

基礎研 レポート

国内ベンチャーにとっての官民フ アンド

総合政策研究部 主任研究員 中村 洋介
(03)3512-1864 y-nakamura@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本のベンチャーへの資金供給で大きな存在感を示してきた官民ファンドのあり方が問われている。政府の成長戦略の一環で、イノベーションに向けたリスクマネーが不足している状況に対応すべく、株式会社産業革新投資機構（J I C¹）が発足したが、その運営方針等を巡る J I C の経営陣と経済産業省の対立を経て、現在仕切り直しを図っている状況だ。本稿では、J I C に関する論点を概観するとともに、官民ファンドがベンチャーへの資金供給にどのような影響を与えてきたのか、ベンチャー創出・育成という観点から見た J I C への期待等について考察したい。

2—JICの方向性を巡る議論

1 | 仕切り直しとなったJIC

2018年12月10日、J I C の田中正明社長（当時）が記者会見を行い、自身も含めた民間から参画する取締役9名の辞任を発表した。辞任の理由について、「経産省の産業革新投資機構に対する姿勢が、当初の『リスクマネー研究会報告²』の内容から大きく変貌・逸脱し、いわば『民のベストプラクティスを活用する官民ファンド』ではなく『100%近い株式を保有する株主として、国の意向を反映する官民ファンド』へと重大な変化を遂げつつあることを認識するに至り、当初私たちに託せられたと信じた目標や、我が国の将来のためにとって志した目的を実務的に達成することは困難であるとの共通認識に達した」、「ここ数ヶ月間次第に増幅されて来ていた経産省に対する不信感が、一度正式に提示した報酬の一方的な破棄という重大な信頼毀損行為により決定的なものとなり、最早経産省との信頼関係を回復することは困難という判断に至った」（田中氏記者会見）と述べた。

一方の経済産業省は、報酬撤回の不手際を認めながらも、「国の資金で運営をされている組織の報酬というのは、一定の水準ですとか、あるいは国民がある程度納得をいただける相場観というものもある」、「固定給プラス短期業績連動で5,500万円とか、あるいは固定給で6,000万円といった報酬は、

¹ Japan Investment Corporation

² 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会取りまとめ」（2018年6月29日）
https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20180629001_2.pdf

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

これは高過ぎる面がある」(いずれも 2018 年 12 月 4 日の世耕弘成経済産業大臣の閣議後記者会見)と言及している。また、ガバナンス面についても、「孫ファンドみたいなものを作って、国の目が届かないような投資があっただろうかというところの溝が埋まらなかった」(同記者会見)と述べている。

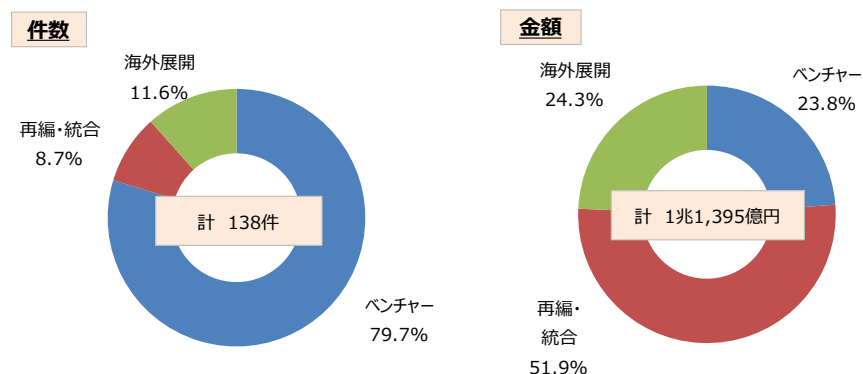
報酬やガバナンスの面で双方の間に生じた溝が契機となり、JIC は本格的な投資活動を前に仕切り直しを余儀なくされた。

