

内閣官房
Cabinet Secretariat



規制改革・行政改革担当大臣直轄チーム分析レポート No.3

官民ファンドの収益面からの分析

Report

天達 泰章

September 2021

内閣官房兼内閣府
規制改革・行政改革担当大臣直轄チーム
Team of the Minister for Regulatory and Administrative Reform
Cabinet Secretariat and Cabinet Office
Tokyo, Japan

レポートは、すべて著者個人の責任で執筆されており、内閣官房及び内閣府あるいは規制改革・行政改革担当大臣直轄チームの見解を示すものではありません。

官民ファンドにおける収益面からの分析[†]

(レポート)

2021年9月

内閣官房兼内閣府

規制改革・行政改革担当大臣直轄チーム

天達 泰章

【要 旨】

民間資金のリスクマネーが十分でない我が国経済にとって、官民ファンドはリスクマネーを供給する主体として評価できよう。しかし、その実態については、守秘義務等から情報開示が少なく、分析したものはほぼない。本稿は12の官民ファンドについて、収益面から分析した。官民ファンドの累積損益率は、①設立直後、個別投資案件の収益が乏しく、経費が収益を大きく上回ることから損失が先行し、設立後3年程度で累積損益率のマイナス幅が▲10%まで拡大、②設立後7年程度で、個別投資案件のエグジット(事業の成功による株式売却や株式上場<IPO>等)などによって収益が経費額を上回ること、累積損益率がプラス転化するという、「Jカーブ」を描く傾向があることを示した。また、個別投資案件について、投資テーマ別に収益性を分析した。その結果、事業再生・成長支援投資と大学起業投資、インフラ投資で損失リスクが小さい一方、起業(ベンチャー)投資で損失リスクが大きい可能性を示した。

[†] 本稿の作成に当たっては、湯下敦史氏(内閣官房)、吉中孝氏(内閣府)から有益なコメントを頂いた。また、官民ファンドと監督官庁の調査協力を得た。ここに記して感謝したい。ただし、本稿で示されている意見およびあり得べき誤りはすべて筆者に属し、内閣官房及び内閣府あるいは規制改革・行政改革担当大臣直轄チームの公式見解を示すものではない。

1. 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。2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」では、産業基盤を強化するために、官民ファンドの活用が提唱された²。

我が国における事業再生、ベンチャー投資等へのリスク性の高い民間資金の規模は、欧米と比較して小さい。民間資金(プライベート・エクイティ・ファンドやベンチャー・キャピタル)が関与する合併・買収・出資等の取引額は、米国や英国で対GDP比2%程度である一方、我が国は対GDP比で米英の十分の一程度である³。加えて、金融経済ショック後の景気後退局面などでは、リスク性の高い民間資金は大きく減少する。こうした中で、REVIC(地域経済活性化支援機構)が手掛けたJAL(航空)や、INCJ(産業革新投資機構)が手掛けたルネサスエレクトロニクス(半導体)の事業再生は、リーマンショック後の景気悪化局面で日本経済にリスクマネーを供給した点で、官民ファンドの意義を大いに示している。

このように民間資金のリスクマネーが少ない我が国経済にとって、官民ファンドはリスクマネーを供給する主体として評価できようが、その実態については、守秘義務(出資先との非開示情報契約<NDA>)から、情報が少なく、分析が限定されてきた。特に収益面での分析は会計検査院(2018)「官民ファンドにおける業務運営の状況についての報告書」がある程度である。

本稿は、図表1における12の官民ファンドについて、収益面から分析を行った⁴。

¹ 財務省(2021)「財政投融資レポート2021」は、「官民ファンドは、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中、政府の成長戦略の実現、地域活性化への貢献、新たな産業・市場の創出などの政策的意義があるものに限って、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する(呼び水効果)ものであり、民間主導の経済成長の実現を目的」としたものと、としている。

² 「日本再興戦略」は官民ファンドによる公的支援の指針として、ファンドの新設に当たって、以下を示している。

補完性の原則	・市場経済が機能し難い状況において必要最小減の範囲で行う
外部性の原則	・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

³ 2019年末。金融庁調べ。

⁴ 「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会(副長官補室)」は、図表1の12の官民ファンドを含む14の官民ファンドを管理している。このうち、①JIC(産業革新投資機構)は2018年設立で投資実績が少ないことと、②特定投資業務(日本政策投資銀行)は新たに組織を設立したものではなく、リスクマネー供給のための資金枠であり、専任で業務を行っている者がいないことなどから、本稿はJICと特定投資業務を除外して分析した。

