

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

- ① 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 ……1
- ② 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 ……9
会長 仮屋 蘭 聡一
「日本のベンチャーエコシステム現況における JIC への期待」
- ③ 株式会社東京証券取引所 ……13
執行役員 青 克美
「産業革新投資機構への期待(市場開設者の立場から)」
- ④ 株式会社 INCJ ……14
「INCJ(旧産業革新機構)について」
- ⑤ 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 ……47
座長 松田 修一
- ⑥ 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会 ……52
民間委員 水野 弘道
- 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 ……55
民間委員 池田 弘
- ⑧ 株式会社産業再生機構 ……56
元代表取締役社長(CEO) 齊藤 惇
- ⑨ 株式会社産業再生機構 ……58
元代表取締役専務(COO) 富山 和彦
- ⑩ 株式会社産業革新機構 ……78
元代表取締役社長(CEO) 能見 公一
- ⑪ 株式会社産業革新機構 ……81
元専務取締役(COO) 朝倉 陽保

(敬称略)

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、上記の后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・リターンの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。

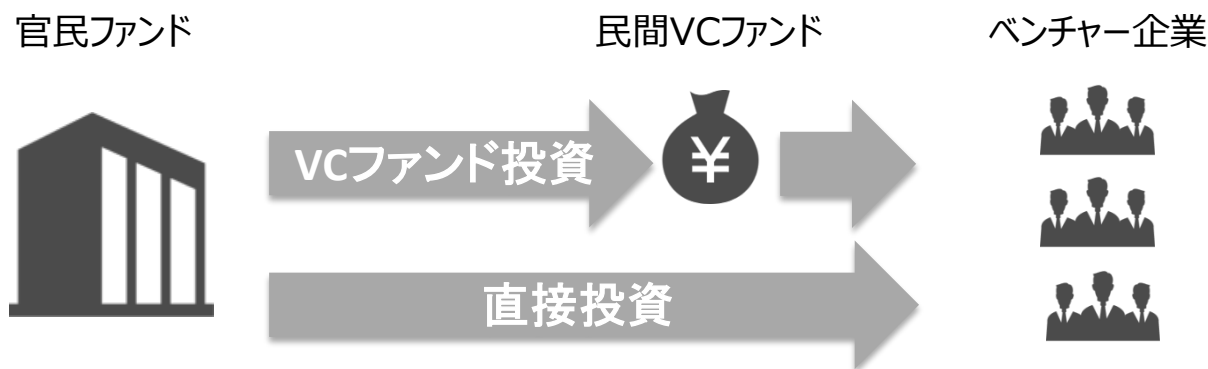
以上

日本のベンチャーエコシステム現況における J I Cへの期待

一般社団法人 日本ベンチャーキャピタル協会
会長 仮屋 蘭 聡一

2017年12月6日「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)」ご提出資料<再掲>

- ◆日本のリスクマネー供給量は順調に成長中。中でも官民ファンドの貢献は大きい。但し、先行する米国と比較すると差は依然として大。
- ◆これまで必要資金量が比較的小さいIT分野は官民ファンドの貢献を得つつ民間主導で投資が進んだ。
- ◆今後資金需要が高まるのは長期かつ大型資金が必要となるヘルスケア・金融分野やAI・IoT等の第4次産業革命分野。
- ◆これまでの官民ファンドの主な貢献は、VCファンド投資を通じたファンド運用者数拡大と、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。



➡ 本発表では、民間VCと特に連携が進んでいる産業革新機構と中小機構に関し、これまでの連携事例と更なるエコシステム活性化に向けた期待について取り上げる。

2017年12月6日「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)」ご提出資料<再掲>

エコシステム発展には国内外機関投資家マネー獲得が不可欠だが中長期的取り組みとなる。短中期における官民ファンドへの期待は、VCファンド投資による運用者育成及びリスクマネー成長の直接・間接投資による下支え。

課題及び方策

官民ファンドへの期待

＝課題＝

ベンチャーエコシステムの拡大・発展

＝方策＝

→短中期
継続的な官民ファンドによる下支え

→中長期
国内外機関投資家マネーの獲得

1. VCファンド投資を通じたGP(VCファンド運用者)育成

- －シードやテクノロジー投資ファンドの出資先数拡大
- －レイターステージ投資をする大型ファンドへの大型投資
- －テクノロジー投資ファンド向けに期間を長くした投資
- －VCファンド投資を通じたGPの育成
(ガバナンスへの参画、GPに対するファンドマネジメントノウハウ教育等)
- －官民ファンドにおけるVCファンド投資担当者強化
(VCファンド投資担当者の長期継続による経験値の蓄積等)

