

案件別事後評価：海外投融資事業 評価結果票 (2-4)

外部評価者： 深澤 哲 (株式会社 日本経済研究所)
 立脇 正義 (株式会社 日本経済研究所)
 内山 由紀子 (株式会社 日本経済研究所)

評価月：2010年6月

国名：	全開発途上国		
案件名：	国際協力プロジェクト推進事業 (残高なし出資案件)		
出資承諾日：	1989年3月	出資承諾額：	6,300百万円
出資実行年：	1989年、1992年、1994年	出資実行額：	6,300百万円
JICA 出資先：	株式会社形態の本邦投資会社 (出資構成：JICA、本邦民間企業 131社および産業団体による出資)		
General Partner：	該当なし		
Limited Partners：	該当なし		

事業目的：	貿易黒字の還流を目的に民間ベースでの国際協力として経済協力性の高い開発プロジェクトに対する出資を行うことにより、これらのプロジェクトの資金的制約の解決を図り、もって累積債務国を中心とした開発途上国における外貨獲得、雇用創出に寄与すること。
-------	---

項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
妥当性：	(1)開発政策との整合性 投資プロジェクトの選定ガイドライン上、「相手国政府の支援がとりつけられる、あるいは相手国でのプライオリティが高いプロジェクトであること」を要件とすることで、受入国の開発政策との整合性を図る。	(1)開発政策との整合性 入手可能な資料に限りがあるため、全案件については確認できないが、確認できる範囲では、受入国政府の支援またはプライオリティ内での位置づけについてサブ・プロジェクトの審査時に確認されている。さらに、本事業のストラクチャー (民間企業が開発プロジェクトに参画する) を民間活力の活用という観点から見ると、昨今世界銀行を始め様々な国際機関がインフラ投資を中心に Public Private Partnership を謳っており、共通する点がある。	案件計画および実施中は「相手国政府の支援がとりつけられる、あるいはプライオリティが高いプロジェクト」であることを投資要件に入れることで、開発政策との整合性が一定程度担保されていた。民間活力の活用という観点からは、国際機関の開発政策と整合性がある。
	(2)開発ニーズとの整合性 投資プロジェクトの選定ガイドライン上、「相手国政府の支援がとりつけられる、あるいは相手国でのプライオリティが高いプロジェクトであること」を要件とすることで、投資案件が開発ニーズの高い案件であることを担保する。	(2)開発ニーズとの整合性 「相手国政府の支援がとりつけられる、あるいは相手国でのプライオリティが高いプロジェクトであること」は案件実施中もサブ・プロジェクトの選定ガイドラインに含まれており、プライオリティの高いサブ・プロジェクトが選ばれるよう、担保されていた。投資案件は、先方政府からの直接的な協力要請に基づいた	サブ・プロジェクト選定にあたり、対象国・セクター (または企業規模) が特定されていないため、対象国の開発ニーズとの整合性を確認することは容易ではない。しかしながら、開発ニーズとの整合性が投資プロジェクトの選定ガイドラインに含まれているため、事前・事後ともに相手国での開発ニーズとの整合性が