図表 1：官民ファンドの分類

分類 (主な投資先)	略称	名称	役職員数 (人)	一人当たり 人件費 (万円)	一人当たり 家賃等 (万円)
事業再生、起業	REVIC	(株)地域経済活性化支援機構	238	1,071	168
	INCJ	(株)産業革新投資機構	76	1,611	554
成長支援、起業	中小機構	中小企業支援機構	32	742	85
大学起業	官民イハバ [△]	官民イノベーションプログラム	70	920	52
	JST	国立研究開発法人科学技術振興機構	6	600	—
農業起業	A-FIVE	(株)農林漁業成長産業化支援機構	35	1,351	177
海外起業	CJ	(株)海外需要開拓支援機構	70	1,325	292
インフラ	Re-Seed	耐震・環境不動産形成促進事業	18	409	68
	グリーンファンド [△]	地域脱炭素投資促進ファンド事業	34	534	104
	PFIPCJ	(株)民間資金等活用事業推進機構	27	1,103	203
海外インフラ	JOIN	(株)海外交通・都市開発事業支援機構	65	1,314	224
	JICT	(株)海外通信・放送・郵便事業支援機構	27	1,154	113
	全体		698	1,119	205

(注) 役職員数、人件費等は、2020年3月末時点。一人当たり人件費、家賃等は役職員数で割ったものの。上位3つを網掛け。

REVIC は Regional Economy Vitalization Corporation of Japan。INCJ は Innovation Network Corporation of Japan。JST は Japan Science and Technology Agency。A-FIVE は Agriculture, forestry and fisheries Fund corporation for Innovation, Value-chain and Expansion Japan。CJ は Cool Japan Fund。Re-Seed は Real Estate Sustainability & Energy-Efficiency Diffusion。PFIPCJ は Private Finance Initiative Promotion Corporation of Japan。JOIN は Japan Overseas Infrastructure Investment Corporation for Transport & Urban Development。JICT は Fund Corporation for the Overseas Development of Japan's ICT and Postal Services。

2. 官民ファンドの分類

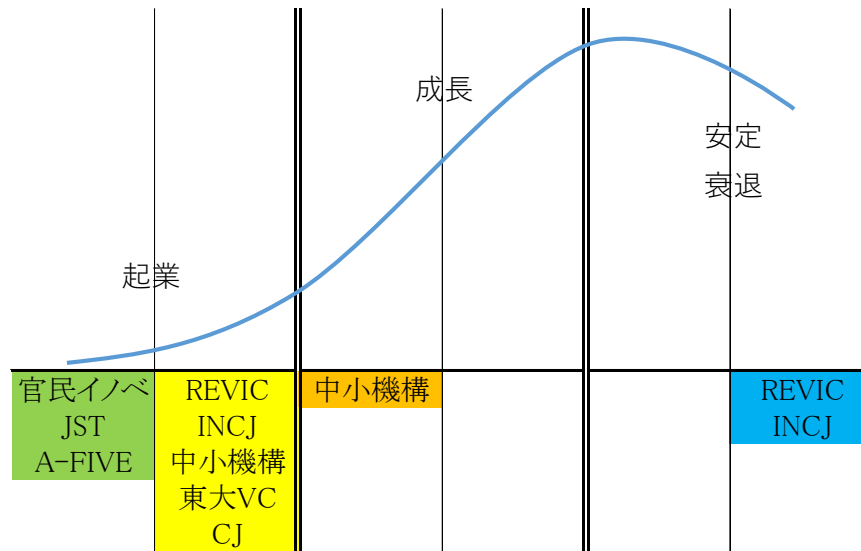
官民ファンドは、投資先の事業、企業の成長段階等によって、リスク・リターンなどの特性などがやや異なる。

まず、企業に投資する官民ファンドとインフラに投資する官民ファンドで大別できる。企業投資よりもインフラ投資の方が投資期間は長くなる。

次に、企業に投資する官民ファンドについて、企業の成長段階に応じて官民ファンドをやや仔細に分類すれば、図表2のように示すことができる。起業期(ベンチャー企業)の投資においては、ベンチャー企業の設立段階(アーリー・ステージ)から投資する官民ファンドと、創業から数年経過したベンチャー企業(ミドル/レター・ステージ)に投資する官民ファンドに分けることができる。