2 | JICとは

JIC は、株式会社産業革新機構(旧 INC J³)を前身とする官民ファンドだ。

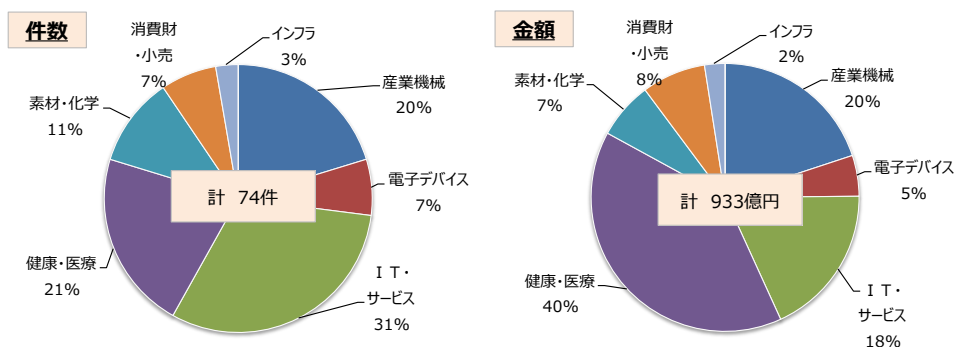
旧 INC J は、産業競争力強化法に基づき 2009 年 7 月に設立された。一般的にはジャパンディスプレイ(JDI)やルネサスエレクトロニクスへの支援のイメージが強いのだろうが、2013 年頃からベンチャー投資も積極化しており、2019 年 3 月末時点までに約 2,700 億円(直接投資、ファンド出資合計)ものベンチャーへの投資を決定してきた(図表 1)。ベンチャー・キャピタル(VC)業界全体では、圧倒的に IT 関連の投資が多いのが現状だが、INC J は健康・医療、産業機械、素材等の民間リスクマネーが不足しがちな分野への投資を進めてきた(図表 2)。ここ数年では、AI や宇宙開発等のベンチャーにも投資を行っている。ベンチャーへのリスクマネー供給という観点では、存在感を示してきた。

(図表 1) 産業革新機構(旧 INC J)の投資決定件数、金額の内訳<設立来、2019/3月時点>



(注) いずれも決定ベース(コミットメントベース)
(資料) 株式会社 INC J ウェブサイトよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 2) 旧 INC J のベンチャー投資(直接投資)における業種別の件数、金額の内訳<2013~2018年>



(注) いずれも決定ベース(コミットメントベース)
(資料) 経済産業省 JIC についての第三者諮問会合 株式会社 INC J 資料よりニッセイ基礎研究所作成

³ Innovation Network Corporation of Japan

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

一方、旧 I N C J の運用期間は 15 年間で定められており、育成や資金回収に時間のかかる領域の投資を考えると、終期まで数年を残していても新規の投資が行えなくなるタイミングが近づいていた。そうした背景の中、経済産業省の有識者会議⁴では旧 I N C J の見直し等が議論された。アベノミクス以降、日本のリスクマネー供給を巡る環境は改善したものの、海外と比較すると圧倒的な差をつけられており、まだ民間資金が集まりにくい分野が残っている等の課題も指摘されている。その取りまとめでは、政府の成長戦略の柱である Society5.0 実現等に向けて、引き続き投資を行えるよう措置するのが適当だ、と結論付けられた。2018 年 5 月には、産業競争力強化法等の一部を改正する法律が成立し、旧 I N C J の組織・運営の見直しが織り込まれるに至った。

2018 年 9 月、旧 I N C J が J I C へ商号変更し、新体制でスタートを切った。運用期間は 2034 年 3 月末まで延長された。なお、新設分割する形で株式会社 I N C J（現 I N C J）が J I C の 100% 子会社として発足した。旧 I N C J の事業や体制を引き継ぎ、既存投資先への追加投資やバリューアップ活動、資金回収（E X I T）活動を中心に、従来の期限である 2025 年 3 月末を終期として引き続き活動することとなった。