項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
	<p>(3)日本の政策との整合性 日本国にとって黒字資金還流は最重要課題の一つであり、開発途上国の経済社会開発、構造調整および債務問題の解決に資するため、1986年以降300億ドルの資金還流措置を実施している。</p>	<p>もの他、外貨獲得産業、高付加価値産業の育成、雇用創出といった効果の見込まれる案件であった。</p>	<p>高いと推量できる。</p> <p>案件開始当時（1980年後半）、日本は膨大な貿易黒字を開発途上国に資金協力を通じて還流するという課題を抱えており、本件の構想については、政府から事業に関連した産業団体に打診があり、両者の協議を踏まえ事業として具体化したもの（関係者からのヒアリング等に基づく）。また、92年の増資においても、中・東欧の市場経済推進に関する日米合意を踏まえた政府内協議の結果、JICAから本邦投資会社への追加出資が決定されている。このように、本事業は黒字還流という当時の国策に込めることを目的として政府の打診や意向を踏まえて実施されたものであるが、JICA海外投融資を活用して株式会社として設立された以上、株式会社として一定の財務持続性にも一定程度留意する必要があった。</p>
	<p>(4)投融資スキームの妥当性 下記「投資要件」とはサブ・プロジェクトへの投資時の要件を指す。 事業計画当時、本事業は以下の通り JICA の出融資条件を概ね満たしている。</p> <p>①事業出資者 1)日本側企業2社以上の出資：該当（案件開始当時80社） 2)日本側以外1社以上の出資：サブ・プロジェクトレベルでは該当 3)中核企業の存在：該当</p> <p>②出資方法 1)日本側投資会社経由の間接方式：該当 2)JICA 出資比率は日本側投資会社の50%以下：該当（33.3%） 3)JICA 出資比率は現地会社出資総額の25%以下：明示的に投資要件で規定されていないため、確認できない。 4)JICA 出資額は50億円以下：該当（20億円）</p> <p>③相手国政府の要請 1)相手国政府の要請または歓迎の意志表示：該当</p>	<p>(4)投融資スキームの妥当性 下記の「投資要件」とはサブ・プロジェクトへの投資時の要件を指す。 本邦投資会社解散時、本事業は事業出資者、相手国政府の要請、事業内容について JICA の出融資条件を概ね満たしている。事業達成の見込みについては、事業継続の見込みが立たなくなった時点で退出している。また、本事業は事業実施期間中、出資方法の要件のうち、出資額に関する要件を満たさなくなった。しかしながら、サブ・プロジェクトの出融資基準で経済協力性の高い案件への出資が担保されていた前提には変更がなく、その点で JICA の出融資基準と整合性があると言える。 スキームの選択については、対象国が限定されない、また経済協力性の高い案件に出資するストラクチャーであったという前提条件に変更はなかった。</p>	<p>本事業は、案件計画時 JICA の出資基準を満たしていた。事後的には JICA 出資総額が50億円を超えたため、一部の要件を満たさなくなったが、経済協力性を重視した案件への出資という趣旨には変更がなく、JICA 案件の対象として適当であると認められる。</p> <p>スキームの選択肢としては、投融資対象国および収益・期間の予測が困難であるという経済協力性の高い案件向けの出資という前提に変更がなかったことを踏まえると、海外投融資スキームの出資という選択肢が事前・事後ともに妥当であったと考えられる。</p>

項目	事業計画（1989年）	事業実績	評価結果
	<p>「相手国政府の支援がとりつけられる、あるいは相手国でのプライオリティが高いプロジェクトであることを」を投資要件としている。</p> <p>④事業内容</p> <p>1)当該事業実施が相手国の産業開発に寄与し、その経済発展に貢献：該当</p> <p>①開発・累積債務問題の具体的解決に協力・貢献していくもの、②途上国にとって外貨獲得産業であり、生産品の一部を日本市場で引き取り得るプロジェクトであることを投資要件としているため、①および②を通して産業開発および経済発展に寄与すると考えられる。</p> <p>2)日本と相手国との関係緊密化にとって重要で、経済交流促進に貢献し、または国際協調による国際交流の促進に寄与：該当</p> <p>「国際機関ないし外国政府・企業が参画する国際協力型プロジェクトである」ことが投資要件に含まれているため、国際協調による国際交流に寄与することが担保されている。</p> <p>3)出資対象外事業（国際紛争に関係、環境対策が不適切、日本の輸出振興が目的との国際的批判を受ける可能性があるもの）：該当せず</p> <p>「国際機関ないし外国政府・企業が参画する国際協力型プロジェクトであり、案件の推進が日本の輸出を促進するという国際的批判を受けないよう配慮したものであること」および「国際的紛争問題に関わりあいのないプロジェクトであること」が投資要件に含まれている。</p> <p>⑤事業達成の見込み：該当（持続性の欄参照）</p> <p>②3)については、現地会社における出資比率に関し、サブ・プロジェクトへの出融資基準で必ずしも担保されていないが、サブ・プロジェクトの出融資基準では経済協力が重視されており、その点で JICA の出融資基準と整合性があると言える。</p> <p>案件審査当時の資料に明示的な記述はないが、対象国が限定されていないことから、この案件のストラクチャー上、円借款は選択肢になかった。他方、海外投</p>		

