事業再編と日本の産業活動の活性化

―産業革新機構の経験からの教訓―

Reorganization of Business lines and Activation of Industrial Activities in Japan

Lessons from Experiences of Innovation Networks Corporation of Japan (INCJ)

大阪商業大学　明石　芳彦

要旨

産業革新機構（INCJ）は、アーリー・ベンチャー、事業再編・統合、海外投資の領域にリスクマネーを供給したが、INCJ の事業成果について、事業全体を見ると十分な回収額（利益）を実現しているし、3 つの事業領域をみても投資元本以上の回収額を得ている。国や地方自治体に納税をし、株主への配当もしている。ただし、事業再編領域での金額の大きい回収額の影響が大きかった。一方、投資人材の育成について、100 名を超える専門人材を生んだ可能性がある。

事業再編・統合については、投資先企業の過半数の株式を取得し、事業内容の改善を進めていくバイアウト・ファンド型投資が特徴といえる。民間のバイアウト・ファンドと比較すると、官民ファンドは収益性と公益性（政策的課題の解決・解消）を両立させる義務があるが、民業補完という観点から、官民ファンドの収益性（利益追求）に上限を設定すべきという見解等についてさらに検討が必要である。

キーワード：事業再編、バイアウト・ファンド、公益性、収益性、政策目標（KPI）

Abstract

This paper focuses the experience of the INCJ to reorganize the corporate formation of Japan. The Government of Japan formed the Government-Private Fund to promote 1) the development of start-ups, 2) the vitalization of established firms by reorganizing the existing business lines that cannot use their business resources effectively, and 3) foreign investments.

The Government-Private Fund must make a profit as well as it must accomplish the policy goals as a mission. It must achieve the double targets at the end of project period.

The INCJ invested 80% of the 144 projects to the start-ups in number of investments, and it invested 60% of the total money to the corporate reorganization category.

The INCJ invested 1282.3 billion yen and got 2326 billion yen as a return. In the business reorganization field, it invested 794 billion yen and got 1,807.9 billion yen as a return. The most remarkable profit seems to come from one big successful investment case: the investment to Renesas Electronics Corporation. The INCJ paid several kinds of taxes to the state and the local governments. The INCJ paid the dividends to the stockholders. Also, there is a possibility that the INCJ may breed more than 100 professional skilled persons through this 15-years- project.

Key words : reorganization of the business lines, buyout fund, public interest, profitability, policy goals (KPI)

1 はじめに

官民ファンドが設立された背景には、日本の産業活動に長期停滞感があり、政府が従来型の政策を行っても産業構造の転換がほとんど進まないうえ、他の先進国や中国と比較してもイノベーションが遅れていることがある。たとえば、大企業は手元資金を持つが国内に投資せず、技術資産を有しているが、それを事業として十分には活用していないか、事業化を進めた場合でも事業は小規模のままである。それら事業を再編すればシナジー効果も期待でき、一つ一つの事業は拡大・活性化しうるという認識があった。そこで、リスクが大きく長期的（投資成果が出るまでに一定期間を要する）投資を民間ファンドが躊躇する状況において、官民ファンドが公的資金

を投じて、産業活動の膠着状態を打開することが企図された。また、既存企業の非中核事業を切り出すなど事業の統合型再編をすすめ、民間企業の積極的行動を惹起し、潜在的な活力の発揮を促すなど、産業構造の新陳代謝を進めることが必要と判断された。なお、資金不足に伸び悩んでいるスタートアップへのリスクマネーを公的機関が提供し、民間融資・投資を誘発する「呼び水」となることも期待された。

本稿は、日本における官民ファンドの考え方を概観し、産業革新機構（INCJ）の事業再編・統合領域での活動概況と成果をみて、そこから得られる教訓等を整理することを目的とする。

2 官民ファンドの狙いと課題

2 1 産業投資と官民ファンド

資金供給には、「融資（財政融資）・投資（産業投資）・保証（政府保証）の 3 つの手法」があり、「産業投資では、政策性の面で、国際的な競争環境の中で日本経済の成長力強化等につながる産業の開発及び貿易の振興に資する民間資金の呼び水・補完となる戦略的な投資で、かつ収益性が見込まれる案件への投資等を行ってい」る（財務省 2024）。産業投資は、財政融資と異なり、リスクが高い事業を対象として主にエクイティファイナンス（「産投出資」）を実施している。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による投資、いわゆるペイシェント・キャピタルであることが特徴である（財務省 2024,p.7）。

一方、官民ファンドとは、「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」を指す。近年は、官民ファンドを通じてリスクマネー供給を強化し、これを呼び水として民間資金を誘発してい」る（財務省 2024）。官民ファンドは主として財政投融資資金からなり、官民ファンドなど元本保全型の資金提供では、その出資金を毀損せず、当初金融資産を毀損なく返納する義務がある。また、政策目的の達成と収益性の実現の両方を追求する点で、官民ファンドは一般会計等からの補助金や助成金とは違う役割をもつ。

筆者の理解では、現在の官民ファンドには、2 つの流れがある。1 つは、中小企業基盤整備機構、企業再生支援機構（現、REVIC）、産業革新機構（2018 年以降、INCJ）など、2009 年 4 月、改正産業活力再生特別措置法（産業再生法）の施行の流れに沿うものである [1]。産業革新機構がリスクマネーを供給することなど、それらは日本企業の活力回復を目的としていた [2]。もう 1 つは、2013 年の日本経済再生・「日本再興戦略」における官民ファンドの活用宣言以降に設立されたものである。

2.2 産業革新機構の設立と事業目的

2009 年、産業競争力強化措置法（産業再生法）に基づき、2009 年 7 月、「産業や組織の壁を越え、オープンイノベーションにより次世代の国富を担う産業を育成・創出する目的」で（株）産業革新機構が設立された。①新規事業創造の推進、②産業活動の革新（事業の潜在性や革新性を有する事業）、③産業活力の再生（既存企業による産業や組織の枠を超えた（大型）事業再編・統合の促進）を投資目的とする。事業に対し出資等を行うことで我が国産業の競争力強化に貢献する。15 年間の時限組織と定められた。

産業革新機構の活動支援基準（「投資基準」）は、①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性が認められる案件である。それは、2010 年 9 月に経済産業省が示した支援の対象となる「特定事業活動」が満たすべき基準であり、①社会的ニーズへの対応の中には、我が国の潜在的な底力からの発揮が、②成長性の中には、民間事業者からの資金供給、および、機構が行う取得する株式等の処分（資金回収）の蓋然性が高いことが、③革新性の中には、大企業等における将来の活用または事業化につなげることを念頭として、ベンチャー企業の経営資源の結集および活用、技術等を核とした事業の再編・統合が含まれている [3]。また、産業革新機構が務めるべき事項として、「特定事業活動」全般について、1)投資事業全体としての長期収益性の確保、2)分散投資となること、3)個別投資案件に関する規律の確保、4)個別投資案件に関する民間投資ファンド等との補完性、5)責任ある投資執行体制の整備が列挙された。

とくに、産業界の再編統合・成長戦略を後押しする産業革新機構は「日本の産業構造の課題として、ピラミッド型の古い産業構造の限界、優れた技術・ノウハウの囲い込み、自前主義による『宝の持ち腐れ』」があり、各産業について「日本は同じ業界内のプレーヤー数が多い。過当競争で低収益、ROE（株主資本利益）が低い」という認識に立っていた [4]。そこで、「大企業の子会社、ノンコア事業の統合によ

る成長志向。　再編統合を進め、グローバルに戦える企業体を創出へ」という見解のもとに、官民ファンドの役割として、「民間ファンドでは出来ないリスクテイク機能への期待、中長期のリスクマネー（＝エクイティ投資）の出し手不足。官民ファンドとしての触媒機能、産業政策ビジョンを実行するための促進剤」と表現されていた。