旧 I N C J が直接投資を中心としたのに対し、J I C は傘下に組成するファンド経由での投資を中心とする方針を掲げた。J I C が直接投資を行う場合は、投資案件ごとに経済産業大臣に意見照会が必要とされたが、他方でファンドの場合は、設立・組成時こそ経済産業大臣の認可が必要だが、以後ファンドが行う個別投資については案件ごとの認可や意見照会は不要とされた。投資運用のプロであるファンドマネジャー（ベンチャー・キャピタリスト）が機動的に投資判断し、活動出来る仕組みである。新しい投資基準では、Society5.0 に向けた新規事業創造、ユニコーン創出といった重点分野が掲げられ、市場から退出すべき者の救済を目的とする投資は行わないことを明確に示している（図表 3）。また、当面の経営方針として、投資活動を開始するために認可ファンドを迅速に組成すること、一流のプロフェッショナル人材を獲得すること、国内外の民間資金を積極的に受け入れるとともに、民間投資事業者との協調機会を増やしていくことを掲げた（同じく図表 3）。

（図表 3） J I C の投資基準、経営方針等〈設立当時〉

| J I C の特徴 | 重点分野 | 当面の経営方針（設立時） |
|--|----------------------------------|--|
| 1 政策目的の達成に加え、投資ファンドとして、最終受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを行動規範として活動を行い、長期的にリターンを最大化する | 1 Society 5.0 に向けた新規事業の創造の推進 | 1 投資活動開始のため、認可ファンドを迅速に設立する |
| 2 国内で不足するリスクマネー供給を充実させるため、民間からの資金も呼び込みファンドを組成、投資を行う | 2 ユニコーンベンチャーの創出 | 2 産業の将来を展望した、積極的な案件ソーシングに努める |
| 3 グローバルに通用する産業を育成するため、国内のみではなく海外企業にも積極的に投資する | 3 地方に眠る将来性ある技術の活用 | 3 国内外の民間資金を積極的に受入れ、リスクマネー供給量を拡充する |
| 4 グローバル水準の優秀な投資人材を招き入れる | 4 既存事業の産業や組織の枠を超えた事業再編の促進 | 4 多様性をもった Best-in-Class の人材を発掘する |
| 5 適切な規律と、金融・投資のプロによる現場での迅速かつ柔軟な投資判断を両立させるガバナンス構造とする | ※ 本来市場から退出すべき者の救済を目的とする資金供給は行わない | 5 民間投資事業者のベストプラクティスを採用し、民間投資事業者との協調・協働の機会の発掘に努める |

