

JIC についての第三者諮問会合

2019. 1. 18

早稲田大学名誉教授・商学博士 松田修一

第四次産業革命時代のデータ駆動社会に対応するようなスピード感を持ったリスクテイクできる企業の出現が乏しいという日本経済の現状を、イノベーション視点からその課題を整理すると、次の通りになると考える。

- ①東証の制度改革にもつながるが、低成長・低収益・小型株が乱立し、既存産業界での産業構造の新陳代謝が進まない。上場・未上場を問わず既存産業構造の変革を加速する必要がある。
- ②間接金融依存で成長してきた日本企業の財務構造から、オープンイノベーションを積極的に推進し、将来の先行投資に果敢に挑戦するリスクテイク可能な営業利益率 10%超の企業は中核企業でも少ない。ダイナミックな日本経済の牽引企業は数少ない。
- ③近年年間ベンチャー投資金額は 2000～3000 億円（海外ベンチャー投資も含む）に達し、年間 IPO 数は 80～90 社となっている。しかし、国内ユニコーン企業は、片手にも満たない。特に、ユニコーン企業輩出のためのバイオ・ライフ系や素材・部品系を含む研究開発型ベンチャーへの多額かつ長期のリスクマネー供給は依然として不足している。
- ④都心部と地方部との人口構造や経済発展の格差が拡大する中、特に地方中核都市にキラリと光る研究開発型及び地域経営資源活用型ベンチャーを支援する総合的インフラが不足している。

以上のような日本の現状から、JIC に何を求めるかを整理する。

論点 1：JIC の在り方をどう考えるか

INCJ は、ベンチャー投資・資源確保・アジア投資という SWF として発足したが、民業補完の「技術系ベンチャー投資」と「技術で勝ってビジネスで負けた事業や企業への投資」の両面に集中してきた。

ユニコーン「技術系ベンチャー」の育成は、上記③の現状もあり、スタートアップ期からベンチャーキャピタルや事業会社に依存した民間だけでは不足する長期・大型リスクマネーの供給を継続せざるを得ない。投資した成果が出るまでは長期を要する。INCJ が時限立法 15 年の半ばの現在、新たなユニコーン創出のために、新規投資を継続せざるを得ず、JIC の設立は不可避である。

「技術に勝ってビジネスで負けた事業や企業」への投資は、世界の開発スピードとコスト競争に勝てなくなった事業や企業への投資であるから、短期に投資成果を出すことが不可欠である。ただし、一時的な成果はあっても、長期的には次なる新たな挑戦を遅らせる可能性がある。日本の戦後の長期成長の結果出来上がった産業構造が急激な変化を求められる中、経済の混乱を緩やかに進めて行くための緊急措置を JIC が担うこともあろう。

J I Cの在り方は、日本の国富を増やすことを主目的とした収益重視ではなく、将来の日本の産業構造再構築のための最先端技術育成加速を主目的とした政策重視とするべきであろう。

論点 2 : J I Cに期待する役割は何か

2025年に団塊の世代が全員後期高齢者を迎え、日本は、ますますハイコスト国家となる。このハイコストを捻出するために、日本の経営資源を活用し、国内のイノベーションを加速する期間はあまり残されていない。

国内のリスクを取らない資金は家庭や企業に潤沢に存在する。眠っている資金を付加価値活動に活かせる「稼ぐ資金」に転換するには、計算しつくされたリスクに果敢に貢献する起業家と彼らにリスクマネーの供給/ハンズオンを通して支援する専門家の母集団を短期間に加速させるのが両輪といえる。日本の伝統的企業が、依然として終身雇用・企業内組合・年功序列という意識が強く、労働の流動性が乏しかったが、2010年前後から第四次産業革命時代を牽引する最先端の技術を駆使した世界に通用する若い技術系ベンチャーの起業家が輩出し始めた。しかし、彼らに長期・大型のリスクマネー供給機能を担う世界に通用する専門家が日本で多いとは言えない。官民ファンドを担うJ I Cには、世界に通用するリスクマネー供給機能専門家人材の母集団の育成加速を期待したい。