最後に、国内投資と海外投資では、投資先に関する情報に差が生じることから、国内に投資する官民ファンドと、海外に投資する官民ファンドに分類することができる。

図表 2：企業の成長段階に応じた官民ファンドの分類



3. 官民ファンドの累積損益率「Jカーブ」

官民ファンドは、①操業初期の段階にある企業への投資や、②経営不振企業、または事業・財務の再構築を必要とする企業への投資、③インフラ投資などを主とすることから、投資期間が長く、リスクが高い一方で、新規上場(IPO)やインフラの竣工等が実現した場合には、回収額は投資額を大きく上回り、大きなリターンを得ることができる。

そのため、官民ファンドにおける損益は、一般的に、設立直後、個別投資案件の収益がなく、経費のみがかかることから損失が先行する。設立後数年して、個別投資案件のエグジット(事業の成功による株式売却や株式上場<IPO>等)などによって収益が経費額を上回ることによって、利益が生じる。

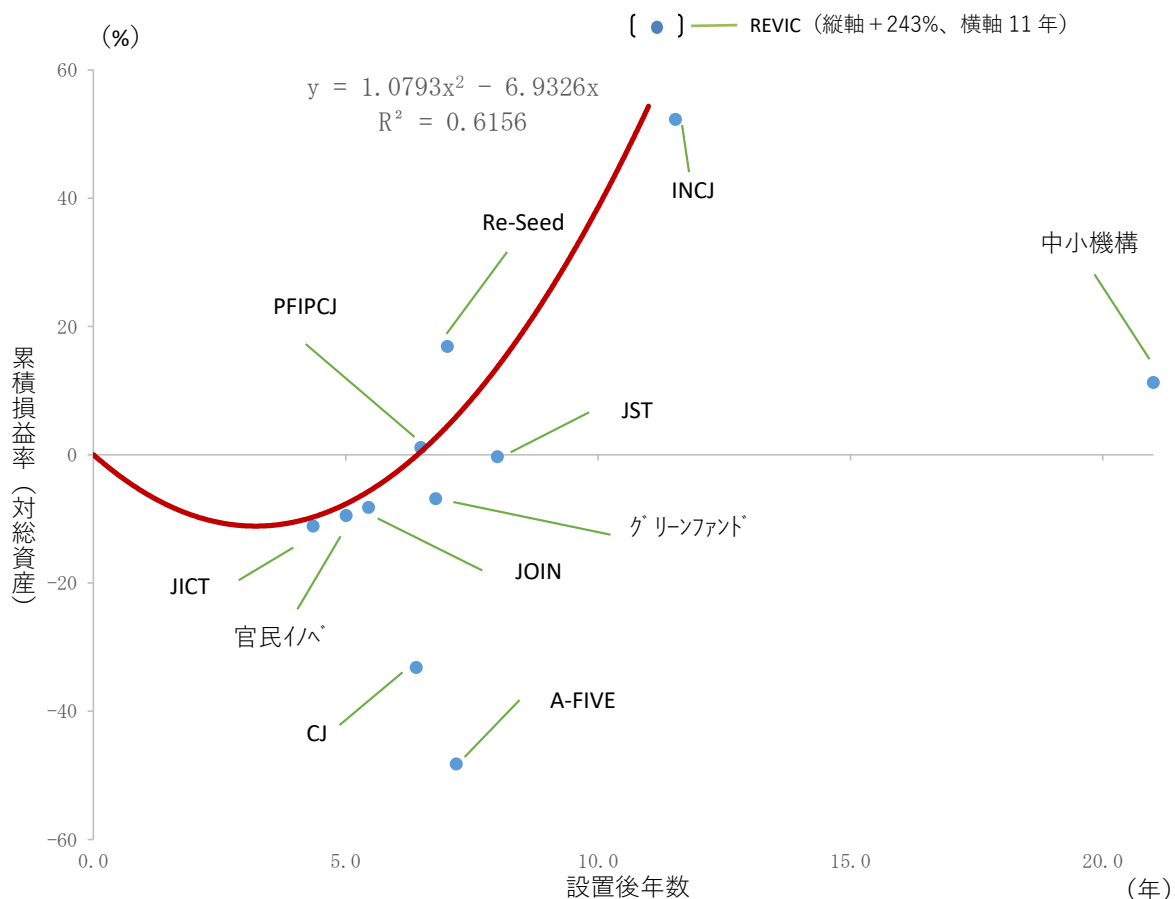
累積損益額(累積損益率<対総資産>)は設立当初に損失(マイナス)から始まり、数年後に利益(プラス)に転じる。このような推移を縦軸に累積損益額(累積損益率<対総資産>)、横軸に設置後年数とすれば、官民ファンドにおいては「Jカーブ」を描くことが想定される。