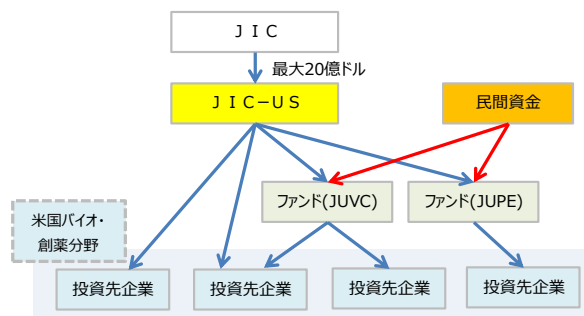
（資料）株式会社産業革新投資機構 設立記者会見資料よりニッセイ基礎研究所作成

⁴ 経済産業省 第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

2018年10月には、第1号ファンドであるJ I C-U Sの組成が経済産業省により認可された。J I C-U Sは、米国を中心としたバイオ・創薬関連分野を投資対象とし、投資規模は最大20億ドル(約2,200億円)を見込んでいた。米国を中心としたバイオ・創薬分野で豊富な経験と人脈を有するJ I Cの副社長(当時)が代表を務め、その人脈で現地の有力人材を確保していたとのことである。バイオ・創薬分野のイノベーションの最先端である米国で投資を行い、その「インナーサークル」に入り込む中で、世界最先端の技術開発へのアクセスと知見を得て、投資の「目利き力」を高めるとともに、国内製薬企業やバイオ関連企業へM&Aや提携等の機会を与える架け橋としての機能を担うこと等を狙いとしていた。J I C-U Sから個別企業への直接投資だけでなく、傘下にベンチャー企業への投資を行うファンド(J U V C)や、上場直前から上場後のスケールアップを目指す企業への投資を行うファンド(J U P E)を組成し、そのファンドに出資も行う予定であった(図表4)。そしてそのファンドには、民間からの資金供給を確保するよう努める方針としていた。

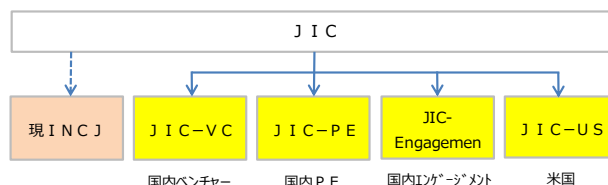
(図表4) J I C第1号ファンドの投資スキーム



(資料) 株式会社産業革新投資機構、経済産業省よりニッセイ基礎研究所作成

また、1号ファンド組成の発表と同時に、当面の投資全体方針も示された。米国に加えて、国内ベンチャー、国内P E、国内エンゲージメント(上場企業に投資を行い長期かつ建設的な「対話」を通じて企業価値向上を図る)の4つの領域でファンドを立ち上げ、投資を本格化させていく方針を示した(図表5)。

(図表5) J I Cの投資全体方針



(資料) 株式会社産業革新投資機構、経済産業省よりニッセイ基礎研究所作成

結局、冒頭で述べたJ I Cの経営陣による辞任表明の中で、まだ投資実績のなかった1号ファンドJ I C-U Sを精算することも示された。国内ベンチャーの投資がどのようなスキーム、規模、スケジュールで立ち上がるのかについても、具体像が見えて来ないまま、実質的な休止状態となった。

3 | 出直しに向けた議論

こうした中、J I Cの運営体制の再構築に向け、報酬体系、ガバナンス、政府関与等のあり方について議論すべく、経済産業省において有識者会議⁵が立ち上げられた。2018年12月末から2019年1月末にかけて合計4回開催され、議論が交わされた。

有識者会議を経て、2019年3月末に経済産業省はJ I Cの新しい運営方針を公表した(図表6)。注目されていた経営陣の報酬水準については、年金積立金管理運用独立行政法人(G P I F)等の他の公的機関を参照するとの方針が示され、年間3,000万円前後とされるようだ。また、政策目的の実現に寄与することが目的であることを示し、これまでの経緯も踏まえて、J I Cの経営陣や社外取締役と経済産業省が定期的に対話を行う仕組みを構築することにも言及された。個別の投資判断は認可

⁵ J I Cについての第三者諮問会合

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

ファンドの投資プロフェッショナルに委ねることを原則としながらも、全体の運営等については経済産業省として関与を深めていくことが示唆されている。

新しい運営方針が示された今、新しい経営陣の人選が進められている。「スケジュールありきではなく、拙速にならないようにやっていきたい。」（2019年3月26日の世耕経済産業大臣の閣議後記者会見）と、慎重な人選を出来る限り早く進めるとの方針で、具体的な時期等については示していない。

