

これまでに第三者諮問会合において頂戴した主な御意見(案)

平成 31 年 1 月 30 日

1. JIC が果たすべき役割

(JIC の目的・役割)

- ・JIC は、グローバルな競争力強化の観点から、世界を視野にいれて新産業を育成する、国家戦略を実行する組織を目指すべき。
- ・JIC に対する期待が大きすぎる。限られた人材と資金の中で、オープンイノベーションの発展にベストを尽くす、という志が大切。
- ・民間ファンドが資金を供給できていない有望企業に特化して、上場後も含めた長期的な支援を実施することを期待。民間ファンドの「呼び水」の機能を果たした後は、速やかに退出するのが適当ではないか。
- ・ベンチャーエコシステムの拡大・発展のため、①VC ファンド投資による運用者育成、②リスクマネーの直接・間接投資による下支え、③機関投資家マネー呼び込みのための触媒機能を期待。
- ・JIC 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。
- ・JIC 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。その際、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。
- ・オープンイノベーションを掲げ投資を実行していく以上、中心となる事業者はある程度の規模が必要であり、大企業の変革を促すような規模の大きな投資へのシフトもあるのではないか。
- ・透明性をもち説明責任を果たしつつ、政策実現が一義的に重要であるということを明確にするべき。
- ・国のお金を原資とする JIC のファンドマネージャーに必要な資質・適性と民間ファンドのそれとはやや異なる。JIC においては、むしろ「政策投資運用官」のようなイメージに近いのではないか。
- ・官民ファンドの意義として重要なことは、行政機関がリスクマネーを扱うということである。世界的に見れば、シンガポールなど多くの国の行政機関がリスクマネーを扱いながら産業の成長を達成している。昨今は、「自国ファースト」の流れも強まる中、JIC の活動により日本の産業が国際社会で闘い続けられるようにするべきではないか。
- ・我が国においては、リスクをとる人材が少なく、ファンドの GP や LP を担える人材も枯渇している。JIC には、意欲ある人材にキャリアアップの機会を与え、人材を育成する機能を持たせるべきではないか。

(民業補完の原則との関係)

- ・JIC の役割は、民間が十分にリスクマネーを供給できない分野に投資をすること。具体的には、①想定されるリスクが大きい分野、②投資回収までの期間が長い分野、③産業分野として揺籃

期にあり、グローバルな競争力の強化が必要な分野、④IPO 後のフェイズに成長資金が十分に流れていない分野。

- ・政策目的に合意が得られたとしても、民間でできないのか、改めて議論することが必要。商業ベースの利益を出せるのであれば、官民ファンドでなく、民間プレーヤーが行うべき。
- ・JIC は、民間ではできない長期で大規模な資金供給に意味があるが、さらに他の官民ファンド等との役割や機能の違いをきちんと整理すべき。
- ・JIC が高収益を上げ過ぎると、民業圧迫になってしまう。
- ・民業補完すべき市場の失敗の状況や政策目的自体も変化していくため、継続的な検証を行うべき。
- ・JIC が GP として投資すべきエリアは、国策として守りたい、または強化したいエリアや、民のリスク・リターンに合わないエリア。
- ・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(孫)ファンドの共同 GP 運営が選択肢として考えられる。

(JIC・ファンドの具体的な機能・役割)

- ・JIC はファンドオブファンズの形で運営されるべきであり、直接投資は控えるべき。
- ・JIC の中心的役割は(ファンドオブファンズとして)全体のアセットアロケーションに留め、個別の投資・運用は認可(子)ファンドに任せるべき。
- ・政府は、JIC に対して①ファンドの目的、②政策ポートフォリオ、③全体のリスク量と目標リターン、④JIC の定性的 KPI、⑤年間計画の承認などによる説明責任の担保について示し、JIC 本体は、このフレームワークのもと、政策実現のためのファンドのデザインを行い投資するファンドオブファンズのマネージャーに徹するべき。
- ・ファンドオブファンズを原則とし直接投資はしないとしつつも、今後の状況変化の可能性も踏まえ、ある程度のフレキシビリティは残しておくべき。
- ・民間が難しい分野は、まずは 100%JIC で組成し、民間に共同投資を求めていくのが自然ではないか。
- ・ファンドオブファンズという言葉で JIC の性格付けをすると、人によって解釈が異なるので注意が必要。「ファンドオブファンズ」には、一方では LP 出資だけに限るという解釈から、他方では GP/LP 出資・coGP も含まれるという解釈まで、かなり幅広い。主要な役割を整理して掲げた方が正しく伝わるのではないか。JIC の役割としては、上記の後者が該当すると考える。
- ・JIC 本体の役割は、①認可ファンドへの一流プレーヤーのリクルート、②政策目的に沿った戦略的なファンドの組成、③各種ファンドのポートフォリオ管理、④認可ファンドの投資の打ち切りや GP プレーヤーの入れ替えの判断、⑤国の政策目標への理解とその貢献状況の確認となるべき。
- ・JIC は、単なる認可(子)ファンドの管理を行うだけでなく、収益を追求しながら政策目標を達成するべく、主体的に動いて機動的・戦略的にファンド組成を行うことが必要。
- ・JIC は政策目的の達成と認可(子)ファンドからの実際の投資とを整合させる機能を果たすべき。