それは、業界内における大企業の子会社や経営資源が十分に活用されておらず、グローバルに見ると、小規模で競争力に欠けているという認識である。そこで、グローバルに戦える企業体を創出する狙いで、事業の再編統合による成長とグローバル競争力の向上を目標とし、再編統合の加速と再編統合後の経営を支援すること、あるいは、再編統合によるバリューアップの追求を狙うものであった。つまり、産業革新機構の投資では、収益性や実現可能性のみならず、社会的な意義（投資インパクト）を重視し、民間企業だけではリスクが高く投資が困難な分野への投資（民間企業、民間ファンドと協業・協力、呼び水効果）を行い、比較的中期のリスクマネーを提供することがうたわれた。

2.3 官民ファンド創設と公的支援の指針

2013 年 6 月、安倍政権は「日本再興戦略」・日本産業振興プランにおいて、ベンチャー支援を筆頭に据え、官民ファンドの動きを加速することや人材育成に果たす役割も強調した[5]。2013 年 9 月 27 日、「官民ファンドの運営に係るガイドライン」として、成長戦略との整合性、民間投資の呼び水機能、民業圧迫防止、投資採算、EXIT 実現可能性など、官民ファンドの投資活動を定性面と定量面から検討した結果が示された。

2014 年 5 月 26 日、ガイドラインに基づく初めての検証結果報告書として、内閣官房等の「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第 1 回）」（「第 1 回検証報告」）が取りまとめられたが、その中には、それぞれの官民ファンドが監督官庁等と協議して設定した検証可能な政策目標指標（KPI）が提示された。また、人材育成、民業補完、出資対象分野の重複可能性の検討などが示された。これらの KPI とは別に、投資先企業等に関する支援の 1 項目として「誘発された民間投融資額（呼び水効果）」がある[6]。

2014 年 6 月、「投資収益の論理」と「政策目的（公共政策）の論理」の重複領域で機能させること、および、官民ファンドによる公的支援の指針として、次の 2 点が確認された。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の範囲で行う（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。②ファンドの存続には期限を設ける（日本再興戦略、pp.55-56）[7]。

2.4 産業革新機構の政策目標（KPI）の設定

2014 年 6 月の経済産業省による産業革新機構の「政策目標（KPI）の設定について」によると、産業革新機構全体の KPI としては、第 1 は収益性で、投資倍率（回収見込額／投資額）が 1 倍以上の回収倍率（MoC 基準 : Multiple of Cost）と表現された[8]。ただし、「第 8 回検証報告」（平成 29 年 12 月 6 日）以降、長期収益性＝「回収額÷（投資額＋間接経費）」と変更された。第 2 に、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が達成されている件数の比率。目標は 66%以上）である。第 3 に、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。目標は平成 30 年度末までに 10 件以上）、第 4 に、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。目標は件数ベースで 66%以上）、第 5 に、民業補完（民間からの協調出資がなされた件数の比率。目標は 95%以上）が示された。

その他、上記「民業補完」と類似するが、官民ファンド（公的資金）による投資額を上回る民間投資額（含・融資額）を誘発すること（呼び水効果）が期待された。また、専門家人材の育成・輩出など人材育成も追加された（官民ファンドでの業務経験を通じてえた知識やノウハウを、民間企業の中で活用し、広く普及させていくことを指す）。

一方、個別案件毎の KPI は、第 1 に収益性（Exit 時の収益性。マルチプル倍数。目標は 5～7 年で概ね 2 倍以上）、第 2 にインパクト（個別案件毎に客観的な投資インパクトが設定され、達成されていること、第 3 に民業補完（民間からの協調出資がなされていること）、と示された。

3 先行研究での検討課題・論点・示唆

3.1 公的資金投入と官民ファンド

小塩（1998）は、市場の失敗を固定的にとらえる

のではなく、民間企業の新たな行動の可能性を考慮すべきことと、公的セクター介入による社会的便益と社会的費用を常に比較すべきだと論じている。岩本(2001)は、公的金融の存在意義に関連して、「金融部門への介入理由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」と述べ、外部性を除外している（pp.3-5）。官の行動は民の恩恵または社会の利益となる（外部経済効果を生み出す）という見解は、公共の利益を踏まえ政府の働きかけを首肯する行政学領域での公共政策の論理である。一般に、市場取引を経由しない形である人・組織の行為が第三者の利益や損失を生むことを外部性と呼び、政府資金供給は何らかの民間利益を生むが、それは特定の人・組織や地域に対する便益を想定した働きかけであるので、市場の失敗を想定していない状況でも成立する。よって、外部性は公的資金提供を正当化する論理とならない。逆に、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いう副作用も予想されているが、現状では、官民ファンドの資金供給が、市場機能不全を補完する「呼び水」となる背景であるリスク負担、過少投資を説明していないという。岩本(2004)は、民間金融機関の限界を補填する役割として、長期資金供給、事業リスクなどを挙げている。

土居(2005)は、財政規律を回復するため、公的金融の役割を抑制すべきであり、財政投融資での財源補完や、補助金や追加出資による事業上の損失補填に歯止めをかけるべきと論じる。また、出資に対する配当（国庫金納付）の請求など、出資法人に経営の規律を求める。

冨山(2014)は、「『官民ファンドの投資方針』ガイドラインはすべての官民ファンドが満たすべき最大公約数的な共通基準…これを満たすことは必要最低条件に過ぎない」と述べた。また、官民ファンドのストライクゾーンは、投資収益と政策目的の共通集合部分だと示した。

中里(2019)は経済成長を支える基盤の維持、「新規事業の立ち上げや既存事業の拡大を期待できる」こと（p.9）、鈴木(2019)は「政府自身が投資分野や地域、投資先を決める」トップダウンの性格を避けるべき点（p.20）と、サンセット条項があり「解散時に組織に蓄積されたノウハウが散逸され」る負の側面（p.22）、ならびに「補助金でなく、投資を政策手段として選択する以上」「間接経費を含め出資を毀損しない」上でのリターンを求める。

石田(2019)は、サンセット条項があり、限られた期間内で成果を出すことを求められるだろうが、同時に、「自らの EXIT を意識せざるを得ない」ため、ファンドの投資期間終了後に、次のファンド立ち上げが予定されるかどうかによって、現行のファンドでの良好な実績を評価される仕組みや、良いトラックレコードを残すインセンティブが働くかどうかを問う（石田、2019、p.41）。

民業圧迫リスクを回避するため、2019 年、産業投資に対して、資本コストを上回る収益を求める指針が出された。光定(2023)は、サンセット条項が順守されておらず、運用責任者が不透明という。また、民間ファンドでのキーマン条項は存在するのかという（p.15）。

「政策的意義を重視するならば、補助金支出でもよい」など、政策的に真に必要な分野については補助金などで支援していく手段もある（松浦,2019,p.71）。また、投資の本来の主体は民間企業であるという考え方を基本とし、競合ファンドが存在すれば、官民ファンドは縮小していくが、日本でも PE 投資機関の台頭があるので、官の役割は相対的に縮小しているという（松浦,2019, pp.68-69）。

天達(2021)は、「個別投資案件については、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」と論じている。

3.2 事業再編・統合とバイアウト・ファンド

光永・白木(2006,p.16)は企業成長局面に対応させて、バイアウト・ファンドは成熟企業を対象とする点が、新興企業に関心を持つ VC や再生余地のある衰退企業に関わる事業再生ファンドとの違いであり、バイアウト・ファンドは投資先企業の過半数以上の株式を取得（つまり買収）し、経営権を確保したうえで、投資先企業の経営に深く関与し、事業内容改善と企業価値の向上をした後、株式を売却する点が特徴と述べている。また、バイアウト・ファンドに関して、カーブアウトを扱った木嶋[2007]や、日本におけるバイアウト・ファンドの実態や特質を分析した日本バイアウト研究所編(2019)、野瀬(2022)がある。