（図表6）経済産業省による新たなJIC運営方針（主なもの）

| | |
|---------------------------|---|
| 1. JICが果たすべき役割 | <ul style="list-style-type: none"> オープンイノベーションを通じた産業競争力強化と民間投資拡大という政策目的の実現への寄与を目的とする。 公益性が高く、リターンが期待できるが、民間投資だけではリスクマネーが十分に供給できない事業分野に、民業補充の原則の下で資金供給を行う。 政策的に意義のある分野への投資を行い、民間投資の呼び水となること。 政策目的と整合的なファンド組成や投資が行われる仕組みを整えること。 |
| 2. 政策目標と収益目標 | <ul style="list-style-type: none"> JIC及び各認可ファンドの収益目標は、投資方針・投資分野・ファンド期間・民間出資割合等に応じて設定されること。 JIC全体の収益目標は、官民ファンド共通の最低限の規律として、トータルとしての元本毀損の回避が前提。 政策目標については、民間資金の呼び水効果、投資事業分野の成長等、リスクマネー供給のエコシステムへの貢献等について、定量的・定性的なモニタリング指標・KPIを検討すること。 政策目標の設定に当たっては、経済産業省はじめ政策当局との対話を通じて政策への理解を深めること。 |
| 3. JICによるファンド組成・管理等 | <ul style="list-style-type: none"> ファンド組成・出資の形態（GP/LP等）については、期待される役割や目標、民間出資の状況等に応じて検討すべき。それに応じて、適切なガバナンスやモニタリングの仕組みを構築すること。 ファンド組成・出資のあり方については、JICが基本的な考え方を整理すること。 |
| 4. ファンドのガバナンス・モニタリング等 | <ul style="list-style-type: none"> 認可ファンドのモニタリング等については、公的なファンドであることを念頭に置いた上で、基本的に民間の慣行等を参照して実施すること。 認可ファンドが、直接投資ではなくファンドに対して投資を行う場合、説明責任を果たす観点から、特に政策目的に照らしてその形態が必要な理由を明確化するとともに、JICにおいて適切なガバナンスの仕組みや追加的なルールを検討すること。 認可ファンドの投資実績や収益の状況等を把握し、その内容について、民間慣行も踏まえつつ積極的に公表すること。 |
| 5. JICの取締役・経営陣に求められる資質・能力 | <ul style="list-style-type: none"> 取締役・経営陣には、JICの役割・使命に対する理解と共感とともに、経営チーム全体としてJICに期待される機能を最大限発揮することが求められる。政府と対話しながら政策的に実現すべき目的を投資ストラクチャーに落とし込んでいく力、ファンドマネージャー等と緊張と協調の下で対話しながら全体としての目標を達成していく力が求められる。 |
| 6. 評価基準及び体制 | <ul style="list-style-type: none"> JICにおいて、産業革新投資委員会が政策目標と収益目標（パフォーマンス）、KPI等の達成状況、報酬等を適切に評価するための基準やプロセス、体制を整えることが必要。また、経済産業大臣が行うJICの評価に当たっては、認可ファンドの活動状況・評価が適切な形で反映され、各ファンドの目的達成がJIC全体のポートフォリオとしての成果を上げることに結びつくことも重要。 |
| 7. 報酬・インセンティブ設計 | <ul style="list-style-type: none"> JIC及び認可ファンドの報酬・インセンティブ等は、それぞれの機関や人材に求められる役割や目標に応じて、また、与えられた責任や権限、リスクの度合いといった要素を考慮した上で、適切な動機付けがなされるよう制度の設計・運用がなされることが必要。 報酬体系等の設計に当たっては、民間の慣行等も参照しつつ、国の資金を運用して政策目的を達成する機関として、他の公的機関の経営陣の報酬・インセンティブのあり方も参照して行われること。 認可ファンドのファンドマネージャー等については、政策目標と収益目標を達成するための投資や投資先企業の価値向上支援を実行し、成果につなげる上で必要な投資プロフェッショナル等を確保し、適切な動機付けを行うための報酬・インセンティブ設計をファンド毎に行うこと。 認可ファンドの報酬体系や支給実績については、経済産業省等へ適宜報告されるとともに、その開示については、民間慣行を参照しつつ、国の資金を運用するJICの公的性格も踏まえ、適切なあり方を検討すること。 |
| 8. 政府との対話等 | <ul style="list-style-type: none"> 個別の投資判断についてはファンドに委ねることを基本としつつ、JICや認可ファンドにおいて、必要に応じて投資分野に関連する政策を担当する政府部局等との間で意見交換を行うことも有益。 政策をめぐるグローバルな状況認識、実現すべき政策目標、全般的な投資のあり方等について、JICの経営陣や社外取締役等と経済産業省等が定期的に対話を行う仕組みを構築することも重要。 |