2. 政策目標と収益目標

(全体の体系)

- ・JIC は、政策目的の実現が一義的に重要であり、その前提の下で、組織運営における金銭的な収益の位置づけを整理するべき。成功報酬がまず存在するのではなく、政策目的などの KPI を提示すべき。
- ・JIC の在り方は、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。
- ・JIC は、政策目的の達成と収益確保の両立というナローパスを実現する必要。
- ・政策目標を優先的に考えるのは当然だが、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。
- ・JIC 本体は、全体のポートフォリオ管理によって、政策目的を達成しつつ元本を返す。その一方で認可(子)ファンドは、民間資金を集めるようにプレッシャーを掛けられて IRR 最適化に努力する。こうした 2 重構造にするべき。
- ・認可(子)ファンドには、それぞれに対して政策目標と収益目標を設定。それに応じたトラックレコードの確認とインセンティブ設計を行う。その上で実際の投資を通じてトラックレコードを構築。

(政策目標／収益目標の内容)

- ・政策目標については定性的にならざるを得ないものもあるが、ある程度の共通イメージを持つておくべき。収益目標については、未公開企業についても理論的な企業価値上昇分を参入するなどして、全体を定量的に評価可能とする手法もある。
- ・財投資金を活用した官民ファンドであることを踏まえると、原資に対する収支相償＋資本コスト＋若干の上乗せというのが金銭的リターンの基本的考え方となるべき。
- ・JIC による投資の金銭的リターンについては IRR よりもマルチプルで見るべき。
- ・金銭的に低い水準のリターンしか掲げない組織に資金や人材が集まってくるのかは疑問であり、長期的にリターンをしっかりと出すことを目指すべき。
- ・国策という魅力と、長期のリターン目標を両立すれば、良い人材が集まるのではないか。人材の市場価値が上がる組織でないと、人は入ってこない。
- ・JIC は民間のプレーヤーとなる(人材ではなく)チームの育成を目指すべき。
- ・政策目的は具体的に定義すべき。収益(カネ)だけでなく、ネットワークの提供であるとか、重要な情報の獲得なども含まれるべき。

3. JIC によるファンド組成・管理

(認可(子)ファンド組成の基本的考え方)

- ・政策目的や環境認識の変化に応じて、異なる性格(規模、期限、運用方針、収益目標等)のファンドを組成することができる利点を活かすべき。

- ・ファンド毎のミッションを明確化すべき。ファンドである以上、リスクに応じた相応のリターンを求め
るべき。
- ・バイアウトに限って言えば、リスクマネーは民間に十分な量が既に存在する。リスクマネーの供
給よりもむしろどうやって産業構造の変革を促すかが課題。
- ・実務では色々なケースが想定され、実際の業務運営の中で、JIC と認可ファンドで考えていく
べき部分もある。あまり型をはめるべきではなく、基本的な考え方を示した上で、JIC が考えるよう
にすべき。
- ・JIC の認可(子)ファンドにおいては民間のディシプリンを活用し、投資先企業の資金調達におけ
る民間出資の喚起、二号ファンド以降への民間投資家の出資により民間資金の呼び水となるべ
き。
- ・ドイツのハイテク基金のように、徐々に民間出資比率を高めている組織も存在する。JIC は民間
資金の呼び水となってエコシステムの形成に寄与すべき。
- ・JIC は、政策的にすぐに投資を行う必要性から一号ファンドは 100%公的資金で構わないが、二
号ファンド以降は民間資金を入れる形で組成、三号ファンドは民間資金のみで組成(組成できな
い場合は再検討)し、ファンドのインキュベーション機能を果たすべき。
- ・一号ファンドが成功した場合には、次のファンドは一気に民間ファンドへと移行してしまうし、逆に
失敗すると民間資金は入らない。一部だけ民間が資金入れるような中間的な形態の二号ファン
ドというものが成り立つのか疑問がある。
- ・二号ファンドを一号ファンドと同じ分野で組成し、そこに民間が出資するのであれば、一号ファン
ドは EXIT のタイミングになった、と考えるべきではないか。
- ・投資分野の性格として、民間が資金を張ることができない分野については、二号ファンド以降も
JIC から 100%出資する覚悟が必要。
- ・民間からの資金をいつまでも集められない分野は、本来ファンドでなく補助金で対応するか、GP
を替える等の改良が必要。