2. 直接投資を通じた民間資金補完

- －レイター段階の大型投資(民間の補完)
- －大型資本を必要とする技術系ベンチャー投資
- －但し、民間との協調投資・繋ぎ込み方法には工夫を期待

3. 機関投資家マネー呼び込みのための触媒機能

- －ファンド会計の国際標準化促進
(パフォーマンス評価方法として公正価値評価を出資先ファンドへ推奨)
- －国内外機関投資家の呼び込みを促進する機関投資家優遇措置
(例. イスラエル ヨズマプログラム)

J I Cには産業政策・イノベーション促進を第一義に、直接投資およびFoF投資による民間連携・補完を希望。なお、FoF投資では下記のスキルセットを備えたVC産業理解の深い経営陣を期待。

J I C 経営陣に期待する資質

□ 広範なネットワーク

VC(GP)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(シード～アーリー～レイター)
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に関わる法制に加え、
ベンチャー投資契約、国内・海外の税制および
VCファンドの内部統制・ガバナンス等

□ 実務上の投資経験

VCファンドに対する投資経験。グローバルスタン
ダード理解の観点から、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

投資先VCのモニタリング・ガバナンスにおいて、
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

左記を通じてJICと民間で実現したい姿

VC-GPファンドマネジメント能力向上
による国内外機関投資家の呼び込
みを通じた、リスクマネー供給拡大

J-startupの発展・ユニコーンの
輩出による、新産業創造
および競争力強化

産業革新投資機構への期待（市場開設者の立場から）

2019年1月18日

株式会社東京証券取引所

執行役員 青 克美

今後の我が国経済の成長のためには、新規・成長産業へのリスクマネー供給等の機能を強化していくことが必要不可欠との認識のもと、市場開設者の立場から、産業革新投資機構（以下「JIC」という。）に対して、以下のように期待したい。

1. 民間ファンドが資金を供給できていない有望企業への特化

- 現状、毎年100社程度のIPOが行われているが、ITや情報通信・サービスなどの企業が多く、こうした産業に関しては、上場前の民間ベンチャーキャピタルによる資金供給が活発
- 一方で、これからの我が国の新しい産業を創造していくような、大きな成長が期待される先行投資・研究開発型の企業に関しては、諸外国と比較して上場事例・成功事例は少なく、民間ファンドにおける資金供給も圧倒的に不足
- JICには、民間ファンドが資金を供給できていない有望な企業に特化して、リスクマネーの十分な供給がなされることを期待

2. 上場後も含めた長期的な支援の実施

- 現状、ベンチャーキャピタル等が上場時（あるいはその直後）にイグジットして、上場後に個人投資家中心の市場が形成される例が多い
- ベンチャー企業が上場後も力強い成長を続けることが期待されるが、そのためには、上場後も機関投資家によるリスクマネー供給と、それを受けるに足る経営体制に係る継続的な支援が重要であり、とりわけ、先行投資・研究開発型の企業に関しては、より長期的な支援が必要
- JICには、例えば、上場後に企業の研究開発が進展し、市場の流動性も高まり他の機関投資家の投資対象となるまでは、継続保有し支援を続けるなど、長期的な目線で企業を育成する「ロールモデル」となることを期待

3. 民間ファンドの「呼び水」となった後の速やかな退出

- 現状、上記のような先行投資・研究開発型企業を育成していくためのエコシステムが我が国に形成されていないことは大きな課題
- そうしたエコシステムを形成していくためには、本来は民間ファンドがリスクマネー供給の担い手として十分に機能していることが必要
- JICには、その「先導役」としての役割が期待されており、今後、民間ファンドによる環境が整った後は、速やかにその役割を終えることが適切

以 上

INCJ(旧産業革新機構)について

2019年1月18日

設立の背景

日本の産業構造の大きな転換期（2007年～09年）

グローバル化、オープン化、知識経済化の潮流

■ 日本の産業構造の課題

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』
『ものづくり』と『サービス』の接近と融合への対応
業種なき産業構造への対応

■ 民間ファンドでは出来ない機能への期待

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

政策ビジョンを実行するための促進剤
時限的な組織

の概要・基本方針

オープンイノベーションを通じて
次世代の国富を担う産業を育成・創出する

概要

- 産業競争力強化法に基づき、2009年7月より運営開始
- 運営期間は15年間
- 投資能力は約2兆円

基本方針

- 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
- 比較的中長期のリスクマネーを提供
（投資収益率（IRR）ではなく長期の投資回収倍率（MoC）を重視）
- 民間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）