（資料）経済産業省「今後の産業革新投資機構（JIC）の運営体制等について」よりニッセイ基礎研究所作成

3—国内ベンチャーにとっての官民ファンド

官民ファンドは不要だとの声もあるのだが、国内ベンチャーへの資金供給という観点で言えば、これまで官民ファンドの果たしてきた役割は無視出来ない。

まず、リスクマネーの総量を下支えしてきたという実態がある。ここ数年は大企業のベンチャー投資等が活発化し、ベンチャーに流れる投資資金は増加傾向にある。しかし、ここに至るまでの間、官民ファンドである旧INCJの直接投資や戦略的LP出資（ファンド出資）、及び独立行政法人中小企

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

業基盤整備機構⁶（中小機構）のファンド出資事業等が、ベンチャーへの資金供給を下支えしてきたのだ（図表7）。ベンチャーへの直接投資だけでなく、民間VCのファンドへの出資という形でも資金を供給している。2013年から2018年の期間で見ると、国内ベンチャーが調達した資金のうち、旧INCJ、中小機構に由来する資金が1割超はあったと推察される。ベンチャーへの資金流入が本格的に増え始める前の2013年、2014年頃は、よりその傾向が強かった。官民ファンドによる直接投資・ファンド出資がリスクマネーの量を下支えてきたこと、民間VCへのファンド出資が民間VCを育て、そのリスクテイクを後押ししてきたことが、結果としてここ数年の国内ベンチャー・エコシステムの発展に繋がった一面は無視出来ない⁷。

（図表7）INCJ（新・旧）及び中小機構による直接投資・ファンド出資の状況

| | (単位：億円) | | | | | | 期間計 |
|---------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | |
| INCJ 直接投資決定額（※1） | 122 | 173 | 147 | 209 | 225 | 58 | 933 |
| INCJ ファンド出資決定額（※2） | 244 | 100 | 125 | 95 | 0 | 0 | 565 |
| 中小機構 ファンド出資決定額（※2） | 98 | 81 | 264 | 137 | 114 | 133 | 827 |
| INCJ・中小機構 合計 | 464 | 354 | 536 | 441 | 339 | 191 | 2,325 |
| （参考）国内ベンチャー企業の資金調達額 | 829 | 1,418 | 1,861 | 2,261 | 3,168 | 3,880 | 13,417 |

（※1）追加投資がある場合は、初回投資年度に合算。一部外国籍（海外ベンチャー）企業も含む。

（※2）国内ベンチャー企業が投資対象に入っていると考えられるものを抽出し、集計した。

外国籍（海外ベンチャー）等も含めて広く投資対象を設定しているファンドもあるため、出資額全てが国内ベンチャーに投資されるわけではない。出資が決定された年別に合算。実際には、ファンドへの資金拠出がキャピタル・コール方式（段階的に出資が行われる方式）であったり、出資受入後に複数年をかけて投資を行ったりするため、出資決定年に全ての金額がベンチャー企業等に投資されるわけではない。

（資料）JICについての第三者諮問会合（第2回）株式会社INCJ資料、独立行政法人中小企業基盤整備機構ウェブサイト、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」、株式会社ジャパンベンチャーリサーチEntrepedia（2019年2月21日基準）よりニッセイ基礎研究所作成