(ファンドへの LP 出資について)

- ・JIC が民間ファンドに LP 出資することで、民間資金の呼び水となることが可能。ファンド人材の
層の厚さを考慮すると、民間の目利きを有効活用すべき。
- ・民間への LP 出資や民間 GP との共同投資の形態が適切。
- ・JIC が民間ファンドに LP 出資をする場合には、量的補完等によってファンドサイズをただ大きく
するという以上の意味付けが必要。
- ・JIC の民間ファンドへの LP 出資を単に量的補完という目的で実施するとモラルハザードのリスク
が生じえるため注意が必要。
- ・当該分野の投資について政策的に民業補完の必要があるが、既に民間プレーヤーが存在する
場合には LP 出資の形で対応すれば良い。その一方で、バイオ・新素材等の民間からのリスクマ
ネーが入ってこないまたは限定的な分野については、JIC 本体が主体的にファンドを組成する
(GP/LP)べき。

- ・内部のハンズオン人材が限られている場合には、そのような人材がいるところに GP を任せて、LP 出資をするということも考えられるのではないか。

(その他)

- ・デューデリジェンス等ができる体制を全て自前で抱える必要はなく、調査分析機能も含め、できるだけアウトソースを活用すべき。

4. 認可ファンドへのガバナンス／モニタリング

- ・JIC のガバナンスの原則として、きちんと透明性を確保し、説明責任を果たすことが重要。
- ・公的資金が入るということは、通常の民間ディールとは異なる透明性が求められるべき。
- ・子(孫)ファンドが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。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。
- ・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。JIC や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開示すべきか明確にする必要がある。
- ・子(孫)ファンドに関する管理手数料については原則として公開するべき。

(JIC による関与)

- ・個別ファンドへの関与については、ファンド毎に異なるのが当然。政策目的はあるが民間の経験者が存在しないファンドの場合、ファンドのインキュベーションとなるので、通常の民間ファンド以上にモニタリングが必要。民間資金を集められる実績のあるチームが集まるのであれば任せていくべき。
- ・JIC が認可(子)ファンドを組成する際には、ファンドの設計段階から政策目的を入れ込んでおき、ファンドマネージャーは政策目的を意識せずにパフォーマンスに集中できるようにするべき。
- ・認可(子)ファンドについては、二号ファンド組成のために3~4年で投資内容(トラックレコード)を評価するべき。

(その他)

- ・認可(子)ファンドのガバナンスの重要性を踏まえると、階層はできるだけ少なくするべき。

5. JIC 取締役・経営陣等に求められる資質・能力／評価基準及び体制／報酬

(求められる資質・能力)

- ・JIC 本体と認可(子)ファンド側では必要となる人材が異なることを踏まえる必要がある。

- ・JIC 本体の経営陣にはファンド組成の経験があり、ファンドマネージャーとの対話や JIC ポートフォリオ全体のリスク・リターンを管理を行うことができる人材が必要(プロ LP が望ましいが、少なくともファンド GP 経験者はいた方がよい)
- ・JIC 本体の経営陣は、認可(子)ファンドのガバナンスの必要性も踏まえると、自らが GP の経験を有し尊敬される人材であることが必要。
- ・JIC 経営陣に期待する資質は、「広範なネットワーク(VC に対する理解とアクセス)」「投資戦略に対する深い理解(産業・技術・ステージ別に異なる投資戦略への理解)」「投資ファンドに関する法制面の知識(ファンドのストラクチャリング、ベンチャー投資契約、国内・海外税制、VC ファンドの内部統制・ガバナンス)」「実務上の投資経験(VC ファンドに対する投資経験、海外 VC ファンドへの投資経験があれば尚良い)」「パートナーシップ・コーチングマインド(リターン最大化のみならず、GP 育成・産業育成の観点を併せ持つ)」。
- ・JIC 経営陣に求められるのは、自らが投資することを前提にしたプロのファンドマネージャーとしての能力よりも政策目的への理解やファンド経由の投資の評価ができる能力。
- ・JIC 経営陣は、ファンド経験者も含めて「市場金融に関する深い知見を有する者」という条件をみたすべき。
- ・JIC 経営陣には、政府からの無理な要求は押し返す一方で、政府からの要求を契約やストラクチャーに落とし込むことが求められる。
- ・JIC 本体の経営陣は、政府と認可(子)ファンド間のコミュニケーションができる人材として、政府との対話能力や政策目的に合っていることのチェック能力が必要。
- ・JIC の公的性格に鑑みると、金銭的なインセンティブのみを求める人材ではなく、社会に貢献しようとする意識のある人材であるべき。
- ・組織の核となるポストに判断力の優れた人材を登用できるかどうかが決定的に重要。
- ・国策だからというだけでは人材の確保は難しく、核として魅力ある人材がいなければ、良い人材は集められない。
- ・認可ファンドには、当初は赤字だが中長期的にはリターンが出てくるというエクイティストーリーをきちんと実現できる人材が必要。
- ・投資人材はトラックレコードを気にする。下のファンドの組成は民間の考え方に近いことが必要ではないか。