また、現状の日本においては、最先端技術系ベンチャーの早期育成と同時に、既存企業の新陳代謝を加速し、世界市場で戦える産業構造を再構築することも不可欠である。両者を同時に推進するオープンイノベーション手法を駆使し、世界で勝ち残るような、したたかな既存企業は、日本ではまだ少ない。J I Cがリスクマネーの供給を駆使して、既存企業のオープンイノベーションと技術系ベンチャーの橋渡しの加速を期待したい。しかし、役割を終えた産業や企業の救済は、雇用などの政策目的があってもJ I Cの投資支援対象から排除し、あくまでも、最先端技術を駆使して世界市場で勝ち残るベンチャーや事業に限定し、10~20年先の日本の産業構造構築の視点での新陳代謝を加速するという目標を失ってはならない。

論点 3 : 民間プレーヤーとの関係をどう考えるか

出資金と政府保証枠を活用した約 2 兆円の J I Cが、現状では名ばかりの官民ファンドとなっている。J I Cを民業補完ではなく、むしろ最先端技術を駆使して世界市場で勝ち残るベンチャーや事業の加速的育成を政策目標に置くときに、スタートアップ期に民間プレーヤーが手を出しづらい数十億円単位のリスクマネー供給を担う必要がある。市場や顧客視点から、短期間に、明確な知財戦略に基づくプロトタイプの開発と共に、大型資金を呼びこむビジネスモデルの開発スピードが、技術で勝ってビジネスで負けない経営基盤構築に不可欠である。

2023年までに政府が目標に掲げている 20社のユニコーンベンチャーを創出するには、1社のスタートアップ期に二桁(数十億円)~三桁(100億円)単位の投資が必要になる。成功

確率が2～3割と考えると、J I Cの単独で投資のみで、この目標を達成することは困難である。さらに、二～三桁の投資が可能な規模のベンチャーファンドは、日本に片手しかない。J I Cが投資枠2兆円を誘い水に、民間ファンドの組成能力を活用し、大型ファンドを組成できる民間プレーヤーとの連携、すなわち子ファンド又は孫ファンドの共同G P運営が選択肢として考えられる。

日本全体のファンド組成能力がユニコーン企業を輩出するには圧倒的に少ないことを考えると、J I Cの誘い水機能による民間プレーヤーを活用した「日本から世界に通用する技術系ユニコーンベンチャー創出」と彼らの構築した「ビジネスモデルの輸出」による成果が、ハイコスト国家日本の将来の運営モデルになることを期待したい。

論点4：その他、報酬体系・ガバナンス体制に関する意見など

日本経済のイノベーション課題を念頭に、次の4つのテーマにつき意見を述べる。

①投資基準に関する考え方

政府系ファンドには、常に政策目標と収益目標(例えばIRR10%)との何れを優先するかという議論が付きまとう。国民の税金を投入する以上、政策目標を優先的に考えるのは当然である。しかし、日本経済のイノベーションという長期成果を政策目標に掲げる以上は、投下資金＝回収資金という最低限のアウトカムは必達である。

「最先端技術を駆使して世界市場で勝ち残るベンチャーや事業の育成」という「政策目標にふさわしい案件の発掘・投資→長期付加価値活動支援→IPOやM&Aという出口→出口達成後のアウトカムモニタリング」と、その遂行のためのリサーチ能力とビジネスディベロップメント能力を持った専門家人材チームによる投資案件運営が不可欠である。

②報酬体系の考え方

日本の会社運営には、年功序列・終身雇用、経営陣に対する一生の顎足つき処遇という悪しき慣習が、まだ報酬体系を議論する時に残っている気がする。

特に特定目的に対して、世界に通用する専門家人材を集めるときに、提供する能力と目標を達成した時の成功報酬とを併用した報酬体系(固定報酬・業績報酬)は不可欠である。通常ファンド運営には、年間2～3%の管理報酬と運営期間中に総投資額を超えた回収金額との差額の20%前後の成功報酬とがある。

