

Title	政策金融と民間金融の連携の課題と在り方について：官民が連携した最適なファイナンス手法とは何か？
Author(s)	清水, 健雄; 井上, 悟志
Citation	年次学術大会講演要旨集, 40: 71-75
Issue Date	2025-11-08
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	https://hdl.handle.net/10119/20241
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

1 A 2 3

政策金融と民間金融の連携の課題と在り方について ～官民が連携した最適なファイナンス手法とは何か？～

○清水健雄，井上悟志（東京理科大学大学院経営学研究科技術経営専攻）

1. はじめに

我が国の産業は、カーボンニュートラル（以下「CN」という）やグリーントランスフォーメーション（以下「GX」という）などの政策的・社会的要請により、大きな転換期を迎えている。新技術の開発から事業化に至るまでには多大な資金が必要であり、これに応える産業金融¹の役割は極めて重要である。しかし、民間金融機関は、国際金融規制の強化や資本市場における要請もあり、すべてのリスクを取れる状況にない。また、政策金融機関も官民ファンドなどは機能が低下している。機能向上のため官民の新たな連携が必要と考える。

本研究では、政策金融と民間金融の連携の課題を整理し、官民が連携する最適なファイナンス手法の在り方を、制度的背景、先行研究、事例分析の検証を通じて考察し、政策金融の民間金融の呼び水・補完機能が一層機能する提言を目指す。

2. 研究の背景と問題意識

我が国は、GX 分野や半導体産業に限らず、創薬、食品、エネルギー、通信、航空宇宙など多岐にわたる分野・産業でリスクマネーの供給が求められている。更に地政学的リスクの高まりも加わり、その必要性は益々増加している。

民間金融では、都市銀行の預貸率（59.8%）は低く、国際基準行の自己資本比率（連結 14.3%）

²と貸出を増やす余力はあるが、国際金融規制の強化や資本コスト・株価を意識した経営実現の要請の下、資本の頑健性と資本効率（収益性向上）の両立が求められ、リスクコントロールが必要な状況となり、リスクテイク機能が抑制されている。

一方、政策金融も、民間には取れないリスクを補完する役割を担う官民ファンドは、損失計上（図表 1）が政治的・世論的に問題視されることで、リスクを取ることに消極的になっている。

当然、投資にリターンは必要である。そもそも事業が失敗すると明らかなものに資金供給するのは間違いであることは明白である。民間事業者が単独ではリスクが高い採算が低いとする事業に対して、官民ファンドの資金を活用してリスクシェアした結果、損失が生じたのであれば、それは官民ファンドとしての機能（役割）を果たしていると言えるのではないかと。

このようにリスクテイク機能が低下している状況下、官民が連携してリスクを分担し、産業の成長を支える資金供給体制を構築することが急務である。（図表 2）

ここで、本研究上のリスクマネーを定義しておきたい。リスクマネーとは、投資資金の回収不確実性と長期的な忍耐性を覚悟のうえで、その企業や事業の社会性³を評価し、提供する資金のこととする。

図表 1 累積損失を抱える主な官民ファンド(2024 年 3 月末時点)

ファンド	所管省庁	政策に基づく支援内容	累積損失
JOIN	国交省	インフラの海外展開	954億円
CJ機構	経産省	食、アニメなど日本文化の海外展開	397億円
A-FIVE	農水省	農林漁業の6次産業化	162億円
JICT	総務省	通信・放送・郵便事業者の海外展開	123億円
JIC	経産省	スタートアップの育成	118億円

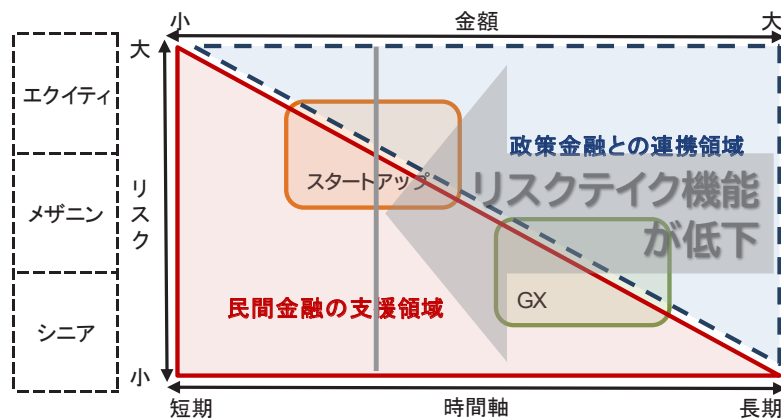
（出所）会計検査院公表資料より作成

¹ 多種多様に異なる産業界の資金需要に対して、最適な資金供給の方法により適切に応えることで、産業の成長発展を金融面から支援するという理念を持って行われる企業金融のこと