なお、冨山(2004)は、産業再生機構の取り込みとして、資金提供だけでなく、事業再生に関する経営改革の積極的な支援・関与（買収と経営権取得）、買

取決定から3年以内の債権等の譲渡処分等のプロセスを概説している。

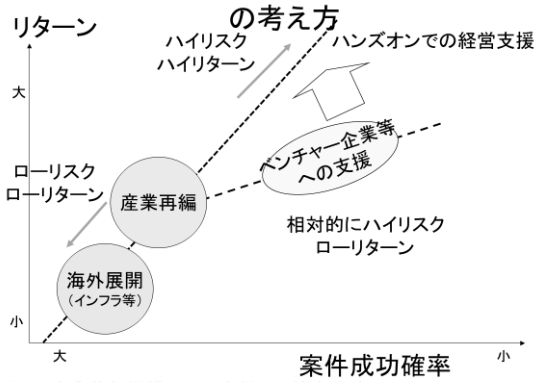
4 産業革新機構の投資事業

4.1 産業革新機構（INCJ）の投資概況

産業革新機構（INCJ）は、アーリー・ベンチャー、事業再編、海外投資の領域にリスクマネーを供給するが、2012年度に、産業革新機構の投資ポートフォリオ・バランスの考え方を図で示していた（図1参照）。

産業革新機構の投資総件数では、LP 出資を通じた投資案件を含まない場合、投資総件数144のうち、アーリー・ベンチャー116件（80.6%）、事業再編・統合12件（8.3%）、海外投資16件（11.1%）であった[9]。

図1　機構の投資ポートフォリオバランスの考え方



出所）産業革新機構（INCJ）資料から筆者作成。

表1には、INCJの投資先企業の概要を示している。事業再編領域の投資対象企業の資本金規模は、1億円～10億円未満が3社、10億円以上が9社である。また、従業員数では、300人未満が2社、301人～2,000人未満が2社、2,001人以上が3社、不明が5社である。

表1　事業再編領域での投資先企業

投資先	業種（INCJ分類）	資本金（億円）	従業員（人）
国際原子力開発㈱	インフラ	2	
衆智達　国際集団有限公司	輸送・自動車	17.7	143
㈱ジャパンディスプレイ	電子デバイス	1	4,141
㈱クレハ・バッテリー・マテリアルズ・ジャパン㈱	素材・化学	10.4	
ユニキャリア㈱	輸送・自動車	187.5	
日本インター㈱	電子デバイス	4.8	286
ルネサス エレクトロニクス㈱	電子デバイス	1,532.1	22,712
㈱ヨシムラ・フードホールディングス㈱	消費財・小売	11.6	1,934
㈱JOLED	電子デバイス	968	260
住化積水フィルム㈱	素材・化学	55	
リバーホールディングス㈱	インフラ	2	
ビークルエナジージャパン㈱	エネルギー	10	834

出所）産業革新機構（INCJ）資料、『日経産業新聞』2015年年1月6日から筆者作成。

表1と表2から、事業再編・統合の投資先企業12社の業種をみると電子デバイスがやや多い。一方、アーリー・ベンチャーではIT等、ライフサイエンスが多いことが投資先企業の産業別構成での違いである。

表2　投資先企業の産業別構成

単位：社、%

	事業再編		アーリー・ベンチャー		
産業区分（INCJ分類）	社数	構成比	社数	構成比	投資額構成比
電子デバイス	4	33	12	10	8
輸送・自動車	2	17	0	0	0
インフラ	2	17	7	6	12
素材・化学	2	17	11	10	3
消費財・小売	1	8	6	5	4
エネルギー	1	8	3	3	3
健康・医療（ライフサイエンス）	0	0	21	18	17
産業機械	0	0	15	13	7
IT・ビジネスサービス・コンテンツ・知財	0	0	33	28	28
戦略的LP投資	0	0	8	7	18
合計	12	100	116	100	100

出所）産業革新機構（INCJ）資料から筆者作成。

4.2 事業再編・統合に関する投資活動

以下では、初めに、1,000億円超の大規模投資案件について概要を確認する。

（株）ジャパンディスプレイ（JDI）[10]

2012年4月、同社の設立時、産業革新機構（INCJ）はJDIに積極的に出資し、JDI株式の7割を保有した。液晶パネルの販売が好調で、2014年3月、上場した。しかし、白山工場の大型投資に反して主要顧客のスマートフォン「iPhone6s」「iPhone7」の販売不振や「iPhone12」で液晶パネルから有機EL型パネルへの全面変更など予期せぬことが重なり（『日経産業新聞』2016年3月18日、同2016年10月9日）、受注不振と固定費高騰から経営危機に陥り、2019年9月末時点で1,016億円の債務超過になった。2014年度から2024年度まで赤字が継続

し、JDI に対する INCJ からの投資額は 4,620 億円（うち出資 3,020 億円、融資 1,600 億円）に及んだ。JDI の場合、再編強化に向けた支援を行い、上場し、株式売却で利益を生むなど、一時的には成功したが、グローバルな市場競争激化で競争力が後退し、最終的には意図した結果に結びついていない。2025 年 3 月、INCJ は全株式を市場にて売却した。

2012 年以降の一時的な「増産に沸いたことでリストラの時期を逸してしまった。管理部門のグリップも弱く、ブレーキをかけられる冷静な人間がいなかった」と志賀俊之は述べている（『日本経済新聞』2025 年 3 月 28 日）。なお、産業革新機構から JDI 社へは社外取締役以外の担当者が派遣されなかった[11]。

ルネサスエレクトロニクス（株）[12]

ルネサスエレクトロニクスは、マイコンで世界市場シェアは 42%だったが、利益を出しにくい状況だった。ルネサスは、統合前の会社の関連部門をすべて持ち込んだこともあり、施設や従業員も過剰で（兄弟会社のエルピーダメモリの従業者数は約 3,500 人、ルネサスは約 4.7 万人）、しかも、親会社 3 社の意向が優先され、自由な意思決定ができない状態だった（『朝日新聞』2025 年 5 月 4 日）[13]。経営上の課題があるなか、2011 年、東日本大震災で主力工場が被災した。ルネサスの製造品は顧客仕様の基幹部品で他に代替がないなど、部品の必要性・緊急性が高かったせいで多数企業の支援があった。2012 年度、経営危機に陥り、2013 年 11 月、産業革新機構がルネサスに 1,383.5 億円の出資を行い、69.1%の株式を取得した。経営を立て直すために、2013 年、元オムロン会長の作田久男氏を CEO として招へいし、2011 年 3 月に 14 あった工場を半減し、従業員も 4.6 万人を 2.6 万人に削減し、携帯電話向け製品の廃止など事業分野を集約した結果、2015 年 3 月期には 3 社事業の統合後初めての単年度黒字決算を果たした。大規模なリストラとともに、自動車メーカーとの不利な契約も見直し、経営状況は回復した。また、2017 年、19 年、21 年に、海外のアナログ半導体企業を買収し、提案型営業を可能とした。2023 年 11 月、INCJ がルネサスの全株式を売却し INCJ の総回収額は 13,932 億円と大きな事業収入となった。

なお、2013 年に産業革新機構からルネサスエレクトロニクスへ転籍し、2019 年から社長兼 CEO となった柴田英利は、買収前のルネサスは「経営者も従業員も銀行も役所も皆が人ごと。誰もが無責任だった」が、事業は「リーダーが覚悟を決めてやらなければ何もできない。」と述べている（『日本経済新聞』2025 年 3 月 28 日）。

（株）JOLED[14]

産業革新機構（INCJ）はアップルがスマートフォンのディスプレイを有機 EL に切り替える方針であることを察知し[15]、最大 750 億円を出資し、2015 年 1 月、ソニーとパナソニックの有機ＥＬ関連事業を統合して、JOLED が設立された（INCJ の出資比率は 75%）。JOLED は「“技術で勝って、事業で負ける”という悪循環を脱しようと一般民間ファンドでは困難な投資を行い、世界に冠たる印刷 OLED 技術を用いた有機 EL ディスプレイの製品化を遂行」した。JOLED は「巨大なベンチャー」とみなされた。INCJ は育成に向けた支援を行ったが、市場開拓が進まず、生産歩留まりも悪く、意図したとおりの結果は出なかった。2023 年 3 月、JOLED は経営不振で 337 億円の負債を抱えて経営破綻し、民事再生法の適用を申請した。なお、INCJ から JOLED 社への派遣者は社外取締役以外にいなかった。