また、日本の産業競争力を高める上で期待されているバイオ、創薬、素材、ロボット、宇宙開発等の研究開発型ベンチャーは、事業が立ち上がって一定の売上・利益が見込めるようになるまで、多くの資金と時間が必要となる。いくら革新的な技術を有していたとしても、製品やビジネスモデルがある程度の形になるまでに必要な資金が集められなければ、成功することは出来ない。成功した暁には大きな投資リターンが見込めたとしても、成功するための資金集めに目処が立たなければ、投資家の投資対象になり難い。そして、1つの投資案件に50億から100億円程度の投資が出来る資金力を持つ国内民間VCはほとんどいない。大企業（事業会社や金融機関）の投資が増えてきたとは言え、VCのように、ベンチャーの資金集めを主導し、主体的に経営に関与して指導や支援を実施する大企業は多くない。国内のベンチャー投資家群の中で欠けていたピースを、旧INCJが埋めていたとも言える。起業家や投資家の中では、「この分野、領域、成長段階の資金調達なら、旧INCJが参加する可能性が十分にある」という期待や予想が形成されていただろう。現在、旧INCJに代わって新規の投資をするはずだったJICは、まだ動き出せていない。旧INCJが埋めていたピースを誰がどのように埋めるのか、起業家や民間VCがベンチャーの資金調達計画（及び資金調達先）を考える上で

⁶ 中小機構は、ファンド出資事業において、民間ベンチャー・キャピタル等の投資ファンドに60億円またはファンド総額の1/2を限度に資金供給を行っている。資金供給対象となったファンドの投資対象は、インターネット系からバイオ・創薬系と幅広い。ベンチャー以外にも、事業再生や復興支援等のファンドにも出資も行っている。

⁷ 「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会（第9回）」（2017年12月6日）の一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会による提出資料では、官民ファンドの主な貢献について、VCファンド投資を通じたファンド運用者数の拡大、大型資金調達を行う技術系やレイターステージ企業への直接投資による民間補完を挙げている。

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/kanmin_fund/dai9/siryousu3.pdf

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

の予見性が低下している。宇宙開発等の一部の領域・分野では、起業家や民間VCが思い切った挑戦が出来なくなってしまう可能性がある。

民間のベンチャー投資が順調に力強く伸びていけば、そうした心配は杞憂に終わる。しかし、民間のベンチャー投資は、当然ながら景気や株価の動向に大きく左右される。リーマンショック後には、民間VCの投資が縮小し、一部のVCが新規投資を停止するほどであった。オープンイノベーションの一環で大企業のベンチャー投資が伸びているが、外部環境が悪化したときにはその勢いは失速することも十分ある。ここ数年の大企業によるベンチャー投資の成果が出るのはまだこれからであり、現時点では実感を伴う成功体験が得られている投資案件は多くないだろう。M&Aに繋がるケースもまだ少ない。真に必要なとされ、当たり前の活動としてベンチャー投資が根付くためには、もう少し時間が必要ではないだろうか。

これまで、緩やかながらも長い景気拡大局面が続いていたこともあり、そのピークアウトが意識されるタイミングでもある。また、通商や先端技術等を巡る米中の覇権争い等、景気や株価の先行きには不透明感が存在する。また、万が一景気が悪化し、金融市場が低迷するような局面になれば、とりわけ多額の資金と長い時間を要する技術系、研究開発型のベンチャーはマイナスの影響を受けるだろう。まだ成果が実現しておらず、必要性を実感出来ていない大企業があるとすれば、不確実性の高いベンチャー投資は真っ先にカットされてしまうおそれがある。

ここ数年、ベンチャーへの資金流入がここまで増えてきた背景には、AI等の技術革新や起業家側の取り組みに加えて、日銀が大規模な金融緩和を実施したこと、株高で民間VCの投資収益が劇的に改善したこと、世界的に緩やかな景気拡大局面が長期化したこと、景気拡大や円安もあって大企業の業績が高水準に達していること、官民ファンドによる資金供給が実施されたこと等、ある意味で特異な要因も多分にある。こうした強い追い風もあって、国際的に見て起業活動が低調であった日本においても、ベンチャー・エコシステムが育ちつつある。それをもう一段上のステージに引き上げ、インターネット・サービス系だけでなく、技術系や研究開発型のベンチャーも自律的に次々と産まれるエコシステムを構築し、定着させていくには、この先数年が正念場、真の勝負どころではないだろうか。このような点を踏まえた上で、官民ファンドはどうあるべきか、どのような役割を果たすべきかを議論していく必要がある。