² 預貸率、自己資本比率ともに 2025/3 期末時点

³ 個人や組織の行動や存在が社会全体にもたらすプラスの影響や価値のこと

図表 2 政策金融と民間金融のリスクテイクの領域



（出所）筆者作成

3. 政策金融の役割期待

政策金融の投資対象として適切な領域は、政策的必要性和経済的合理性の重複領域である。この領域の中で、不確実性が高く忍耐性を伴う部分に補完機能が期待される。例えば、スタートアップへの支援手段として官民ファンドを採るならば、後年リターンを生むと期待できるもの、すなわち経済的合理性も確保されるものとなるよう強く求められる。他に GX 事業は、事業化まで長い時間軸を必要とする特徴があり、経済的合理性を成り立たせることに不確実性を伴う場合もあるが、政策意義と経済的合理性が重複する領域で成り立つ案件を見極めることは、政策金融の存続の前提条件となる。

従前、かつてのメインバンク制の下、銀行等がエクイティ、デット双方の形で忍耐性の資金供給を行っていた。バブル崩壊後、メインバンク制の崩壊とともに株式持ち合いは解消に向かい、同時に金融規制の強化により銀行のリスク資産の保有には強い制限がかけられ、リスクマネーの供給能力が大きく損なわれた。

4. 政策金融の財源、財政投融資の期待

財政政策において供給される資金には、①一般会計による補助金など渡し切りの「無償資金」、②融資や投資といった、原資の回収を前提とした「有償資金」の 2 種類がある。財政投融資が供給しているのは有償資金である。

財政投融資とは、税財源によらず、国債の一種である財投債の発行によって調達した資金などを財源とする、国による投融資活動で、具体的な資金供給手法には、①財政融資、②産業投資、③政府保証の 3 種類がある。それぞれ原資や会計区分、対象などが異なる。

財政融資は、財政投融資特別会計の財政融資資金勘定において経理され、財政融資の対象は、政策的必要性が高く、かつ償還確実性のある事業と

なる。財投債の発行により調達された資金が活用される。

一方、産業投資は、財政投融資特別会計の投資勘定において経理され、目的は産業の開発及び貿易の振興としており、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、民間資金の呼び水・補完としてのエクイティ性資金などを供給する産投機関に対して、出資等を行う。国が保有する NTT 株、JT 株の配当金等を原資としている。

財政投融資の特徴には、租税負担の抑制されること、事業の効率的な実施が期待できることがある。

財政投融資は「民間にできることは民間にゆだねる」という民業補完性を前提に、平時における公的金融機能が担うべき役割として、①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（中長期の資金供給）」、②情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果（特に非排他性）がある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」、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の「民間資金の誘発」などが挙げられる。

5. 官民ファンド

財務省によると、官民ファンドは、政府・民間から拠出された資金を原資として、政策目的を実現するための投資活動を行うファンドを指している。ここで言う政策目的とは、具体的には、政府の成長戦略の実現や地域活性化への貢献及び新たな産業・市場の創出など、政策的意義のある分野において、民間資金の呼び水・補完としての役割を果たし、民間のリスクマネーの供給を活性化させることとしている。産業投資の手段と位置付けられる。

近年では、主にスタートアップ支援、インフラや天然資源等に係る日本企業の海外展開支援、地方創生、脱炭素化やサプライチェーンの強靱化等の分野への資金供給を行っている。

6. 先行研究

政策金融について小川（2018）では、公的金融の存在が経済成長に与える影響は、国の制度や政治の質に大きく依存するとし、長期的な成長を志向するという観点から見た場合、日本の公的金融のシェアを縮小させることで長期的な経済成長につなげるという戦略よりも、公的金融機関が政治の影響を受けにくい制度の向上を図ったり、ガバナンスを向上させたりする方向での変化を求めていくという方向性もあると述べている。

官民ファンドについて加瀬（2021）では、官民ファンドの失敗について、サブファンド事業の実際の主役ともいえるべき地域金融機関は、ファンド事業のそれ自体を価値のあるものとして重視しているわけではなく、貸出金・資本注入・預け金・有価証券投資等を適度な割合で組み合わせて、安定的で高い収益を求めていることや、支援対象者が何を求めているのかについての分析が欠如していたことなどを挙げている。