大規模投資先の 3 社は、事業経営面でかなりの課題を抱えていたことが理解できる。なお、出資には至らなかったが、シャープ[16]への出資検討（や産業革新投資機構（JIC）が検討した東芝[17]）もあった。

残り 9 件の投資の概況は次のとおりである。

国際原子力開発（株）

2010 年 10 月、電力 9 社、原子力発電プラント製造 3 社とともに産業革新機構も 10%分を出資して、日本の原子力発電システムの新興国等への新規導入（原子力発電事業の建設、運転保守、人材育成等の技術やノウハウの提供）を円滑に支援するための会社を設立した。2023 年 9 月、INCJ は全株式を同社に譲渡した。

衆智達国際集団（有限公司）

2011 年 6 月、自動車部品加工の中小企業 12 社（受託企業階層レベルでティア 2）が自動車部品の多工程におよぶ加工業務を一括して受注するなどの業務を統括する中国製造事業会社である衆智達国際集団に、事業展開のための成長資金を投資した。2020 年 9 月、INCJ は全株式を AIS CAPITAL に譲渡した。

（株）クレハ・バッテリー・マテリアル・ジャパン

リチウムイオン電池用のハードカーボン負極材を製造・販売するため、伊藤忠とクレハが合弁で2011年に設立したクレハ・バッテリー・マテリアル・ジャパンに対して、2012年8月、伊藤忠とクレハのほか、INCJとクラレが成長(設備投資)資金提供のため出資した（9.9%）。2015年12月、INCJは全株式をクレハに譲渡・売却した。

ユニキャリア（株）[18]

2012年4月、日立建機、日産自動車は、INCJを中心に設立・運営される新会社ユニキャリアの下、フォークリフト事業を行うTCMと日産フォークリフトの事業を統合することで、正式契約を締結した。2015年7月、INCJは全株式を、三菱重工業と三菱重工業系のニチユ三菱フォークリフトへ譲渡した。なお、2017年7月、ニチユ三菱フォークリフトが、連結子会社のユニキャリアと経営統合し、三菱ロジスネクストとなった。

日本インター（株）

2010年10月、電力を制御する電子市部品であるパワーデバイス専業メーカーである同社（当時、東証二部上場会社）が最先端設備の増強、製品ラインアップの拡充、先端技術製品の共同開発に必要な資金を第三者割当増資引き受けの形で提供した。出資後、設備増強した。2015年7月、INCJは全株式を京セラに譲渡した。

（株）ヨシムラ・フード・ホールディングス[19]

2014年2月、中小食品事業を行うヨシムラ・フードHDに対して、事業体制強化に必要な資金をINCJが出資した。食品業界の中小企業をグループ化・再編・統合を進めるためのプラットフォームの活用を目指す。2017年3月、INCJはヨシムラ・フードHDに全株式を譲渡した。

住化積水フィルム（株）[20]

2016年3月、ポリオレフィンフィルム事業を行う住友化学系のサーモと積水化学系の積水フィルムを経営統合する住化積水フィルムホールディングスを住友化学、積水化学、INCJが出資し、設立した。2018年、同社は、住化積水フィルム、サーモ、東包、積水フィルム等と経営統合し、住化積水フィルムとなった。2021年6月、INCJは渡辺パイプ、住友化学に全株式を譲渡した。

リバーホールディングス（株）[21]

2017年10月、産業廃棄物処理とマテリアル・リサイクル事業を手掛けるスズトクとINCJが、業界の中小専門企業をグループ化し、静脈産業の再編・統合を進めるために新しいプラットフォーム会社（リバーHD）を設立した。2019年9月、INCJはリバーHDほかに全株式を譲渡した。

ビークルエナジー（株）[22]

車載用リチウムイオン電池のセルから電池パックまでを一貫製造・販売する、日立製作所系の日立ビークルエナジー(2004年設立)に対して、2019年、マクセルホールディングス（現、マクセル）、日立オートモティブシステムズ（現、日立Astemo）、INCJが投資し、事業分割吸収とともにビークルエナジージャパンに社名変更した。2022年11月、INCJは全株式を日産自動車に譲渡した。

投資先12社の投資内容の類型

筆者の判別によると、事業統合・業界再編の事例はジャパンディスプレイ、JOLED、ユニキャリア、住化積水フィルム、ビークルエナジーであり、業界共同活動の推進や中小企業のグループ化・共同事業の事例は国際原子力開発、衆智達、ヨシムラ・フード・ホールディングス、リバーホールディングスであった。既存企業に対する成長資金提供の事例はクレハ・バッテリー・マテリアル・ジャパン、日本インター、ルネサスエレクトロニクスであった。つまり、事業の再編・統合による新たな事業展開が5件、共同事業会社設立や事業グループ化の基盤会社設立等が4件、成長資金提供が3件であった。

ユニキャリア、住化積水フィルム、ビークルエナジーは大企業の子会社・関連会社等の業界再編事例と言える。また、中小企業のグループ化・共同事業の推進支援も他の経営者に対する意識変化などを含めて波及効果があったと言える。

4.3 再編・統合事業での投資実績等と評価

表3には産業革新機構（INCJ）の各社に対する投資額と回収額を示しているが、投資額は0.2億円から4,620億円まで幅がある。投資先企業の過半数以上の株式を取得したバイアウト・ファンド型投資は、12件のうち確認できた4件を含めて、5〜6割

程度であると思われる。また、資金回収方法は、事業売却が 6 件、元の会社・グループ会社による買戻しが 4 件、IPO が 1 件、清算が 1 件であった。

表3 事業再編領域での投資額・回収額

単位：億円

投資先	実投資額	回収額	損益
国際原子力開発㈱	0.2	未公表	不明
衆智達国際集団（有限公司）	24	未公表	不明
㈱ジャパンディスプレイ	4,620	3,073	-1,547
㈱クレハ・バッテリー・マテリアルズ・ジャパン㈱	100	未公表	不明
ユニキャリア㈱	300	733.2	433.2
日本インター㈱	35	62.4	27.4
ルネサス エレクトロニクス㈱	1,383.5	13,932	12,548.5
㈱ヨシムラ・フードホールディングス㈱	9	26.2	17.2
㈱JOLED	1,390.5	未公表	不明
住化積水フィルム㈱	16.5	未公表	不明
リバーホールディングス㈱	29.3	未公表	不明
ピークルエナジージャパン㈱	101	108.1	7.1

出所）産業革新機構（INCJ）、『朝日新聞』2025年7月1日、各社資料から筆者作成。

次に、2.4 節で示した政策目標項目（KPI）に沿って、再編・統合領域の事業成果を検討する。

4.3.1 収益性

2025 年 3 月末で見て、投資見合い元本（実投資額）は総額 1 兆 2,823 億円、アーリー・ベンチャー2,413 億円（18.8%）、事業再編・統合 7,940 億円（61.9%）、海外投資・資産活用 2,470 億円（19.3%）であり、回収額は総額 2 兆 3,260 億円、アーリー・ベンチャー2,482 億円（10.7%）、事業再編・統合 1 兆 8,079 億円（77.7%）、海外投資・資産活用 2,699 億円（11.6%）であった。事業再編・統合分野の割合が大きい。

ちなみに、ルネサスエレクトロニクスへの投資は 1,383.5 億円、回収額は 1 兆 3,932 億円である。INCJ 全体の投資額に占める割合は 10.8%、同回収額に占める割合は 59.8%であり、事業再編・統合分野の投資額に占める割合は 17.4%、同回収額に占める割合は 77.0%だった。ルネサスの比重は極めて大きい[23]。