4——JICに期待すること

これまでの有識者会議での議論や、経済産業省の新たな運営方針の中でも、改めてJICが果たすべき役割が示された。そこでは、ベンチャーへの資金供給の必要性については、民業補完を前提としながらも、従前と認識は大きく変えていない。JICも含めた官民ファンドには、投資先のベンチャーそのものを育成するだけでなく、民間リスクマネーの呼び込み等、ベンチャー、民間VCや大企業等も含めた日本のベンチャー・エコシステム全体を育成し、広げていくことが求められている。

しかしながら、現時点では、JICのベンチャー投資がどうなるのか、旧INCJが埋めていたポジションを同じように埋めるのか、起業家や民間投資家は明確なイメージを持ってない。彼らの予見性を高め、リスクテイクを後押しする上でも、JICのより具体的なベンチャー投資の方針やストラクチャーが一日も早く示されることを期待したい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

J I Cが事業再編支援や上場株式投資（エンゲージメントファンド）を手掛けることについては議論も多い。一方、ベンチャーへの資金供給は、政策的な課題や資金供給を必要とする対象分野が比較的はっきりしている。これまで旧 I N C Jや中小機構等がベンチャー・エコシステムの発展に一定貢献してきた実績や、トラックレコードもある。上場株式を対象とするエンゲージメントファンド等まで投資対象を広げ過ぎずに、国内ベンチャーへの資金供給をまず優先的に立ち上げて注力する、というのも現実的な選択肢ではないだろうか⁸。

新経営陣の人選が難航することも十分予想される。場合によっては、国内ベンチャーに対してJ I Cが担うはずであった役割を、新 I N C Jや中小機構がしばらく代替するようなセカンドプランがあり得るのか、必要に応じて検討していくことも考えられる。

また、現状では国内ベンチャー投資を行う官民ファンドが複数存在し、機能の重複や人材の分散のような非効率が生じ得る。将来的には、機能や人材を集約する議論も必要だろう。そして、現時点で官民ファンドによる補完が必要な分野・領域であっても、この先民間のリスクマネーが十分に入ってくるようになった時には、その役目を終えるのがあるべき姿と言える。

5—おわりに

世界中でベンチャーに資金が流入し、革新的なイノベーションが産み出されている。シリコンバレーを擁する米国だけでなく、中国、インド、イスラエル、東南アジア等でも、ユニコーン⁹と呼ばれる巨大ベンチャーが産まれてきている。こうした世界的潮流の中で、日本も立ち回っていく必要がある。そのような状況の中、J I C等の官民ファンドが期待された役割を果たすことが出来るのか、今回の出来事があっただけに、なおさら注目が集まるだろう。

新生J I Cも含めた官民ファンドには、真に起業家の挑戦を後押しし、ベンチャー・エコシステムの更なる発展へ寄与することを期待したい。

⁸ 朝倉陽保氏（元 産業革新機構 専務取締役 COO）は、JIC についての第三者諮問会合（経済産業省）に向けて、一旦国内のベンチャー投資に限定して意見集約を図るべき、VC 領域においては官民ファンドの先行事例が多く一定の評価も得ているため、具体的かつ比較的自由度の高い制度設計が可能、と意見を述べている。

経済産業省「株式会社産業革新投資機構（JIC）再構築に関する有識者御意見一覧」（P81-P82）

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jic/pdf/20190326_02.pdf

⁹ 一般に、創業10年以内で企業価値が10億ドル以上（1ドル=112円換算で1120億円）の未上場ベンチャー企業を指す。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。