項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
	<p>融資のスキーム上、融資または出資のどちらが妥当であったかという判断については、案件開始当初、収益・期間の予測が困難な経済協力性の高い案件への投資を想定していたことを踏まえると、出資の方が妥当であったと考えられたと推定される。</p> <p>(注) 本項目では、1990年に作成された中小型出融資の基準を用いて評価している。本事業はファンド事業であるため上記基準は参考として扱われる。</p>		
<p>効率性：</p>	<p>(1)アウトプット 1件あたり2億円、年間4～5件の案件への投資を予定している。(各案件に対する日本側出資の10%を上限とする。) 資金計画表によれば10年間で104億円出資予定。</p> <p>(2)インプット ①事業費 投資会社の資本金60億円 (JICAから20億円を出資)</p> <p>②期間：案件審査当時の資料には明示的な記述はない。</p>	<p>(1)アウトプット 24カ国48件に投融資を実施(1件あたり平均1.3億円の出資および/または融資で、出資総額61.48億円、融資総額14.16億円)。 その他、100%出資で子会社の投資会社(資本金1,000百万円)が設立された。</p> <p>(2)インプット ①事業費 2001年3月の投資会社の清算時点で、投資会社の資本金は4回の追加出資を経て163.5億円。 JICAは2回の追加出資を経て、総額63億円を出資(JICA出資比率38.53%)。追加出資は、1992年9月に中東欧支援を目的とした増資および1994年12月の本邦投資会社経営強化のための増資によるものである。</p> <p>②期間：2002年3月臨時総会で本邦投資会社の解散を決議、2007年2月に清算結了。</p>	<p>以上より、本事業の実施は、受入国の開発政策、開発ニーズ、日本の政策と十分に合致しており、投融資スキームの活用の意義も十分認められるため、妥当性は高い。</p> <p>1件あたりの出資および/または融資額は当初予定の範囲内、投資件数も一年あたりで比較すると、ほぼ当初予定されていた件数に対して出資および融資が実行されている(件数ベースで計画比92%)。但し、案件期間(13年間)を通じての投融資額ベースで見ると当初予定よりも低い(計画比56%)。 当初の計画に加え、湾岸諸国の産業開発または経済の安定に資する製造業等に投資するために子会社の投資会社にも出資された。</p> <p>①事業費：当初の事業費に加え、43億円の追加出資(計画比315%)。1992年の追加出資は中・東欧における日米協力を一層推進し、当該地域の民間セクター育成のための環境を整備/市場経済への円滑な移行を支援するため、1994年は本邦投資会社の経営強化のための追加出資。追加出資にあたっては、本邦投資会社は毎年の事業運営を報告し、1998年時点の当期損益に応じて再検討という条件付き(1998年は当期損益で黒字を達成)。</p> <p>②期間：確認可能な資料には、案件計画時点に想定されている期間についての明示的な記述がないため、比較は不可能。</p> <p>以上より、本事業については事業期間は当初の予定が</p>

項目	事業計画（1989年）	事業実績	評価結果
			ないため比較できないが、事業費は計画を大幅に上回っており、投資件数はほぼ計画通りだが投資額は計画を下回っており、効率性は低い。（但し、子会社の投資会社からの投資件数・額は不明のため、評価対象から除く）
有効性：	(1)個別企業の投資実績 投資先企業のパフォーマンスについて、定量的な想定はないが、投資事業分野は経済協力性の高いもので、以下のような分野とする。 ①途上国における輸出産業、外貨獲得型産業の育成（輸出型製造プラント、アグロ・インダストリーを含む農林水産、観光開発、資源開発など） ②民活型で推進可能なインフラストラクチャーの建設（工業団地造成、その他輸出関連インフラ建設など） ③その他、累積債務国の支援に資する開発事業	(1)個別企業の投資実績 投資分野は、48件の出資/融資のうち繊維工業8件、不動産（主に建設）6件、食料品製造5件、工業団地4件等であった。 また、投資先事業の業績を示す指標の一つとして、売却価格が当初出資額を上回ったのは7件であった。これらの案件の属性は、投資国は東欧、アジア、投資分野は工業団地、食料品、繊維、製造業などである。	投資先企業の現時点における存続状況に関わる情報はないが、投資分野の大半は輸出産業または雇用創出につながると考えられる製造業、工業団地などのインフラであり、当初の計画と合致している。 当初本案件の趣旨は経済協力性が重視されていた為、投資先事業の業績のみを重視するわけではないが、投資先企業のセクター/国が多岐にわたった一方、業績が良好な先は必ずしも多くなかった。また、個別の事由は資料から確認できる範囲では、金融危機・天候不順の影響、仕入価格の高騰、仕入先確保における問題、販売価格・売上の低迷、建設の遅れ、為替差損、品質管理などが挙げられる。
	(2)事業の収益性 投資先が先導的出資事業を主に対象としているため、事業のリスクが高いことは認識されていた。そのため、設立後10年間では104億円の出資に対し、全額以下の回収を見込んでいた。	(2)事業の収益性 入手可能な資料によれば出融資案件の回収率は低い。本邦投資会社が100%株主として出資していた中近東案件に投資していた投資会社は本邦投資会社の清算と共に2002年に清算されたが、回収額は出資金を下回った。	案件開始当初、10年間で一定程度の回収率を見込んでいたが、案件期間（13年間）では想定を下回った。
			以上より、出融資案件の状況は企業の存続状況などのデータがなく確認できないが、本事業による出融資の回収率は通常の投資ファンドに期待されるものより大幅に低いことから、有効性も低かった。（事業が有効であるためには、個々の企業が存続することが前提で、その場合はファンドの回収率も通常はプラスの値になる）
インパクト： （有効性の評価を含む）	(1)インパクト（想定されたインパクト） 累積債務国を中心とした開発途上国における外貨獲得、雇用創出に寄与すること。	(1)インパクト（想定されたインパクト） 案件関連資料によれば、1996年時点で累計5万2000人の雇用を創出した。	1996年以降、投資先企業の中には清算された企業もある為、一概には言えないが、少なくとも現在も操業中の企業においては、本事業のサブ・プロジェクトを通じて一定程度の雇用創出に寄与したといえる。また、外貨獲得への貢献は、各サブ・プロジェクトレベルでの輸出に関するデータが不足しており