4.3.2 インパクト

INCJ の設立理念から言えば、事業の競争力を高めることや、産業の新陳代謝を促進することが期待されている。あるいは、投資先企業の事業領域に変化をもたらすことなど、投資の波及効果もインパクトと見なすことができる。INCJ による事業再編・統合の働きかけで、事業再編の連鎖と言う点では所定目標を達成した事例も多い。また、事業の膠着状況を打開し、活発な事業展開に至った事例もみられた。

4.3.3 投資人材の育成

人材とは、投資前の観点では、投資案件を発掘する人、デューデリジェンスを行う人、投資条件の交渉ができる人であり、投資後の観点では、投資先の企業価値を高める（バリューアップができる）コンサルタント的な専門家（光定・川北,2022,p.34）、あるいは、「公共政策的な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」などを指す（松浦,2019,p.72）。官民ファンドでリスクが高い投資事業経験を積んだ人材が民間企業に移籍した際、官民ファンドでの業務経験・ノウハウを活用して、リスクが高い投資事業案件に取り組むことができるようになることが期待されている。

INCJ の投資事業に関与したプロフェッショナル職員の総数は 145 名という（INCJ 社史編集委員会、2025, p.277）。100 名を超える専門人材を生んだ可能性がある。具体的には、INCJ を退職した人々のうち、起業・ スタートアップ 24%、民間ファンド 26%、事業会社 30%、金融 7%、JIC グループ 7%、その他 6%である[24]。

4.3.4 民業補完

事業再編・統合という観点からみたとき、未公開株式を取得し、事業内容を改善した後、それらの株式を売却するプライベート・エクイティ（PE）ファンドがこの 10 年間に日本でも登場してきた。また、外国資本の民間ファンドはシャープや東芝の大型再編案を提案する入札に参加したが、これらは業務の代替可能性、つまり官民ファンドにとって代わる可能性の高まりといえるだろうか。

官民ファンドは収益性のみならず、公益性（社会的意義や政策的課題の解決・解消）と両立させる義務ないし制約条件がある。官民ファンド（ここでは、INCJ に限定する）でいう社会的意義とは収益性以外の社会的目的を達成することである。官民ファンドの場合、全投資案件で見た平均投資回収倍率は「1 倍以上の低水準」と見なされているので、公益性の実現を義務づけられていない PE ファンドにとって、求められる努力に対するリターンは低い。民間ファンドが求める収益性の「うまみ」は少ないという意味で、両者の事業は補完的関係にあり、民業圧迫はなかったと思われる。

4.3.5 その他の指標

INCJ のその他の KPI であるエコシステム、ベン

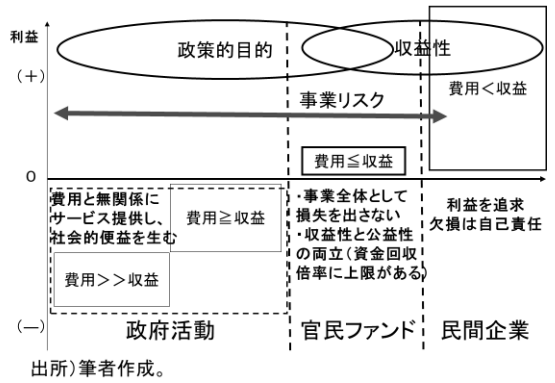
チャー比率は事業再編事業には対応しない。また、民業補完・呼び水効果は資金的誘発や協調出資という点では対応しないか、資金額で見れば未達である。

5 産業革新機構（INCJ）の経験を通じた教訓：事業再編・統合を中心として

5.1 政策目的（公益性）・収益性・高リスク

政府事業の多くは、採算性よりも、事業目的の達成を通じた社会的利益の実現が優先されている。その際、「どれほどの費用を要しても実施する」という必達的基準や「合理的費用の範囲で実施する」という基準などがある。一方、官民ファンドの場合、政策目的を達成し、リスクは高くても、事業ポートフォリオ全体として「費用を下回らない（損しない）」基準となる。もちろん、「費用を十分に上回る収益」領域では、官民ファンドは民業圧迫となる。つまり、図2のような関係になると筆者は理解している。

図2　費用・収益の関係と官民ファンド



出所）筆者作成。

田中（2015,p.100）は「損しなければよい」という指摘とともに、可能な限り高い収益性を追求すべきだと論じている。結果として高い収益性を実現することはあるかもしれないが、公益的政策目標の実現と最低限の収益性の確保を義務付けられている官民ファンドにとって、官民ファンドの民業補完という観点から、官民ファンドの収益性（利益追求）には上限を設定すべきという見解がある（個別案件でなく、全投資案件についての平均マルチプル倍数MoCに上限を設定している）。よって、高い収益性の追求をKPIと設定することは無理があるだろう。

また、政策の目的や効果は首肯できるが、収益を見込めないならば、補助金で対応する一方、政策の目的や効果を首肯できるとともに、ハイリスクであっても、投資資金を毀損しないレベルでの収益も見込めるならば、財政投融資資金（官民ファンド）で対応できるという関係となる。

官民ファンドは政策目的の達成を主目標としつつ、事業全体としては収益性も確保する。結局、官民ファンドの事業経営は民間ファンドと事業目的が異なるため、ハイリスク・ハイリターン事業という次元にとどまらず、何を対象とし、達成目的をいかに設定するかの政策的な見地を考慮しなければならない。

5.2 事業再編・統合と官民ファンド

産業再編は、原則として、民間企業の主体的な行為に依存する。だが、本来、新たな事業展開に向かうべきである当事者が、資源を抱え込んだまま、事業面で膠着状態となっている多くの実態がある。企業が有望な技術等を非コア事業として保有していながら、それを十分に活用できない場合に、しかも、企業の自発的な事業再編・統合など市場競争を通じた動きが見込めない場合、第三者が、何らかの形で、その非コア事業の切り出しを伴う事業再編のきっかけを作る可能性はある。結果的に、新たな事業展開や業界再編が進むかもしれない[25]。このような文脈では、産業新陳代謝のきっかけづくり、および、事業や企業の価値向上への働きかけ業務を、官民ファンドが担っている（INCJの事業目的）と解釈できる[26]。

事業再編・統合では、官民ファンドがPE投資の手法を用いて、バイアウト・ファンドの機能を果たすこともある。バイアウト・ファンドは投資先企業の株式の過半を取得（買収）し、経営権を取得後、本来あるべき事業の姿を目指した経営改革案や事業計画を立て、十分に実行していなかった改革を進め、価値向上に向けた徹底的努力（経営計画の見直しと実行、経営陣派遣・経営者の交代、労務管理・人的体制の見直し、補強資源の調達、提携先の探索、費用削減、販売促進、外部との連携）を大胆に、一気呵成に行う。そして、成長資金を提供し、企業価値を向上させて、株式を売却する。

短期間に投資資金を回収しようとする投資家の描く事業計画は、事業会社で作られる計画と比べて、金銭的な成果指標（利益率、企業価値額など）を重視するだろう。目標とする指標が金銭的リターン拡大と明快であるがゆえに、なすべきことも特定され、ドライな対処策がとられやすい。バイアウト・ファンド型投資が妥当な場合、資金注入だけでなく「大

胆な」経営改善（ハンズオン）が求められるので、補助金政策では解決不可能な状況にも対処できる。その意味で、事業の切り出し・再編・統合の場合、官民ファンドによるバイアウト・ファンド型の働きかけが有効と言えるだろう（一部事業会社の経営にはそれほどまでに課題が多い）。

5.3 産業新陳代謝と官民ファンド

産業の新陳代謝を進めること（新興企業振興に限定されず、未来に向けた事業再編・統合や事業基盤構築）がINCJの政策的事業目標の１つである。この時の投資目的とは、将来日本の産業活動に必要不可欠な要素・要因の保全やその有効活用であり、大企業の中で未使用状態の技術や事業を切り出し、「思い切った事業再編を断行し、企業として、産業として新陳代謝を促進する」（日本再興戦略、p.3）ことである。投資し、新たな事業展開や経営改善の働きかけを行う際、未来の姿が明確なときとそうでないときもあるかもしれない。それでも、投資（再編・統合）して変化を起こす、つまり、産業（業界）内の構造を変えることをきっかけに、民間企業の主体的行動が生じてくることが望まれているのであろう。