(評価基準、評価体制)

- ・JIC 経営陣の評価は、政策目的の実現と収益の確保の両立の観点から、それぞれに応じた評価をすべき。
- ・JIC 本体と JIC の下に設けられる認可(子)ファンドとでは評価体系や報酬体系が違っていても良い。またその際に両者の役割をどのように定義し、ミドルバック機能をどの程度の水準とするかも含めて全体を設計すべき。
- ・定性的な評価も入ってよく、だからこそ報酬委員会が必要になる。政策目標の達成度の評価は短期では難しく、対応する賞与は長期賞与のようなものになる。

(報酬)

- ・マニフェストとインセンティブを一致させることが必要。
- ・JIC 本体は公的な機関であるから、固定給＋政策達成度合に応じた業績評価給とすべき。資金集めをせず、自ら出資していないのにアップサイドを渡してもモラルハザードになる。
- ・ファンド立ち上げ時に最も重要となる資金集めが必要ない一方、一定の身分保障の下で組織に属するのではなく JIC での実績をもとに独力で次のポストを求める必要がある、という違いを考える必要がある。
- ・JIC の経営陣の報酬は、固定給プラス賞与でよい。成果やインセンティブには賞与で対応し、ファンド運用にかかるキャリアは不要。報酬全体額に、類似の政府系組織、たとえば GPIF のキャップをかけてよい。
- ・JIC の経営陣には、政策目的の実現と収益の確保の両方にコミットをしてもらう以上、それらに対するパフォーマンスを評価し、それらに応じた報酬であるべき。
- ・有能な人材を集めることが重要。これまでの経緯から報酬の水準を抑制的にする考え方もあるが、国の競争力を高めるためにそれなりの水準にする考え方もある。
- ・トップレベルの投資人材の確保には一定程度の報酬水準が必要であると考える一方で、民間のルールをそのまま当てはめても必ずしも国民の理解は得られない。
- ・JIC 本体の経営陣と認可(子)ファンドのファンドマネージャーの報酬が連動する部分があっても良いのではないかと。対外的なメッセージとして、JIC 本体の経営陣と認可(子)ファンドが同じインセンティブを有しているということは重要。
- ・認可(子)ファンドのファンドマネージャーの報酬はファンド毎に設計。アップサイドは個人のトラックレコードと政策目的に合わせ個別交渉とすべき。
- ・認可(子)ファンドの報酬にはキャリアを入れるべき。その際には、自らの資金を投資すること、クローバックを入れることについても検討すべき。
- ・運用者にトラックレコードがなく、JIC の資金のみで設立する場合、アップサイドの報酬やファンドサイズの一定割合のフィーでなく、経費を予算化すべき。
- ・リスクとの見合いで報酬を設定することが基本ルール。ダウンサイドはどうなっているかを踏まえて、アップサイドも設計されるべき。
- ・公的資金であり、透明性をしっかりと保つことが重要。

6. 政府との対話等

- ・(株主としての)政府と JIC が定期的に対話し、社外取締役の機能発揮も含めた形でガバナンスが機能することが重要。
- ・実際の業務運営やその設計については一定の自由度を確保する一方で、政府との対話を通じたガバナンスをきちんと発揮できるようにすることが重要。業務運営や設計とガバナンスの両方を厳しくすると人が集まらない。

- ・政府は政策目的を踏まえて、投資分野や認可(子)ファンドの選定基準を明確にした上で、JIC 全体のポートフォリオの状況について定期的に確認する役割を果たすべき。
- ・政府は個別案件には一切関与しないということを担保することが重要。プロセス管理ではなく成果を管理し、最終的な結果をしっかり評価し、透明性も確保すべき。
- ・官民ファンドを通じて、行政機関のリスクマネーへの理解が深まること及び、民側も行政機関の役割をより理解し、官側・民側双方に共通の認識・知見が蓄積されるようにするべきではないか。

以上