項目	事業計画（1989年）	事業実績	評価結果
	(2)その他正負のインパクト 確認できる資料からは、問題は特に想定されていない。	(2)その他正負のインパクト 確認できる資料からは、問題は特に報告されていない。	評価できなかった。 確認できる資料からは、問題は特に報告されていない。
持続性：	(1)実施機関 ①運営の体制 会長および社長は JICA 以外の出資企業出身者を充て、その他取締役 5 名（専務 1 名、取締役 4 名）、監査役 2 名を配置。職員 15 名程度が想定されていた。 上述の体制で支障なく本事業が実施できると想定された。	(1)実施機関 ①運営の体制 当初取締役 7 名、監査役 2 名、職員 15 名程度が想定されていたが、業務の拡大に伴い、最大時取締役 12 名および監査役 4 名（1995 年度）、従業員 38 名（うち出向者 18 名含む）（1996 年度）まで体制が拡張された。取締役は当初、メーカーや小売業出身が多数を占めたが、後半 1997 年度辺りから金融や商社出身者が増加した。その後、本邦投資会社の体制の変更および財務状況の悪化に伴い、オフィス移転、役員数削減、役員報酬のカットが実施され、清算終了前の 2005 年度には派遣職員を含めた常勤役員数は合計 3 名（清算人 1 名、監査役 1 名、派遣職員 1 名）まで縮小した。	当初の計画通りの体制で実施開始、その後拡張されたものの、投資案件からの収益が伸び悩んだ結果、実施機関の財務状況が悪化し、事業継続が困難になった。限られた資料の中からこの要因を特定することは困難であり、かつ事後的な要因分析とならざるを得ないが、他類似案件との比較で可能性の一つとして推察され得るのは、本事業は候補案件のセクター・対象国が多岐にわたったため審査・収益面のチェックもより複雑であり、現在のファンド・マネージャー選定基準で考えると、投資経験豊富な投資会社（ファンド・マネージャー）であることが望ましかったと考えられる一方、本事業の場合ファンド・マネージャーが本事業のために JICA 出資時に設立された投資会社であったために、（組織としては）投資会社としてのトラック・レコードがなかった点が考えられる。但し、国策としての黒字還流に依るといふ本事業開始時の経緯を踏まえると、収益性を一義的に追求することを目的として他の投資会社をファンド・マネージャーとすることは現実的な選択肢ではなく、また、出資者である一産業団体からのヒアリングによると、当時はファンド・マネージャーの選定基準もなかったことも踏まえると、本事業でのファンド・マネージャーの選択はやむを得なかったと考えられるとのことである。（但し、他の投資会社をファンド・マネージャーとして起用した場合に実績が向上したかという点はもとより評価不能である） また、出資者である一産業団体からのヒアリングによると、本邦投資法人の設立に際し、日本政府は貿易保険、開発調査、及び輸銀のファイナンス面で所要の支援を行う旨の約束をしていたが、実際には経費面での支援及び貿易保険などの政策面での支援はいずれもなされず、収益性に負のインパクトを与えた可能性が