官民ファンドの資金は政府出資分が大半であるが、投資決定は基本的に民間企業人の発想・視点や経済合理性の基準から決定され、政府の考え方に直接には基づいていない。官民ファンドの働きかけは、公的資金の運用を民間企業人の視点で判断し、かつ、事業全体としては公益性も収益性も実現する義務が課されている。市場での通常の投資収益状況を加味しつつ投資決定する点で国・政府だけの視点による国・政府の直接事業とは異なる進め方となっており、政府の指示や指針が先決的に存在しない（国の政策目的に沿う国の指示や働きかけではない）という点で政府誘導策とは異なる。反面、投資先企業の意向として、既存事業形態の大幅な変更（事業の切り出しなど）を望まないことも出てくる。その意味で、官民ファンドの意図や期待の実現には限界もある[27]。

INCJは、企業成長局面で見て創業期のベンチャー企業と成長後期の成熟企業を対象とした。事業再編・統合の働きかけは、ある意味で、産業構造変革政策の性格を持っているが、投資先は新技術開発や新産業推進の初期段階ではなく、既存技術活用や産業活性化など成熟段階の状況改革となり、投資判断と経営改善の働きかけの面で従来の産業関連政策との違いもある[28]。経営上の採算見通しをより厳格にとらえた判断と投資後の経営に関する逐次の点検・対応がなされるため、資金の多くを国が拠出していても、投資判断を民間企業人の視点で決める官民ファンドの方が補助金政策よりも望ましいと言える。ただし、社会的に必要な財・サービスを供給している成長後期局面にある成熟企業、あるいは、さらなる成長が期待された企業が一時的な経営不振の状況に陥った場合、官民ファンドの資金投入が「過度の」支援策とみなされてしまう恐れもある[29]。また、特定の産業・事業を振興しようとする政府の見解と民間企業や官民ファンドの意向が異なる状況では、資金規模（またはリスクと長期の資金供給）が大きい投資での多くで、伝統的な補助金方式となることも示唆される[30]。こうした状況を政策理論的にどのように理解するかについては、さらなる検討を要する。

6 結びに代えて

6.1 分析して分かったこと

INCJの事業成果について、事業全体および3事業領域別にも投資額以上の回収額を得て、国や地方自治体に納税をし、株主（主に経済産業省）への配当もしている。ただし、金額の大きい事業再編領域（とくにルネサス）の回収額の影響が大きかった。INCJのKPIに関して、収益性、インパクト、人材育成は目標を達成している。エコシステム、ベンチャー比率は、当事業には対応しない。民業補完・呼び水効果は資金的誘発や協調出資という点では対応しないか未達だと思われるが、事業再編の連鎖と言う点では所定目標を達成した事例も多い。「官民ファンド」に固有の特徴として、高リスクへの対応、大規模投資への対応、（1倍以上だが）平均として低い収益性に甘んじることなどが基本であった。

また、大型投資を含む事業再編・統合の場合、投資形態はバイアウト・ファンドの手法をとる。バイアウト手法は投資先企業へのマジョリティ出資（買収型）とハンズオンで経営内容の改善を行う。既存産業の競争力強化に向けた事業再生・統合（および大型事業推進）では、経営上の採算見通しに関する厳格な判断と投資後の事業経営に関する逐次の点検・対応がなされる点で、補助金提供よりもバイアウト・ファンド型投資の方が望ましい。つまり、資金の多くを国が拠出していても、民間企業人の視点で投資判断し、経営内容をフォローする官民ファンド固有の特徴を確認できた。ただし、バイアウト・

ファンド型は一定期間内（約5年後）に株式を売却することを前提に投資することが多いなど、投資期間は相対的に短い。経営内容の改善が費用削減に限定されるならば、短期的に企業価値は向上するとしても、投資先企業の中長期的な事業競争力を高めることに結び付くかについて、若干の検討課題は残る。

6.2 今後の課題

岩本（2004）は、公的資金供給は、長期資金供給と事業リスクに対応すべきと述べたが、長期資金と言うときの長期とはどれほどを指すだろうか。官民ファンドでは民間投資ファンドでのexit期間より長い期間を想定できるかもしれない。また、光永・白木（2006）は、バイアウト・ファンドが成熟企業を対象とすると大枠を示したが、本稿で見たINCJの事業再編・統合の場合、会社設立後さほどの時間が経過していなくても、経営改善のために投資先として選ばれた事例がいくつかあった。産業成熟状況にこだわらず、必要に応じた働きかけなど、官民ファンドのバイアウト・ファンド型の投資アプローチについて、関連要因や実施条件を政策理論的に整理することが望まれる。

最後に、現在利用できるデータはファンド事業全体としてのKPI指標に関連したものが大半である。個別案件でのKPI達成情報は、すべての官民ファンドにおいて公表されていないので、現状では比較も分析もできない。個別案件に関して、もう少し具体的なデータを活用して分析することは今後の課題となる。

【謝辞】

本稿作成にあたり、INCJの豊田哲朗氏、東伸之氏、芦田耕一氏、大重信二氏、遠藤弘哉氏から数度に及ぶリモート面談その他できわめて多くのことをご教示いただいた。心から感謝しています。また、小林稔氏（北陸先端科学技術大学院大学）からの有益なコメントと、2名の匿名査読者の有益な助言にも感謝している。本稿での過誤はすべて筆者個人の責任であることは言うまでもない。

【注釈】

1）冨山(2004)によると、産業再生機構（2003-2007年に活動）の役回りは事業破たん企業への救済であり、それはPEファンド兼ターンアラウンド・マネジャー兼投資銀行と表現される。そして、事業としては、対象企業の再生可能性を確認し、買収後、3年以内に譲渡するプロセスなどと概説されている。

2）2009年4月、改正産業活力再生特別措置法、施行。出資用件は、売上高が2割以上下落、従業員数が5,000人以上の企業であった。エルピーダ、日立製作所、東芝、パイオニアなどが関心を示した（『週刊アエラ』2009年6月1日、p.69）。

3）経済産業省告示第七号、平成26年（2014年）に準拠。

4）「日本の産業構造の課題として、①ピラミッド型の古い産業構造の限界、②優れた技術・ノウハウの囲い込み、自前主義による「宝の持ち腐れ」、③「ものづくり」と「サービス」の接近と融合への対応、④業種なき産業構造への対応」、 民間ファンドでは出来ないリスクテイク機能への期待、中長期のリスクマネー（＝エクイティ投資）の出し手不足。官民ファンドとしての触媒機能、産業政策ビジョンを実行するための促進剤、時限的な組織」と書かれている（「産業革新機構　回顧と展望について」2017年4月18日、p.1）。

あるいは、「日本は同じ業界内のプレーヤー数が多い。過当競争で低収益、ROE（株主資本利益）が低い。大企業の子会社、ノンコア事業の統合による成長志向。 再編統合を進め、グローバルに戦える企業体を創出へ　 業績の良い時期にこそ、成長戦略を推進すべき」と示された（「産業革新機構の投資活動 2017年度上半期の活動を中心に」 2017年11月1日、p.15）。

「大型産業再編の実現とバリューアップ支援、 様々な業界において大型の産業再編・統合を実現・推進　 マジョリティ株主として統合後の経営戦略、事業戦略の策定や追加M&Aを積極的にサポート。 Exitを通じて再編を加速させ、グローバル市場で戦える企業の創出」と提示されている（産業革新機構「回顧と展望について」2017年4月18日、p.8）。

5）それに先立ち、2008年6月、「今後の産業投資の在り方について」に代表される官民ファンドを推進する動きがあった。また、2012年5月、金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方について」、および、2013年2月、経済産業省「新事業創出のための目利き・支援人材等事業」が示されるなど、公的資金によるスタートアップ推進関連施策が示された。