ファンド募集コストは、通常管理報酬に含まれている。J I Cの資金は、政府が政策的に決定した資金枠の運用であることを考えると、募集コスト不要を反映した相当分の低い報酬はやむを得ないが、国際的に通用する専門家に対して成功報酬を含めた年収ベースで1億円は最低限である。

なお、成功報酬を含む報酬に、固定給・短期業績・長期業績の3タイプが考えられる。これを期間で見ると、年間・中期(3～5年)・長期(5～10年)になると考えられるが、技術系ベ

ンチャーの客観的な成果が明確になる出口は、長期間を要するので、中期での投資・回収基準での業績評価は極めて困難である。また、中長期に専門家の入退社もあるので、付加価値活動のプロセスでのKPIを設定し、固定給+短期業績給を決めざるを得ない。

いずれにせよ、リスクとの見合いで、報酬を設定することが基本ルールとなる。ファンド資金を自ら集めていないという点など、ファンドに携わる専門家がどのようなリスクを取っているのか、ダウンサイドはどうなっているのかを踏まえて、アップサイドも設計されるべきである。

③ガバナンスに関する考え方

JICのガバナンスの考え方には、リスクマネー供給のファンド組成方法も含み次の2つのタイプが必要になる。

・株主(政府)とJICの活動

政策目標を実行するためのプロセスは、次の通りになります。

「資金提供者(政府)→取締役→投資→付加価値活動→業績評価と役員報酬」

政府のガバナンスのポイントは、政策目標実行の執行・社外取締役選任、投資ガイドライン(基準)設定、業績評価基準設定に限定し、投資等個別判断は、タイムリー且つ機動力ある専門家集団(執行権ある取締役及び社員)に全面的に委託する。ただし、投資プロセスや業績評価に関しては、外部第三者委員会・監査法人も活用する。

この際、目的別ファンドを必要に応じて組成し、個別ファンド毎にKPIを設定して投資を行っている、イギリスの政府系ファンドであるBritish Business Bank(BBB)のガバナンス構造を参考にすべきである。具体的には、①政府は政策方針に基づき注力領域(産業・地域)を決定した後は、ファンドオブファンズ形式を基本として実際の投資の意思決定には介入しない、②エコノミスト・アナリストチームを組成し、民間が投資しづらい領域分析し、当該領域のみを投資対象とする、③ファンド毎に契約を結び、確実に意図した領域に資金が流れるようチェックする、といったことが行われている。

・ファンド組成方法とガバナンス

JIC資金枠からの直接投資や特定目的別100%ファンド組成以外に、民間プレーヤーや海外プレーヤーの共同GP含むファンド組成が考えられる。これが、認定子ファンドや認定孫ファンドとして組成される場合の認定基準とその運用評価基準の明確化がガバナンスとして極めて重要である。個別投資案件の判断は、共同GPを含む投資委員会が関与する専門家集団に全面的に委託する。

④情報開示に関する考え方

政策目標・投資基準に準拠したファンド運営にあたり、ガバナンスとして重要なのは、タイムリーな業績情報開示の基準である。ルールが整備されていても、JICや組成されたファンドの業績に関して、誰(政府と国民)に対して、どのような内容を、いかなるタイミング

で情報を開示されるべきかを明確にする必要がある。

専門家集団に業績評価給を支給することを前提に考えると、タイミングについては、半期及び決算の年間2回のJ I C及組成ファンドの業績情報開示が必要である。

J I Cの政策目標に合致した投資先については、スタートアップ期の長期成果を狙った大型投資案件が中心であり、短期間にその成果が達成できるものではない。投資先の国際的競争優位性という視点から目標達成進捗状況を中心にした付加価値活動とその成果としてのインタンジブルアセットの増加が明確になる定量的・定性的な報告内容を工夫する必要がある。

以上