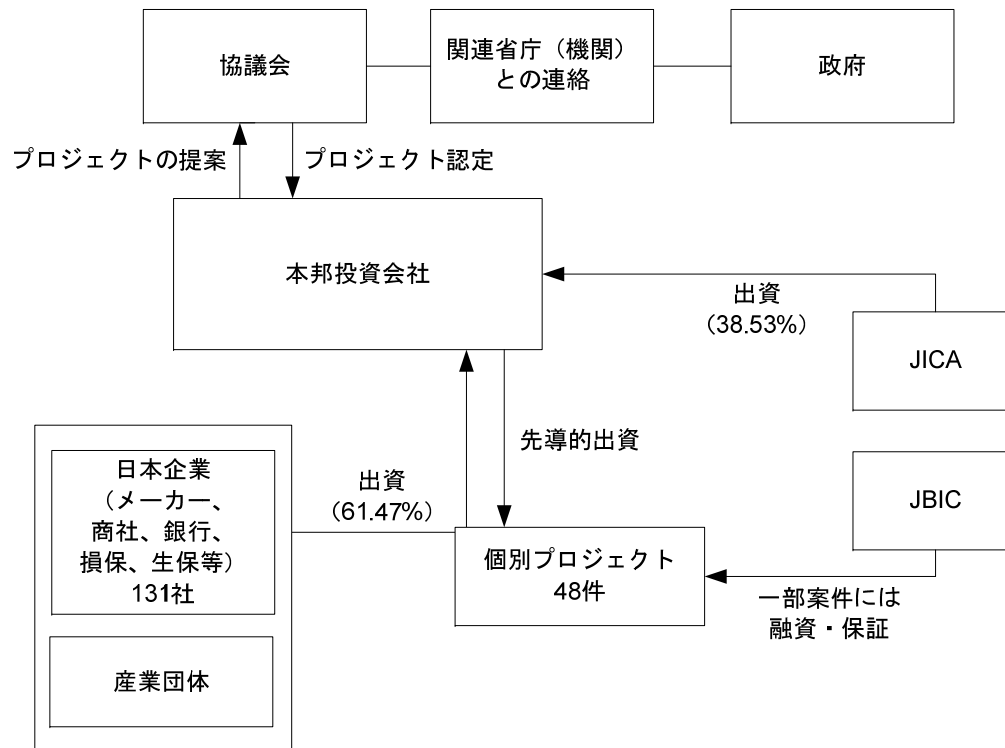
項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
	<p>②本邦投資会社による出融資条件と審査／モニタリング手続き 「事業に関連した産業団体国際協力プロジェクト推進協議会」が以下の「選定ガイドライン」に基づいて認定したプロジェクトに出資する。</p> <p>1)選定ガイドライン</p> <ul style="list-style-type: none"> ・相手国政府の支援がとりつけられる、あるいは相手国でのプライオリティが高いプロジェクトであること ・日本の関連業界のサポートが得られるもので、日本の基本的政策に合致するプロジェクトであること。 ・複数の企業（グループ）が参加するプロジェクトであること（但し、事業推進の中核的企業が存在すること） ・国際機関ないし外国政府・企業が参画する国際協力型プロジェクトであり、案件の推進が日本の輸出を促進するという国際的批判を受けないよう配慮したものであること ・日本の経済界の主体的呼びかけによって開発・累積債務問題の具体的解決に協力・貢献していくものであること ・途上国にとって外貨獲得産業であり、生産品の一部を日本市場で引き取り得るプロジェクトであること ・国際的紛争問題に関わりあいのないプロジェクトであること ・経済協力の性格の強いもので、純民間ベースでは推進が困難であり、多様な政策手段で支援されるのが適当なもの <p>尚、投資事業分野は以下の分野を対象とする。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・途上国における輸出産業、外貨獲得型産業の育成（輸出型製造プラント、アグロ・インダストリーを含む農林水産、観光開発、資源開発など） ・民活型で推進可能なインフラストラクチャーの建設（工業団地造成、その他輸出関連インフラ建設など） ・その他、累積債務国の支援に資する開発事業 	<p>②本邦投資会社による出融資条件と審査／モニタリング手続き</p> <p>1)選定ガイドライン</p> <p>(a)出資条件</p> <p>当初は左記の基準に基づいて案件審査が行われていたが、投融資案件のパフォーマンスの向上を狙って、投資ガイドラインが設定された。(1997年設定、1999年改定)。以下は主な審査項目である。</p> <p>(内部収益率 (IRR)、借入資本比率、マイナー・パートナーとしての立場、出資額、本邦投資会社の出資比率、本邦投資会社の資金負担率、本邦投資会社の保証、日本の中核企業の有無、現地パートナーの健全性、融資目途 (本邦投資会社のアレンジメントが望ましい)、商業生産用として確立された技術、技術移転に関する企業の責任体制の存在 (原則、出資者として参加)、マーケティング、JVの経営者の資質、ブットオプションの有無)</p> <p>(b)融資条件</p> <p>1995年に本邦投資会社の定款が変更され、融資業務が追加された。融資条件は以下の通り。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・本邦投資会社が自ら出資する案件に対してのみ融資 ・年間の融資額 20～50 億円程度 (制度開始当初。本邦投資会社としての総額) ・担保：相手国政府または金融機関の保証、日本企業の場合は一流企業の保証 (プロジェクトファイナンスは別) <p>1997年の新融資条件の設定・改定に伴い下記条件追加。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・本邦投資会社の融資：シニアローンのアレンジを行う。本邦投資会社経由のシニアローンは輸銀・JICAが満足する保証付で行う。プロジェクトファイナンスはIFC等の国際機関とのパラレル・ファイナンスないしBローンとする。 <p>また、対象分野についても、案件開始当初は経済協力が重視された案件選定であったが、1999年に以下の</p>	<p>あるとのことである。</p> <p>②本邦投資会社による出融資条件と審査／モニタリング手続き</p> <p>本邦投資会社の経営悪化に伴い投資方針および審査手続きが見直され、持続性の向上が図られたが、急激に財務状況を好転させることはできず事業継続が困難になった。(但し、より早期に見直しを行えば事業継続可能となったかという点は評価不能である)</p> <p>1)出融資条件</p> <p>経営悪化に伴う見直しでは経済協力のみにならず、収益性にも重点を置く方向に方針転換した。これに伴い、1997年に案件の新しい投資ガイドラインが設定された。これにより、投資候補案件の定量的な側面 (収益面) およびリスクについてより厳格な審査が可能になった。(但し、当初から1997年のガイドラインで審査していた場合に回収率が向上したかといった点は評価不能である)</p>