図表 3 は、縦軸に各官民ファンドの総資産に対する累積損益額の比率、横軸に設立後年数を示す⁵。プロット(点)は 2020 年 3 月末の数字である(時系列データは参考図表を参

⁵ 本稿では、累積損益率(対総資産)、経費率(対総資産)と、総資産に対する比率を使用する。これは、官民ファンドによる投資が、国からの出資に加えて、政府保証付借入によるものであって、国債とほぼ同金利(ゼロ金利)であるリスクフリーレートで調達した資金で投資し、収益を生み出していることによる。

照)。図表の回帰線(赤線)は、各官民ファンドの設置後の累積損益率と設置後年数の時系列データから推計したものであり、実際に、官民ファンドの累積損益率は「Jカーブ」を描くことが示される⁶。決定係数は0.61と当てはまりが良い。累積損益率は、設置後3年程度で▲10%程度までマイナス幅を拡大し、その後、マイナス幅を縮小、設置後7年程度でプラスに転じている。

図表3：官民ファンドの累積損益率（対総資産）



(注) 回帰線(赤線)は、各官民ファンド(外れ値の REVIC、中小機構、CJ、A-FIVE を除く)における設置後年数と累積損益率の時系列データを用いて推計。

各ファンドの累積損益率は2020年3月末のみ図示。時系列データは参考図表を参照。

農業分野のベンチャー企業に投資する A-FIVE(農林漁業成長産業化支援機構)の累積損益率は、設立後、一貫して、マイナスで推移し、損失額が大きく拡大したことを示す。これは、個別投資案件での失敗や制度的な問題によって収益が上がらなかった上に、経費率が高いことによる。特に、制度的な問題は、投資スキーム(支援基準)において「農林漁業者の意向に配慮すること」と記述されていることから、投資先(出資対象者)の意向を尊重し、利

⁶ 標準的な官民ファンドの Jカーブを推計するため、外れ値と考えられる A-FIVE、CJ、REVIC、中小機構は除外した(後述)。

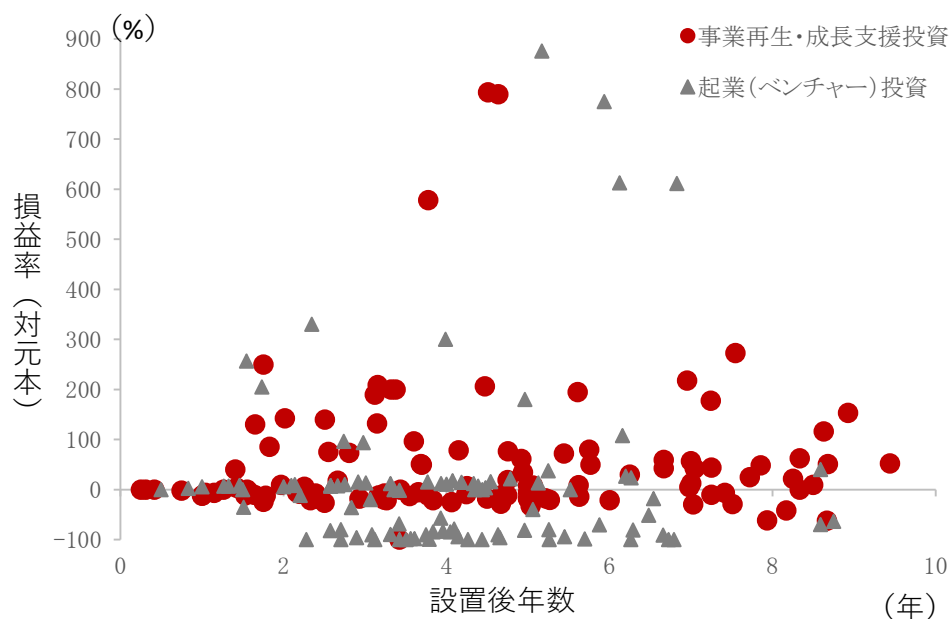
益が出ている投資先で今後更に大きな利益が見込めても、投資先の意向によってエグジットせざるを得なかったことである。そのため、A-FIVE は言わばハイリスク・ローリターン⁷の収益パフォーマンスを余儀なくされた⁷。今後も個別投資案件での収益が見込めないことなどから、2019年に農林水産省はA-FIVEの解散を決定した。