7. 本研究における仮説、検証方法

仮説 1：公的機能を向上させるには、個別の支援案件の採否は運営者に任せ、政府は制度設計と信用補完に留まるべきである。

仮説 2：リスクマネーの供給には、政策金融と民間金融でリスクテイク領域を棲み分けるのではなく、信用補完による連携が最適である。

検証は、各官民ファンドの制度や運営、業績などを比較し、差異を抽出する。（分析単位は、個別投資案件単位ごとではなく、ファンド単位で行う）抽出された差異から傾向を導き出す。また、官民が連携した個別事例を調査し、発見した事例から構造を分析し、官民が連携した最適なファイナンス手法を考察する。

8. ケーススタディによる検証

8.1 官民ファンドの比較

比較する官民ファンドは、新規投資を終了し、回収業務のみ行っている2ファンドと有識者委員会によって在り方等を検証された1ファンドの計3つを対象とする。

株式会社農林漁業成長産業化支援機構

株式会社農林漁業成長産業化支援機構（以下「A-FIVE」という）（農林水産省所管）は、農林漁業の6次産業化を支援する目的で、2013年1月

に設立されたが、投資が進まず累積損失が拡大していた。

農林水産省は、2019年12月、2021年度以降は新たな投資は行わず、可能な限り速やかに解散するとの方針を示すに至った。解散期限である2025年度まで、回収業務を行うことで損失の最小化に努めることとし、2025年度末の累積損失を120億円とする計画である。

また、農林水産省が設置した「A-FIVEの検証に係る検討会」によると、原因について、対象とする6次産業化事業の成長性について十分な検証がなされないまま制度がスタートし、想定する投資規模やリターンが過大に見積もられていたなど制度設計上の問題を挙げている。

株式会社海外交通・都市開発事業支援機構

株式会社海外交通・都市開発事業支援機構（以下「JOIN」という）（国土交通省所管）は、海外の交通及び都市開発等のインフラ整備を行う日本企業の海外市場への参入促進と、日本経済の持続的な成長への寄与を目的として、2014年10月に設立された。

2023年度末の実績が計画と大きな乖離があったため、国土交通省に設置した有識者委員会にて、役割、在り方、改善等につき検討し、2024年12月に最終報告されている。

報告書の中では、JOINがパートナー事業者に行ったヒアリングにおいて、民間事業者からは、JOINが関係省庁の意向を過度に気にするあまり、通常のビジネスと同じ対応ができないとの意見も出ている。

有識者委員会の報告を踏まえ、足許は、より着実かつ早期に収益が見込まれる都市開発・物流分野や、事業期間が短い操業段階（ブラウンフィールド）の案件に重点化しつつ、案件の形成に取り組む方針としている。

株式会社 INCJ

株式会社 INCJ（経済産業省所管）は、2018年9月、既存の官民ファンドである株式会社産業革新機構から新設分割する形で発足した。産業革新機構は、2009年7月に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・創出することを目的に設立された。

2025年3月に業務を終了しており、投資決定数144件、累積投資額1兆2,963億円。2025年3月末時点の回収額は、2兆3,260億円の1.8倍となり、1兆円超の利益を獲得した。

図表 3 対象 3 ファンドの比較

項目	A-FIVE	JOIN	INCJ
法人名	株式会社農林漁業成長産業化支援機構	株式会社海外交通・都市開発事業支援機構	株式会社INCJ
根拠法	株式会社農林漁業成長産業化支援機構法	株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法	旧産業競争力強化法
設立	2013/1/23	2014/10/20	2018/9/21
所管省庁	農林水産省	国土交通省	経済産業省
財源	産業投資	産業投資	産業投資
支援手法	出資(直接出資・間接出資) 資本性劣後ローン	出資(普通・優先) 劣後ローン	出資等
投資決定プロセス	支援基準に従い、農林水産大臣の認可を以って支援を決定	支援基準に従い、国土交通大臣の許可を以って支援を決定	投資・Exitの案件ごとに経済産業大臣に直接、意見照会を実施
累積損益	▲190億円(2025/3/31現在)	▲919億円(2025/3/31現在)	10,437億円(2025/3/31現在)

(出所) 各ファンド・各所管省庁ウェブサイトより作成

この3つの官民ファンドの中で特徴的な違いを1つ挙げると、投資実行の意思決定プロセスに存在する。

A-FIVE と JOIN は、対象事業者等に対する投資決定に係る手続きにおいては、主務大臣の認可を必要としている。(株式会社農林漁業成長産業化支援機構法第23条、第25条。株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法第25条、第27条)