項目	事業計画（1989年）	事業実績	評価結果
	<p>2)審査手続き 投資候補案件は本邦投資会社および協議会が審査し、出資特約証書によれば、事前に JICA に通知し、実行後速やかに報告することになっている。 協議会の認定委員は 20 名以内とする。財源は、本邦投資会社に対して出資を行った企業各社から賛助金として年 100 万円を徴収する。 政府との協議の場として「連絡協議会」を設け、官民の意見交換を行う。この場合の政府の関与は、プロジェクトの選定が輸出促進的との国際的批判を受けないという観点に重点を置く。</p> <p>3)モニタリング手続き 投資先モニタリングの実施状況については、案件審査当時の資料には、この点に関する明示的な記載はないため、個別投資先のモニタリングは本邦投資会社を実施すると想定されていたと考えられる。</p>	<p>方向に方針転換した。 ・アジア再生案件（アジア通貨危機によって一時的な困難に陥っている案件でごく短期間に回復するもの） ・環境やエネルギーも含む製造業（含む大企業・中堅中小企業） ・IFC 等の国際機関や民間ファンドとの協調案件については、日系合弁企業を中心とし、非日系企業でも本邦企業と長期的、永続的な経済関係があれば検討対象とする。</p> <p>2)審査手続き 当初は予定通り審査手続きを実施。1999 年以降、本邦投資会社内部手続きが変更され、自主開発案件を中止し、外部からの持ち込み案件を以下の手続きで審査。 投融资委員会（社長をヘッドにしたシニアなスタッフで構成）での検討・承認。但し、関係当事者間で高度な調整を要する難しい案件や本邦投資会社の力のみでは対応できないような案件については、ファイナンシャル・アドバイザーによる検討の後、投融资委員会に諮る。審査手続きは、経営会議に続いて取締役会の承認の後、協議会に提出。JICA には、事前に通知、決定後報告。なお、出資者である一産業団体からのヒアリングによると、東欧諸国や中東諸国の合弁事業など、日本政府や相手国政府からの強い要請により選定した案件も存在したとのことである。 技術面については、必要であれば外部専門家の意見を徴収する計画であったが、資料からは確認がとれなかった。また、設立した J/V に対して日本人の専門家を派遣し、経営・技術指導が行われた。</p> <p>3)モニタリング手続き 投資先のモニタリングは本邦投資会社を実施し、JICA には株主総会で出資実行、回収、配当について報告がなされた。</p>	<p>2)審査手続き 出融資条件と同様、本邦投資会社の経営悪化に伴い、当時の本邦投資会社の状況を踏まえて、審査手続きも変更され、審査体制の強化が図られた。 1999 年以降に実行された出融資は全出融資案件の一部に過ぎないが、それ以前に比べると出融資額の回収率という点で良好な成績を残しており、これは出融資条件および審査手続きの変更のみで達成されたものとは断定できないが、一定程度寄与した可能性がある。</p> <p>3)モニタリング手続き 本邦投資会社がサブ・プロジェクトのモニタリングを実施。資料の制約から、サブ・プロジェクトからの退出時の問題についての主な要因分析は困難。他方、JICA にとって投資先のモニタリング情報は、株主総会で報告される出資実行、回収、配当に関する情報に限定されており、サブ・プロジェクトの経営状況の把握</p>