加えて、CJ(海外需要開拓支援機構<クールジャパン機構>)の累積損益率も、A-FIVE同様にマイナス幅を拡大しており、今後の収益等について注意が必要である⁸。

4. 投資テーマ別でみた個別投資案件における損益率

官民ファンドにおける個別投資案件の収益特性を投資テーマ毎に分析する。図表4、5は、複数の官民ファンドにおけるエグジット(IPO、株式売却、株式譲渡等)した個別投資案件の元本に対する損益額の比率を示す⁹。

図表4：複数の官民ファンドにおけるエグジットした個別投資案件の損益率（対元本）^①



(注)国内投資のみ。リーマンショック後に投資されたもの。

大学起業投資と農業起業投資は除外。

⁷ 詳細は、A-FIVEの検証に係る検討会(2020)「株式会社農林漁業成長産業化支援機構に係る検証報告」を参照。

⁸ 新経済・財政改革工程表2020において、「2021~2023年度において本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機構及び監督官庁は速やかに組織の在り方を含めた抜本的な見直しを行うこと」とされている。

⁹ 図表4、5はリーマンショック後に投資されたもの。リーマンショック前に投資され、リーマンショックを経た投資先は景気悪化の影響を強く受けた(後述)。

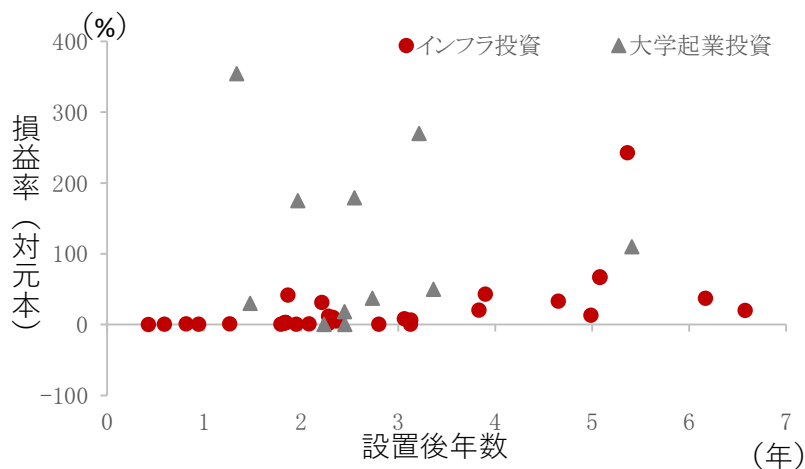
図表 4 では、REVIC や INCJ、中小機構(中小企業支援機構)等が主に投資テーマとする事業再生投資や成長支援投資について、多くが利益でエグジットしており、リスクが比較的 low、相応のリターンが見込めることを示す。損益率は平均+92.5%、損失でエグジットした投資先に限定した損益率は平均▲18.8%である。

一方、起業(ベンチャー)投資については、成功すれば利益が大きい、大きく失敗する(▲100%の損失となる)案件も多く、リターンは低い。損益率は平均+20.9%、損失でエグジットした投資先に限定した損益率は平均▲80.8%である¹⁰。

こうした違いについては、事業再生や成長支援の方が、投資先の過去の事業業績の情報や一定の事業体制が既に構築されていることなどから、確りとした投資計画を事前に立て易いことによると考えられる。

図表 5 では、大学起業(ベンチャー)投資は、他の官民ファンドによる起業(ベンチャー)投資に比べてエグジットしたもので損失がなく、リターンが高いことを示す(損益率は平均+223.4%)。この背景として、大学ベンチャーは、産官学の集積により、技術のスピルオーバーがあることや、帝国大学ブランドによって他のベンチャー企業よりも資金面で強いことなどが考えられる。