投資基準

- 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こと

INCJの実績（投資vs.回収）

Exit実績（2018年3月末時点：43 件+LPS）



現時点Performance

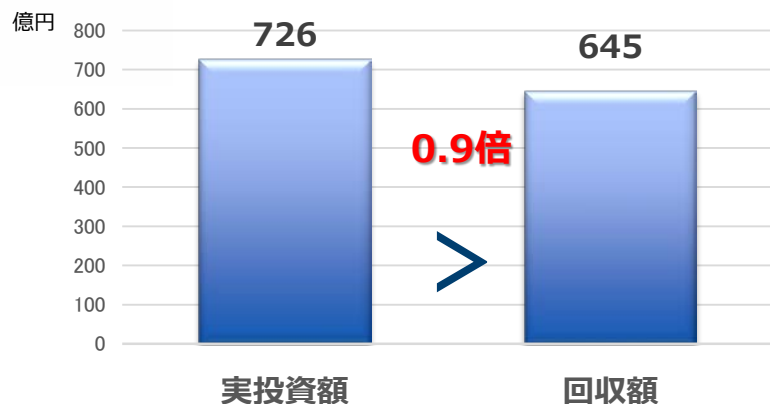


想定Valueは、2018年3月末時点での既回収額、保有投資有価証券等の合計(損失引当金控除後)

INCJの実績(投資vs.回収)

アーリー/ベンチャー企業投資

実績 (2018年3月末時点 : 31 件+LPS)

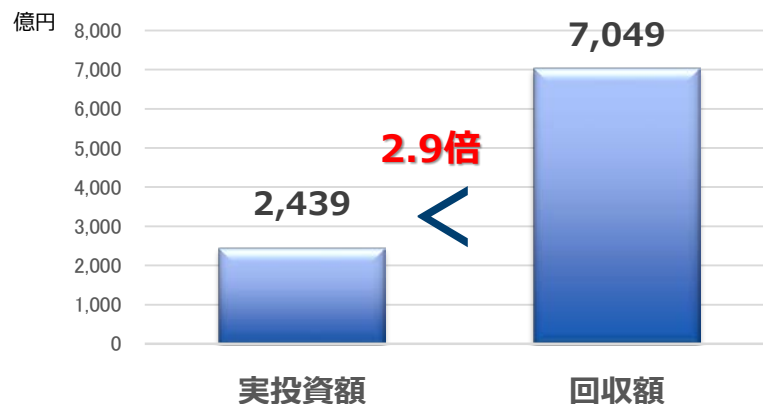


現時点Performance

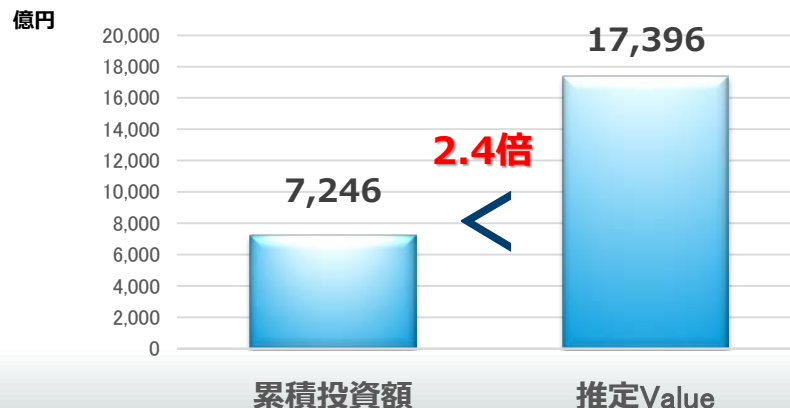


事業再編・統合 / 海外資産活用

Exit実績 (2018年3月末時点 : 12 件)



現時点Performance



INCJの貢献（定性的評価）

件あたりの投資額は数億円から30億円超（ベンチャー）
のみならず、ライフサイエンス、化学・素材、ものづくり等へ投資

のベンチャー・グロース投資グループの累計職員数約70名
出資先においてキャピタリスト94名（新規55名）を育成

M&Aを積極的にサポート
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

INCJの政策目標(KPI)

INCJ全体のKPI	目標	進捗状況（平成30年9月末現在）
収益性 INCJ全体の長期収益性（回収額÷（売上原価＋間接経費））	1.0倍超 ※個別案件では期待収益2倍以上が目標	2.6倍となっており、目標を達成
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（グローバルリーダー企業創出、ゲームルールの変革等）が達成されている件数の比率	66%以上	88%（42件中37件）となっており、目標を達成
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	【INCJ全体】 平成30年度末までに11件以上 【うち健康医療分野】 平成30年度末までに5件以上	INCJ全体：10件 健康医療分野：5件 健康医療分野は目標を達成、INCJ全体の目標は未達成
ベンチャー支援 INCJ全体に占めるベンチャー等投資比率	件数ベースで66%以上	79%（129件中102件）となっており、目標を達成
民業補完 民間からの協調出資がなされた件数の比率	【INCJ全体】 95%以上 【健康医療分野】 100%	【INCJ全体】 99.3%（133件中134件） 【健康医療分野】 100%（24件中24件） となっており、目標を達成 ※実投資額9,435億円に対し誘発された民間投融資額（呼び水効果）は7,002億円（INCJ創設以降の累積）

