1年以上であること
- ・EUにおける小規模企業の基準を満たすこと（従業員50名以下、年次純利益又は年次貸借対照表が1,000万ユーロ以内であること）
- ・ドイツ国内に所在すること
- ・少なくとも12～18ヶ月の期間、初期資金の調達を保証すること

これらは数値目標ではないが、日本の官民ファンドのガイドラインよりはかなり具体的かつ詳細である。

官民ファンドの投資リターンは、2つのレベルで考える必要がある。1つは、ファンド全体のリターンであり、もう1つは、ファンドから出資する個別の会社や事業のリターンである。

前者について、産業投資に関する政府の方針では、「個々の投資1本1本について利益を確保する必要はない。しかしながら、他方、産業投資（財政投融资特別会計投資勘定）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ことが求められる」（財政投融资に関する基本問題検討会産業投資ワーキングチーム2008:3）とされている。確かに、官民ファンドは民間ではとることが難しい高いリスクをとることが基本的な役割であることから、失敗も多くなるので、ファンド全体のリターンはPEのそれより低くなるのはやむを得ないと考える。ただし、土居（2014）が指摘するように、産投などの出資は、実質的な無利子貸付金あるいは補助金になる蓋然性が高い。政府は出資金だから失われないと考え、出資先の機関は国庫納付がなくても懲罰がなく、累積欠損金が出ても政府が追加資金を提供してくれると甘えることができるからである。要するに、各ファンドにとっては、投資の失敗を批判されないように、損失を出さなければよいというのが暗黙の業績目標になっていると言える。これは、民間のファンドでも類似の問題であり、ガディッシュ&マッカーサー（2008）は、「ビジネス界に蔓延す

る病気は、satisfactory underperformance（そこそこの業績への安住）」(p18) であると指摘している。最高を目指して努力するよりはそこそこ努力する方が容易だからである。これは、日本の株主資本コストが低いエクイティ市場に関係する問題でもあり、後藤（2014）は、「日本では、本来あるべき債務と株式双方の資本コストが十分に認識されず、それがクレジット市場の歪みの一因になっていると考えられる」（p281）と指摘する。

他方、後者のファンドからの出資先のリターンについては、前者とは異なるはずである。出資元である官民ファンドは、出資先から最大のリターンを得るべく出資先を管理する必要がある、出資先の業績のモニタリングが重要となる。しかし、官民ファンドのガイドラインには、モニタリングについての詳細な記述はない。メーヤー&マソネット（2013）は、投資プロセスで重要なことは、「戦略的アセット・アロケーション、優れたファンド・マネージャー選定の重要性、適切な分散管理、効率的な資本の投資を行うためのコミットメント管理の関連性」（p110）と指摘し、ファンドのスコアリングが重要とする。ガディッシュ&マッカーサー（2008）は、限定した重要評価指標をモニターすることを提唱し、「PEファームは、将来に目を向け、問題の根本的原因を発見し、行動を促すタイプのオペレーション指標に集中」（p97）すべきという。

4. 産業投資の分析

本章では、これまでの産業投資の成果について、産業投資特別会計（2008年度からは財投特会の産業投資勘定）の出融資の側面と同特会から出融資を受けた特殊法人等の機関の側面に分けて検証する。

（1）産業投資特別会計

財務省理財局の資料²¹によれば、産業投資のこれまでの利益は以下のとおりである。

| | |
|------------------------|-----------|
| ○収益累計（昭和28年度～平成24年度） ① | 4兆 472億円 |
| うち国庫納付金（主にJBIC、旧開銀） | 1兆3,704億円 |
| うち配当金収入（主にNTT、JT、DBJ） | 1兆4,526億円 |
| うち株式処分益（主にJAL、NTT） | 9,903億円 |
| うちその他 | 2,339億円 |
| ○費用累計（昭和28年度～平成24年度） ② | 4,971億円 |
| うち出資金償却（いわゆる毀損） | 3,739億円 |
| <主な内訳> 基盤技術研究促進センター | 2,684億円 |

21 財政制度等審議会財政投融資分科会（2014年4月7日）に提出された「参考資料（産業投資の在り方）」

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| (独) 情報処理推進機構 | 377億円 |
| 関西国際空港(株) | 153億円 |
| 情報処理振興事業協会 | 142億円 |
| 他10法人 | 383億円 |
| ○利益累計(昭和28年度～平成24年度) ①-② | 3兆5,501億円 |
| ○収益(利益)を原資とした一般会計への繰入(昭和28年度～平成24年度) | 1兆3,480億円 |

この資料から読み取れることは、産業投資における毀損はわずかであり、全体としては、1953年度から2012年度までの59年間に3.6兆円の利益(年間平均で約600億円)を上げており、問題はないということである。これは、特別会計の損益計算書からみれば、そのとおりかもしれないが、産業投資の出融資の成果を表しているわけではない。NTTやJTの配当金収入は、それらの株式が単に特会の所属となったことから生じているものである。特会が自己財源によって株式を購入したものではない。株式処分益も同様である。国庫納付金は、JBIC等への出融資を元手に稼いだものも含まれるが、それが全てとは言えない。産業投資の柱は出資であるが、基盤技術研究促進センター等へ出資した結果の配当は、仮に収益累計の「その他」全てであるとしても、2,339億円で過ぎない。また、出資総額に対する配当金の割合で見なければ、成果のよし悪しは評価できない。

そこで、特別会計の決算書、会計検査報告、財投リポートなどから、出資に対してどのくらい利益を得ているのかについて検証する。表4-1は、1986年度(S61)以降の産投特会の出融資の収益として納付金と株式配当、出融資の残高等を整理したものである。正確には、出融資の細部を分析する必要があるが、それを省くとして、実質的に納付しているのは政府系金融機関だけである。情報通信研究機構などの機関の納付金は1億円、2億円という水準に過ぎない。また、株式の配当を計上しているのは、上場しているNTTとJT、そして政府系金融機関だけである。出融資に対する収益率を、納付金+株式配当の合計を出融資残高で除して求めるとすると、ここ20年では、それは1~2%程度しかない。NTTやJTの配当を除くと、産業投資による収益はほとんどないというのが実態である。