6）呼び水効果とは、「民間からの直接出資、GP出資、LP出資及び融資の総額」である（「第3回検証報告」による）。投資先企業等に関する支援の項目をすべて列挙すると、直接出資、ファンド出資（GP出資、LP出資）、融資、債務保証、債権買取、人的支援、呼び水効果である。

7）2018年4月、会計検査院が、監査結果を公表した。例えば、計画に比べて実施している支援（投資）状況が少ない場合や、適切とは言えないKPIが用いられている場合や、KPIを設定していないファンドや、総資産が資本金等を下回っているファンドがあると指摘した。さらに、平成28年度までで見て、6官民ファンドで投資倍率が必要投資倍率以下であり、6 官民ファンドで累積損失状態であると問題点を指摘し、是正勧告した。

2019年6月には、官のお墨付きを求めるスタートアップが資金調達先を官民ファンドに集中させて、結果としての民業圧迫と

ならないために、資本コスト（投資額＋間接費、機会費用）を上回る投資基準が産業投資に導入された。2020 年 4 月以降、KPI による新しい評価の側面として、①効率経営（間接経費比率、一人当たり家賃、等）、②ガバナンスの確立（投資委員会が決定することや、大臣意見もありうること）、③情報開示（個別案件ごとの開示、等）という意見もあった。

8）産業革新機構の投資成果測定は基本的に投資倍率だが、「第 8 回検証報告」（平成 29 年 12 月 6 日）から、機構全体に関する投資倍率とともに IRR が参考として示された。なお、INCJ の方との面談（2025 年 2 月 21 日）でも、個別案件では投資倍率は 2 倍以上でないと投資しない（できない）と伺った。

9）事業再編に関連して、公的資金の民間企業（事業会社）への注入開始（産業再生法の適用）という点で、経営状況に課題があったパイオニア、エルピーダメモリ、シャープ、日立製作所、日本航空の名前が新聞記事に出た（『日本経済新聞』2009 年 4 月 22 日、同 5 月 23 日 5 月 23 日。その他、『週刊アエラ』2009 年 6 月 1 日など）。産業革新機構は、2012 年 2 月、エルピーダには結果として出資しなかった。2016 年 4 月、シャープにも出資できたはずだった。2023 年 9 月、東芝に結果として出資しなかった。

10）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.77-85）。

11）INCJ が JDI に派遣した社外取締役が、JDI の営業利益などの目標値を実質的に決定していたが、それが原因となって JDI で不正会計が生じた（『朝日新聞』2020 年 7 月 28 日）。また、巨額の虚偽記載金額となった『日本経済新聞』2020 年 12 月 23 日）。

12）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.87-90）。

13）なお、エルピーダメモリの場合、NEC と日立製作所が DRAM 事業部を統合して 1999 年にエルピーダメモリを設立し、2003 年三菱電機が加わった。2002 年、東芝が DRAM から撤退したので、国内で唯一の DRAM メーカーとなった。2008 年 3 月から赤字状態に陥り、日本政策投資銀行から 300 億円の出資と 100 億円の融資を受け、3 都市銀行からの協調融資 1,000 億円も受けたが、資金繰りの懸念が続いた。事業再構築計画（再生法の再認定）で一時的に経営は回復したが、市況の下落や資金繰りの悪さ、メインバンクの欠如などが重なり、2012 年 2 月 27 日、エルピーダメモリは経営破綻し、会社更生法を申請した。2012 年、マイクロン・テクノロジがエルピーダメモリを買収した（600 億円で全株を買収）。買収後、モバイル DRAM の需要が増進し、800 人の雇用追加ともなった。後藤（2014, 13, 15 章）は日本航空とエルピーダの事情を比較分析している。

14）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.98-101）。

15）『朝日新聞』2024 年 1 月 21 日による。なお、JOLED 社の技術者が言うには、2015 年の設立時点において、将来の事業性を期待できていなかった（『日本経済新聞』2023 年 3 月 29 日）。また、「おそらく取引先も金融機関も、当の経営陣でさえ黒字化するとは思っていなかっただろう。赤字でも債務超過でも取引が継続されてきたのは、INCJ の信用補完があったからだ」「今回、バックに官民ファンドがついていても倒産するときには倒産することが示された」（『日経産業新聞』2023 年 6 月 15 日）。

16）2005 年度まで、松下電器産業とシャープの液晶テレビ事業は突出した利益を上げ、それ以外の企業は営業赤字だった。

2009 年 10 月、シャープは液晶パネル生産のため約 4,300 億円をかけて大阪府・堺工場を稼働させた。 2011-2012 年度、シャープは 9,000 億円の赤字を出した。その後も大幅な赤字状態が続いた。2016 年 4 月、みずほの調整でシャープと JDI の液晶事業の統合案が進んだが、最終段階で鴻海精密工業が高値を示し、逆転して獲得した。「革新機構は、シャープと JDI の液晶事業を統合する構想を描いた。関係者によると、スポンサーはいったん革新機構に決まりかけた。…ところが、選ばれたのは、革新機構を上回る額を提示した鴻海だった」（『朝日新聞』2023 年 5 月 28 日）。

なお、INCJ は「シャープを解体し、別の会社も含めた家電業界の再編を試みたが、シャープは一体として残る選択」をした（INCJ 記者会見、2025 年 6 月 30 日、スライド 17）。関連した記述は INCJ 社史編集委員会 (2025,pp.68-69)にもある。

17）「東芝が 6,000 億円の増資を実施した。引き受けたのは全て海外の投資家」であり、「投資家の中に日本の機関投資家や投資ファンドが見当たらない」。「証券法制の曖昧性もあり、日本には「リスクマネー」の供給者がいないことが明確になった。」「銀行団は東芝に対し、メモリー事業の売却による債務超過の回避と貸付金の返済を迫るだけであった。」（「日本でもリスクマネーを」（『日本経済新聞』「大機小機」、2017 年 12 月 21 日）。これは（政府系ファンドと訳される）ソブリン・ウエルス・ファンドが日本に不在という指摘だった。

18）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.85-87）。

19）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.112-115）。

20）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.96-97）。

21）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.93-95）。

22）INCJ の視点から事業展開の説明がある（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.105-108）。

23）INCJ 全体として、2016～2023 年度の利益に対する法人税（国

税）と法人住民税・事業所税（地方税）などの納税（租税公課）は 2,872 億円であった。また、配当額も 1,182.4 億円あり（平成 26，30 年度、令和 5 年度分）、国の株主構成比率 96.45%を考慮すると、国には 1,140.4 億円の配当額が入っている。他の官民ファンドの多くが赤字状態である（地方税の法人住民税の均等割分は収めているだろうが）ことを考慮すると、これらの各種納税額も特筆すべきで成果である。なお、2018 年の組織改編時に、INCJ は利益剰余金 1,899 億円を JIC に引き継いでいる。また、法人税等の累積額は 3,341 億円、累積配当額は 1,757 億円という（「INCJ 定例会見　2024 年 3 月期の活動報告と今後について」2024 年 7 月 30 日）。

24）INCJ 社史編集委員会 (2025, p.277)、および、旧機構・INCJ を退職したプロフェッショナル職員の転職先の類型分類による（2025 年 3 月末時点。(株) INCJ「INCJ 記者会見 2025 年 3 月期までの活動報告と今後への提言」2025 年 6 月 30 日）。

25）民間企業にとって収益力を高め、安定的に利益を上げるためには、開発力や製造力だけでなく、販売力や費用管理能力が重要である。官民ファンドの資金提供や事業再編・統合の検討とは別に、事業再編・統合後の経営問題（企業としての事業経営能力の回復や刷新という問題）の存在が垣間見える。産業競争力の強化を検討する前提条件として、個別企業の事業経営能力を引き上げ、事業経営内容を安定化することが求められる。

26）「半導体業界の将来における未来絵図ともいえる青写真を検討し、事業会社への働きかけを行ったが、最終合意までは至らなかった」INCJ 記者会見、2025 年 6 月 30 日、スライド 17）。