一方、株式会社 INCJ における投資案件は、全て産業革新委員会の諮問を経て、取締役会にて最終決定している。所管省庁の関与は、投資・Exitの案件ごとに経済産業大臣に直接、意見照会を実施するに留まる。

政府関与が強いファンドほど、意思決定の柔軟性が失われ、損失計上の傾向が強まる。一方、政府関与が少ない INCJ などは、超過リターンを達成しており、官民ファンドの運営においてファンド自身による判断を尊重することの重要性が示唆される。(図表3)

8.2 官民の連携事例

戦後の政府保証債は、1952年(昭和28年)の発行再開以来、シンジケート団(以下「シ団」という)引受方式(ナショナル・シ団方式)によっている。引受シ団の主な役割は、①債券発行の都度、発行体と「引受並びに募集取扱契約」を締結し、これに基づいて不特定多数の投資家に対し募集の取扱いを行うこと、②募集締め切り日までに応募額が発行予定額に満たない場合にはその残額を引受けること等である。

シ団メンバーは主要な銀行・証券会社で構成されていた。1966年(昭和41年)度から相互銀行と信用金庫、1967年(昭和47年)度から農林中央金庫、1994年(平成6年)度から外国系証券、銀行の証券子会社がそれぞれ加わり、シェアの見直しも行われた。各金融機関は、政策協力的な観

点から参画している。

1998年(平成10年)度からは受託会社と引受幹事が別々に競争入札で選定され、発行体に最も有利な条件を応札した金融機関が受託会社や引受幹事となった。但し、10年債は現在もナショナル・シ団方式による発行が続いている。

政府が回収不確実性を担保することで、民間資金の引き出しが可能となっている。これは、公共性の高い事業において、政府保証が民間金融の呼び水となることを示唆している。

9. 今後注目の事例：GX 推進機構

ケーススタディによって得られた示唆を踏まえ、注目すべき官民が連携し金融支援が存在する。

脱炭素成長型経済構造移行推進機構(以下、「GX 推進機構」という)は、官民協調での150兆円超のGX投資を実現するため、債務保証等の金融支援などを行うことを目的に2024年7月に設立された認可法人である。

GX 経済移行債(国債)を財源とした政府の予算措置を活用し、GX投資に取り組む民間企業に対して、債務保証や出資といった金融支援を通じて、民間金融機関等が取り切れないリスクを補完することが期待されている。2025年9月現在、出資案件1件の支援決定に留まる状況であるが、今後の活動が期待されているところ。当機構第1期となる令和6年(2024)度決算時点では、民間出資金は1,660百万円計上され、2025年9月時点では民間企業83社が出資している。

GX 推進機構も官民ファンドと同様、政策的意義のある分野において、民間資金の呼び水・補完としての役割を果たし、民間のリスクマネーの供給を活性化させる政策目的を有している。一方、官民ファンドの支援基準では「長期的な利益確保」が条件となるが、GX 推進機構では「対象事業活動の持続可能性」が求められる。

金融支援案件における政府関与は、案件ごとに経済産業大臣に直接、意見照会を実施するとしている。

また、債務保証については、信用保証制度のように保証割合を3つの類型で定め、官民での適切なリスク分担を目指している。

10. まとめ

我が国の産業構造転換を支えるリスクマネーの供給に向けては、政策金融と民間金融の連携が必要である。官民ファンドや政府保証債の事例に着目し、政府関与の仕方によって、民間金融の呼び水・補完機能が向上することの示唆を得た。但し、官民が連携したファイナンス手法としての官民ファンドは、官と民の資本コストの違いなどまだ多くの課題が存在する。一方、GX推進機構が目指すような官民の連携の形が、最適なファイナンス手法として確立されるのか注目していきたい。

参考文献

- [1] 小川光（2018）「公的金融のシェアと経済成長」
- [2] 加瀬和俊（2021）「官民ファンドの失敗の原因について－A・FIVEを事例として」
- [3] 財務省理財局「財政投融资レポート2024」
- [4] 農林水産省「A・FIVEに係る検証報告」
- [5] 国土交通省「JOIN 有識者委員会 最終報告」
- [6] INCJ「25/3月までの活動報告と今後の提言」
- [7] 財務省総合政策研究所「『平成財政史－平成元～12年度』第5巻（国債・財政投融资）」
- [8] 日本総研「GX推進機構の金融支援への期待と課題～官民ファンドの課題を踏まえて実効ある支援を～」