項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
	<p>③実施機関の収益・財務 本邦投資会社は本事業開始時に設立され、営業開始後5年目には当期利益を計上、8年目から配当が予定されていた。本邦投資会社設立時の出資であったため、過去の財務情報は存在しない。</p>	<p>③実施機関の収益・財務 本邦投資会社は1989年の設立以来2002年の解散まで、1998年度を除いては毎年当期損益は赤字を計上し、営業収入は営業費用を恒常的に下回った。なお、出資者である一産業団体からのヒアリングによると、出資企業は、事業の見返りに強い期待を有しておらず、無償協力に近い国際協力を行うとの認識にあったとのことである。</p>	<p>を早めに察知することは困難であった可能性有。 ③実施機関の収益・財務 本案件の実施機関である本邦投資会社の財務は、持続性が十分ではなかった。</p>
			結果的に実施機関は清算となり、本事業によって発現した効果の持続性は低い。
JICAの収支：	事業計画段階では、8年目からの配当が予定されていたが、JICAの想定収益率については記述がない。但し、許容可能な損失額等についての記述もないことから、元本を割り込まないことが想定されていたと推測される。	<p>残余財産分配金：1,676百万円 (出資金毀損額：4,624百万円)</p>	<p>出資金に対し、26.6%の回収率にとどまった。限られた資料の中でこの要因を特定するのは困難であるが、入手可能な範囲の資料から推測できるのは、(事業開始当時では本事業の対象事業全般をカバーする投資会社(ファンド・マネージャー)を見つけることは容易ではなかった可能性も考えられるが)設立直後のファンド・マネージャーの起用、サブ・プロジェクトの選定も国策として経済協力性が重視されていたため審査基準・手続き(当初)が収益面について厳格ではなかった、サブ・プロジェクトからの出資金回収率が低かったことが、JICAの収支にネガティブな影響を与えた。</p>
			以上より、本事業によりJICAは損失があった。
アデクシヨナリティ：	<p>【項目別評価】 ①財務的リスク軽減策：JICA出資により安定した資本を中長期にわたって供給することが可能なため、該当。 ②非財務的リスク軽減策：該当。JICAの出資により、必要があれば相手国政府との交渉力強化も見込める。 ③開発効果の向上：該当。 ④民間資金の動員：該当。 ⑤環境社会配慮の担保：確認できる資料からは同項目を担保する要件はサブ・プロジェクトへの出融資条件に含まれておらず、該当せず。</p> <p>特記事項： ④本事業のサブ・プロジェクトとしての投資は先導的</p>	<p>【項目別評価】 同左。</p> <p>特記事項： ①④開発途上国における事業の場合、リスクの高さから民間のみでは投資に二の足を踏む傾向にあるが、本事業ではJICAの出資により、リスクの高い先導的出資案件に対し、官民共同での出資が実現した。このような出資案件を実施する本邦投資会社に対し、中長期の安定的な資金を供給した。</p>	<p>特記事項： 民間企業のみでは投資が進まないリスクの高い事業に出融資するためにJICAの資金が中長期的に安定的に提供されることにより、本事業での民間企業からの投資の呼び水の効果を果たした。</p>