図表 5 : 複数の官民ファンドにおけるエグジットした個別投資案件の損益率 (対元本) ②



(注)国内投資のみ。リーマンショック後に投資されたもの。

インフラ投資は、計画・建設に期間を要するものの、竣工後は着実に収益を積み重ねると考えられる。そのため、図表 5 で、エグジットした個別投資案件における損益率は、高利益となるものは少ないが、マイナスになるものもない(損益率は平均+20.3%)。

こうした投資テーマ毎の収益特性を踏まえて、一部官民ファンドは投資ポートフォリオを構築している。例えば、一部官民ファンドは損失リスクが小さいと考えられる事業再生・成長支援を 6~8 割にし、相対的に損失リスクが大きいと考えられる起業(ベンチャー)投資を残りと

¹⁰ 今後の研究課題として、起業(ベンチャー)投資において損益率▲100%となる個別投資先が多いことから、①業種、②規模別などで特性を分類し、大きな失敗の要因を解明することが考えられる。

することで、全体として良好な収益パフォーマンスを実現している。

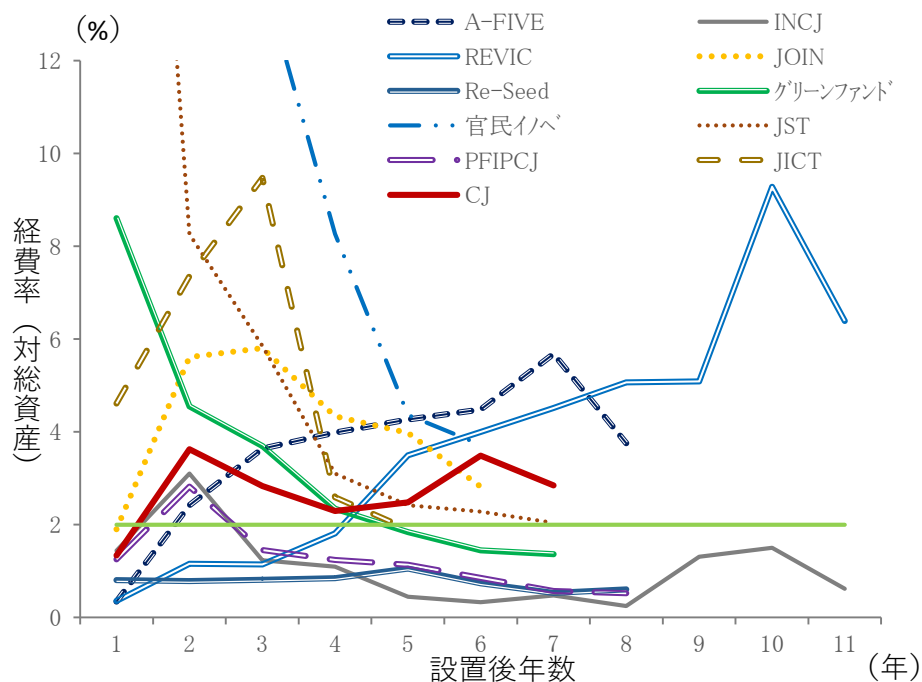
5. 官民ファンドの経費率

図表 6 は、総資産に対する各ファンドの経費額(外形標準課税等の事業税を除き、人件費、家賃等)の比率を示す¹¹。多くの官民ファンドは、投資案件が増え、総資産が増加していることから、経費率は低下している。

既に監督官庁である農林水産省が解散の方針を決定している A-FIVE については、設立以来、投資案件が計画通り増えず、総資産も増加しなかったことなどから、経費率は高止まって推移している。

しかし、CJ は、総資産が増加し、相応の水準にある(2 年目 388 億円→7 年目 648 億円)にも関わらず、経費率が 2.8%と相対的に高水準にある。これは、一人当たり人件費 1,325 万円が相対的に高い(平均 1,037 万円)上に、一人当たり家賃等 292 万円も相対的に高い(平均 203 万円)ことなどによる(図表 1)¹²。経費率の高さが経営を圧迫していると考えられる。

図表 6：官民ファンドの経費率（対総資産）



(注) 経費額は、外形標準課税等の事業税を除き、人件費、家賃等。

¹¹ 外形標準課税は政府等による出資金の大きさによって大きく影響を受けることから、各官民ファンドの経費面の比較が難しくなる。そのため、外形標準課税等の事業税を除外した。