27）業界再編やシャープの事例に関する INCJ の限界もあった（INCJ 社史編集委員会、2025, pp.55-57,68-69,339-340)。

28）筆者の理解では、従来の産業政策は技術開発など販売事業と直結しない（pre-competitive）領域に限定していたが、近年、各国は製造・販売と結びつく積極的な産業振興策をとるようになった。また、従来日本の産業構造政策は、衰退産業の資源を円滑に他産業に移動させることに主眼があった。

29）INCJ は大企業の産業再編への深入りや経営不振に陥った企業の救済に偏っているとの批判はマスメディアからあった。たとえば、「最も問題含みなのは大企業の事業部門分離の支援だ」『日本経済新聞』2009 年 7 月 25 日、社説)。「経営難に陥ったルネサスへの出資」『朝日新聞』2018 年 5 月 17 日、「経営不振に陥ったジャパンディスプレイ向けなど救済色がにじむ資金供給」（JDI に対する 2014 年以降の出資）（『朝日新聞』2018 年 11 月 9 日)。「市場から退出しなければいけない企業の延命はしない」。この言明は、JDI を指して、「収益性と政策目的の達成という二兎を追う難しさ」とも表現された（『朝日新聞』2019 年 12 月 11 日)。

30）エルピーダメモリに関して、国として必要な事業であり技術だったが、支援するプレーヤーがおらず、「政府の支援が中途半端だった。良いところまでいっても途中で手を引いて民間任せにしたことが、失われた 30 年を招いた」と、国の政策的関与が不十分だったという反省もあるという（『日本経済新聞』2025 年 1 月 24 日)。また、2020 年、経済産業省の官僚は、最先端半導体の生産をルネサスに打診したが、ルネサスは断ったため、政府としては、ラピダスを立ち上げる必要に迫られたと述懐している（『朝日新聞』2025 年 5 月 4 日)。

【参考文献】

明石芳彦(2024)「イノベーション推進政策とスタートアップの位置」『Venture Review』No.44、pp.1-11.

明石芳彦(2025)「エレクトロニクス産業の大変容」塚原修一編集代表『[新通史]日本の科学技術:世紀転換期の社会史2012年-2022年』第2部、明石芳彦編「産業」の部、原書房、ページ不詳、2025 年刊行予定。

天達 泰章(2021)「官民ファンドの収益面からの分析」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、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、September.

土居丈朗(2005)「公的金融改革の方向性」伊藤隆敏・H. パトリック・D. ワインシュタイン編・祝迫得夫 監訳『ポスト平成不況の日本経済--政策志向アプローチによる分析--』日本経済新聞社, pp.179-213.

後藤文人(2014)『日本クレジット市場の特徴と投資分析』中央経済社

保志 泰・神尾 篤史(2014)「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～」『大和総研研究季報』2014 年 春季号 Vol.14、pp.56-79.

石田幹人(2019)「法制面からの官民ファンド分析」『証券アナリストジャーナル』11 月、pp.33-42。

岩本康志(2001)「日本の財政投融資」、『経済研究』、52(1)、2-15

加納 宜敏・岡 千晴(2020)「プライベート・エクイティと日本市場」『三菱 UFJ 信託資産運用情報』1 月号、pp.1-14。

川村雄介監修・著、金融財政事情研究会編(2015)『官民ファンド活用ガイド』きんざい。

木嶋豊[2007]『カーブアウト経営革命』東洋経済新報社。

金 融 調 査 研 究 会(2015)「中期的にみたわが国公的金融のあり方」（一社）全国銀行協会金融調査研究会事務局、2015 年 3 月。

松浦茂(2019)「官民ファンドの動向と課題」『レファレンス』816、2019-01-20、国立国会図書館調査及び立法考査局、pp.47-71。

光定洋介(2022)「プライベート・エクイティ・ファンド」三好秀和編『新版　ファンドマネジメント大全』第 9 章、同友館。

光定洋介(2023)「株式取得に関連する日本の公的マネーの分析」『証券アナリストジャーナル』4 月、6-17。

光定洋介・川北英隆(2022)「我が国における公的エクイティ性資金

の機能の状況―官民ファンドの可能性とリスクについて」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和4年第1号（通巻第147号）2022年3月、pp.1-37。
光定洋介編著・白木信一郎著[2006]『投資ファンドのすべて:投資信託、バイアウト、ヘッジファンドなどの全容』金融財政事情研究会。
中村 洋介(2019)「国内ベンチャーにとっての官民ファンド」4 月18 日、日生基礎研
中里幸里(2019)「成長資金供給と官民ファンド―期待と課題―」『証券アナリストジャーナル』11 月、pp.7-15。
日本バイアウト研究所編[2019]『（日本企業のバイアウト）新・事業再編とバイアウト』中央経済社。
野瀬義明[2022]『日本のバイアウト・ファンド』中央経済社。
小塩隆(1998)「公的セクターの役割とその再検討」富士通総研『Economic Review 』12(1)、pp.47-70
坂本幸雄(2013)『不本意な敗戦―エルピーダの戦い』日本経済新聞出版社。
(株)INCJ 社史編集委員会 (2025)『産業革新機構　INCJ 15 年の軌跡』INCJ。
宍戸善一(2022)「ベンチャー・キャピタル市場の活性化と 政府の役割」内閣府、2 月21 日。
鷲見 和昭(2020)「わが国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの可能性 ―アイデアとコミットメントのあるファイナンスへの期待―」『BOJ　Reports & Research Papers』、日本銀行、12 月。
鈴木正明(2019)「ベンチャー支援官民ファンドの意義と課題」『証券アナリストジャーナル』11 月、pp.16-25。
田中秀明(2015)「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―」全国銀行協会金融調査研究会報告書『中長期的にみたわが国公的金融のあり方』金融調査研究会、第 4 章、pp.61-105。
冨山和彦(2004)「産業再生機構が果たしている役割と機構後に向けた課題」「事業再生市場の現状と今後の課題に関するシンポジウム」パネルディスカッション参考配布資料、平成16年9月7日
冨山和彦(2014)「『質的補完』分野における産業投資のリスクと課題」、財政制度等審議会　財政投融資分科会。
薄井繭実(2016)「官民ファンドの現状と課題」『立法と調査』No.383、pp.36-48。決算委員会調査室（参議院事務局企画調整室編集・発行）

【資料】

中小企業庁「中小企業の成長を支える新たな資金調達のあり方について② 事務局説明資料」2022年3月30日
（株）INCJ「INCJ 定例会見 2023年3月期の振り返りと今後について」2023年8月9日
（株）INCJ「INCJ 定例会見　2024年3月期の活動報告と今後について」2024年7月30日
（株）INCJ「INCJ 記者会見 2025年3月期までの活動報告と今後への提言」2025年6月30日
『日本経済新聞』「INCJ 試行錯誤15年」上・中・下・インタビュー編、2025年3月24～27日。
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」平成30年4月。
経済産業省「株式会社産業革新機構の業務の実績評価について」平成30年度～令和4年度
経済産業省「株式会社産業革新投資機構の業務の実績評価について」令和5年度
「中期的にみたわが国公的金融のあり方」金 融 調 査 研 究 会、2015 年3月
金融庁「事務局説明資料 （成長資金の供給のあり方に関する検討）」令和3年2月18日（2021年）
日本経済再生本部「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」平成25年6月14日、首相官邸ホームページ（日本経済再生総合事務局）。
「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。令和4年12月21日一部改正。
内閣官房・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1回）」平成26年5月26日～「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16回）」令和6年12月17日
産業革新機構「産業革新機構　回顧と展望について」2017年4月18日、
産業革新機構「産業革新機構の投資活動2017年度上半期の活動を中心に」2017年11月1日
財務省理財局「財政投融資の現状と課題について」2024年4月19日
財務省理財局「産業投資について」2024年5月24日
財務省理財局財政投融資総括課『2024　財政投融資リポート』財務省理財局。（本文中では、財務省2024、と示す）
財務省理財局財政投融資総括課『2021　財政投融資リポート』財務省理財局
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「今後の産業投資の在り方について」平成20年6月。