項目	事業計画 (1989年)	事業実績	評価結果
	<p>出資案件が中心となるため、事業自体のリスクは高いものと認められるため、このような案件を民間ベースで実現していくには、JICAによる補完が必要であると考えられる。</p>		<p>以上より、計画時及び実績ともに本事業を JICA が支援することによるアディショナルリティは高い。</p>
JICA への提言			
JICA への教訓	<p>本案件の特色としては、(民間事業ではあるが) そもそも当時の黒字還流という政策の流れに沿って実施された事業であり、経済協力を大きな目標として経営が行われ、収益性確保について重きを置かれていなかった可能性がある。今後、JICA が類似のプライベート・エクイティ・ファンドへの出資を行う場合、途上国の経済開発と民間事業としての収益確保を両立させることが必要と考えられる。収益確保といった面からは、下記の点が本案件からの教訓として挙げられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> 本事業は当時の黒字還流という政策の流れに沿って実施された事業であり、それゆえに事業の収益性よりも経済協力が重視されていた。そのため、今後類似案件を実施する際には、事業の収益性について、予め慎重な検討が必要であると考えられる。 本事業の増資には外交ツールとしての背景があった一方、投資会社立ち上げ後短期間かつ投資先が必ずしも大企業ではなかったことを考え併せると、低調な投資パフォーマンスの要因を判断し、その後を予測することが困難であったと考えられるため、JICA の収支の観点からは投資パフォーマンスの評価が明らかになるまで JICA からの追加出資を見合わせる方が結果的には望ましかった。 本事業では投資先の国およびセクター (または企業規模) が限定されておらず、これによって投資の分散効果、ひいてはポートフォリオのパフォーマンス向上が見込まれるはずであった。他方、対象セクターや国・地域が分散されることにより、投資先の発掘・モニタリングや開発効果の絞り込みはより困難になる。さらに、本事業では (国策としての黒字還流を目的として設置されたという本事業の経緯を踏まえると、他の一般の投資会社を雇用することは現実的な選択肢ではなく、かつ出資者である一産業団体からのヒアリングによると当時はファンド・マネージャーの選定基準もなかったことも踏まえると、本事業でのファンド・マネージャーの選択はやむを得なかったと考えられ、さらに事業開始当時では本事業の対象事業全般をカバーする投資会社を見つけることは容易ではなかった可能性も考えられるが) ファンド・マネージャーが設立直後のトラック・レコードのない投資会社であったことにより、良質な投資先の発掘および確保・モニタリングがより困難であったと考えられる。このため、投資先の発掘・モニタリングや開発効果の特定を容易にするためには、①投資国または地域およびセクター (または企業規模) を限定、②投資対象分野で良好なトラック・レコードを有するファンド・マネージャーに任せることが望ましい。但し、この場合、投資の分散効果は低下するため、投資国およびセクター (または企業規模) を限定することに伴い上昇する相関リスクを特定し、その対策を予め検討することも同時に行うことで、良好な投資パフォーマンスを達成する確率を高めることができると考えられる。 案件実施当時のプライベート・エクイティ投資では必ずしも一般的ではなかったと推量されるものの、入手可能な資料で確認する限り、本事業では明確なサブ・プロジェクトからの退出基準・方法等の戦略が見当たらなかった。退出基準や方法もサブ・プロジェクトの回収率にネガティブに影響しうることから、今後の類似案件ではこれらを明確にしておくことが望ましい。 本事業では投資案件選定クライテリアおよび審査手続きを厳格化した後、サブ・プロジェクトからの回収率が一定程度改善したため、今後の類似案件では投資案件選定クライテリアをある程度詳細 (特に収益面) に設定することによりサブ・プロジェクトからの回収率の向上が期待できる。 本事業ではサブ・プロジェクトに出融資後、JICA が得られる情報が限定的であったため、今後の類似案件ではサブ・プロジェクトの基本的な財務情報を定期的に提出するようファンド・マネージャーに出資時に求めることが望ましい。 		
その他 (コラム等)	特になし		

参考資料①：プロジェクトスキーム図（2001年、但し組織名は現在）



参考資料②：サブ投資案件（2002年清算決議時資料より）

案件番号	出融資 実行年度	国	案件名
1	1989	マレーシア	コンテナ製造
2	1989	インドネシア	ジャカルタ工業団地
3	1989	フィリピン	パイナップル農園
4	1989	インドネシア	ニット編立
5	1989	インドネシア	ニット染色
6	1989	フィリピン	マニラ近郊工業団地
7	1989	メキシコ	ワールドトレードセンター
8	1990	ベネズエラ	自動車組立製造
9	1990	ブータン	フェロシリコン
10	1990	中国	ソフトエンジニア
11	1990	インド	ソフトエンジニア
12	1990	インドネシア	鮭缶詰
13	1991	ハンガリー	グラスウール製造
14	1991	タイ	ハイテクスクエア
15	1991	セネガル	リゾートホテル
16	1992	インドネシア	紡績工場
17	1992	カンボジア	亜鉛鉄板
18	1992	ハンガリー	ファーストフード
19	1993	タイ	清浄豚飼育
20	1993	チェコ	フェロバナジウム
21	1993	スロバキア	オリゴ糖
22	1993	ペルー	水産加工
23	1991	インドネシア	触媒
24	1993	チェコ	セラミック基盤
25	1993	バングラデシュ	繊維
26	1994	メキシコ	工業用センサー
27	1994	ポーランド	流通センター
28	1994	ポーランド	椎茸栽培
29	1993	ハンガリー	オフィスビル
30	1994	ロシア	オフィスビル
31	1994	ポーランド	ボイラーハウス
32	1992	ベトナム	即席麺製造
33	1994	ポーランド	電力用半導体製造

案件番号	出融資 実行年度	国	案件名
34	1995	フィリピン	スービックテクノパーク
35	1994	ベトナム	ビジネスコート
36	1994	サウジアラビア	医薬品製造
37	1995	フィリピン	電路丸棒
38	1994	ウズベキスタン	絹紡績
39	1997	中国	りんご果汁製造
40	1997	サウジアラビア	繊維加工
41	1998	ラオス	刺繍事業
42	1999	韓国	フッ素樹脂加工
43	1999	タイ	製糖
44	1999	フィリピン	グリセリン誘導体
45	1999	中国	深センテクノセンター
46	2000	コロンビア	インフラリース
47	2000	インド	自動車部品製造
48	2000	中国	上海液晶製造
	不明	クウェート	触媒