¹² CJ は、六本木ヒルズ森タワーに所在する。

他方、組織体制によって、経費率を抑える官民ファンドもある。Re-Seed(耐震・環境不動産形成促進事業)は、ファンドマネジャーや個別投資案件のデューデリジェンス(資産査定)、既投資先とファンドマネジャーの評価等を外注することで、固定費が生じない組織体制になっていることから、常勤役職員数が実質十人弱と僅少で、経費率が0.6%と低い。また、一部官民ファンドは、地方銀行OBを相対的に低い年収で雇用することで、人件費を抑えている。

なお、REVICは、設立後、数年を経ても経費率が4%前後に高止まっている。これは、REVICが、JAL再生タスクフォースを前身とした企業再生支援機構で培った事業再生などの高度なノウハウを、地域金融機関に移転することを主な業務としていることによる。

6. おわりに

民間資金のリスクマネーが十分でない我が国経済にとって、官民ファンドはリスクマネーを供給する主体として評価できよう。特に、次期金融ショック時にも官民ファンドの役割が期待されよう。しかし、その実態については、守秘義務等から情報開示が少なく、個別投資先の損益率等を分析したものはほぼない。そこで、本稿は12の官民ファンドについて、収益面から分析した。

その結果、官民ファンドの累積損益率は、①設立直後、個別投資案件の収益がなく、経費のみがかかることから損失が先行し、設立後3年程度で累積損益率のマイナス幅が▲10%まで拡大、②設立後7年程度で、個別投資案件のエグジット(事業の成功による株式売却や株式上場<IPO>)などによって収益が経費額を上回ることで、累積損益率がプラス転化するという、「Jカーブ」を描く傾向があることを示した。

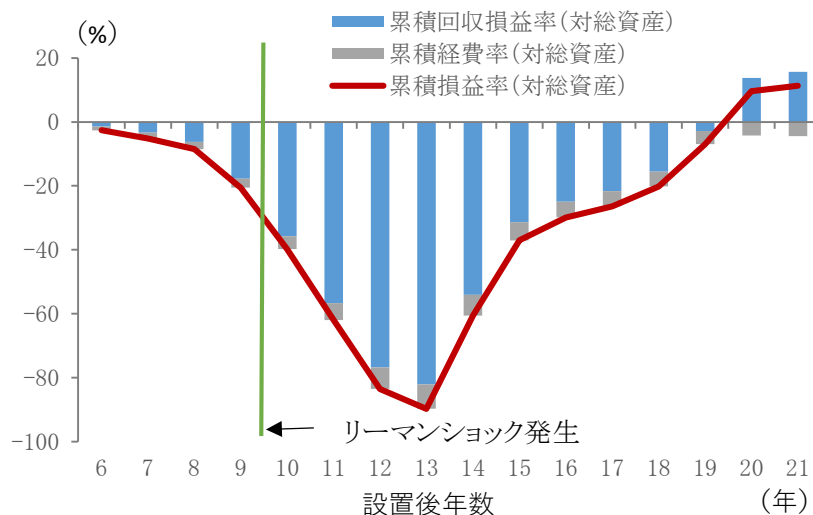
また、個別投資案件について、投資テーマ別に収益性を分析し、事業再生・成長支援投資とインフラ投資、大学起業(ベンチャー)投資で損失リスクが小さい一方、起業(ベンチャー)投資で損失リスクが大きい可能性がある。各ファンドはこうした特性を踏まえたポートフォリオ管理を行うことが考えられる。

こうした分析からは、CJの累積損失率は、A-FIVE同様にマイナス幅を拡大しており、今後の収益等について注意が必要である。加えて、①CJの投資テーマが海外起業(ベンチャー)投資であることを踏まえれば、損失リスクが相対的に大きい起業(ベンチャー)投資であることに加えて、国内投資よりも投資先に関する情報を得難く、相対的にリスクが大きいと考えられる海外投資であることや、②経費率が高いことなどから、経営に課題があると考えられる。今後、一部官民ファンドとの経営統合なども考えられよう。

最後に、各官民ファンドにおいては、景気循環を意識して投資すべきと考える。個別投資先の収益性・リスク等から適正価値を算出して、金融市場が過熱化する局面で高値掴みにならないよう注意が必要であろう。また、次のリーマンショックのような金融経済ショックに対応できる体制を構築することも必要であろう。図表7はリーマンショックを経験している中小機構の累積損失率(対総資産)を示す。成長支援投資は損失リスクが低いことが期待されるに

も関わらず、リーマンショックによって中小機構の累積損益率は大きくマイナス化した¹³。リスク管理においてストレステストを実施している一部官民ファンドもある。

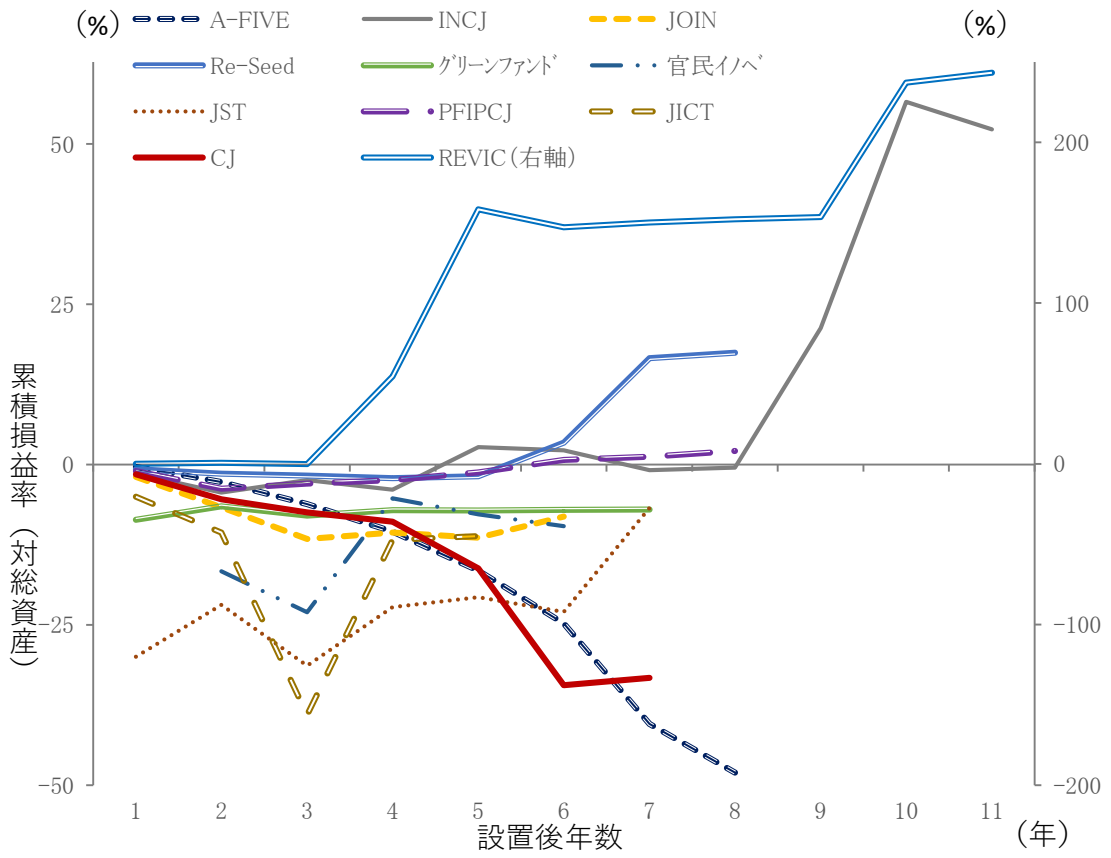
図表 7： 中小機構の累積損益率（対総資産）



以上

¹³ 中小機構の成長支援投資は、ベンチャー企業が中小企業に成長した後の中堅大企業への成長支援ツールや、中小企業における貸出以外の資金調達（出資等）ツールなどの意義があると考えられる。

参考図表：官民ファンドの累積損益率（対総資産）



(注) 中小機構の累積損益率は図表7に図示。

「規制改革・行政改革担当大臣直轄チーム分析レポート」は、内閣官房兼内閣府規制改革・行政改革担当大臣直轄チームメンバーの研究成果をとりまとめた資料です。学界、研究機関等の関係する方々から幅広くコメントを頂き、今後の研究に役立てることを意図して発表しております。

レポートは、すべて著者個人の責任で執筆されており、内閣官房及び内閣府あるいは規制改革・行政改革担当大臣直轄チームの見解を示すものではありません。