INCJの実績(個別投資案件)

EXIT済み個別投資案件の株式譲渡金額、収益等については、投資先企業および譲渡先企業に不利益を与える可能性があるため、公表を控えてきた。今般、改めて開示内容について見直しを行い、IPO銘柄および上記関係会社が開示を行っている場合については、原則として、下記の通り公表することとした。

IPO/PO案件(含一部売却)

2018年1月末現在* (単位:100万円)

会社名	実投資額 (付随費用除く)	回収額 (配当等含む)	損益
ジャパン ディスプレイ	93,000	163,634	70,634
中村超硬	1,245	1,298	53
リファインバース	500	970	470
ヨシムラフードHD	900	2,615	1,715
エルテス	300	1,292	992
Landis+Gyr Gr.	53,509	102,464	48,956
**ルネサス エレクトロニクス	71,529	559,209	487,680
(内デンソーへの売却2018年3月9日公表)	(9,003)	(81,029)	(72,025)

INCJの実績(個別投資案件)

2018年1月末現在 (単位:100万円)

会社名	実投資額 (付随費用除く)	回収額 (配当等含む)	損益
JEOL RESONANCE	1,500	2,950	1,450
日本インター	3,500	6,236	2,736
ユニキャリア ホールディングス	30,000	73,317	43,317
アルプス グリーンデバイス	6,249	1,200	-5,049
KBI Biopharma	5,339	9,151	3,812
アグラ	600	107	-493
出版デジタル機構	7,000	12,452	5,452
All Nippon Entertainment Works	2,220	35	-2,185
Peach Aviation	1,940	13,905	11,965



投資事業グループ関係

ミッションと活動実績

「オープンイノベーション」を政策目標と投資リターンとのバランスを取りながら、再編・統合、海外投資を通して実現

/戦略

再編・統合投資

- 大型の再編・資本再構築に必要な資金を提供
 - ✓ 大型の事業再編・統合を支援し、民間の投資ファンドでは対応できない資金調達を補完
- 官民ファンドとしての中立性の活用
 - ✓ 民間の投資ファンドでは難しい行司役として再編を促進
- 再編後の統合過程を支援
 - ✓ 新会社の戦略策定など、PMI（ポスト・マージャー・インテグレーション）の活動を主導

海外投資

- 日系企業の海外展開の支援
 - ✓ 海外企業の販路、生産拠点、技術等の獲得による成長市場へのアドレスや日本への技術の還流を支援
- クロスボーダーM&Aの支援
 - ✓ 買収交渉やPMIなど、国内買収より難易度の高いプロセスを支援
- リスクマネーの提供
 - ✓ 企業の規模対比金額の大きいM&Aのリスクをシェア

実績

- 多様な再編スキーム
 - ✓ 投資実行時、投資後、Exit時と多様な手法で再編を促進
- 新規事業・技術の創出
 - ✓ 多くのオープンイノベーションに繋がる動きを後押し

12件 約5,900億円*

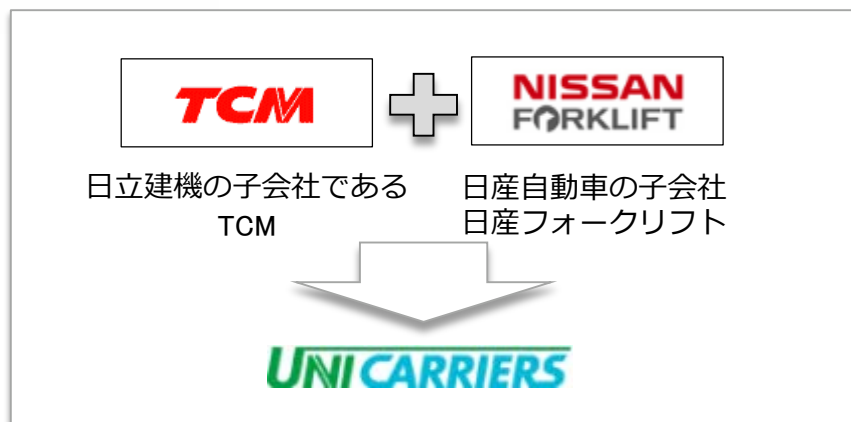
- グローバル再編の促進
 - ✓ 日系企業を含むグローバル企業創出に貢献
- 海外ネットワークの拡充
 - ✓ 海外金融機関や民間ファンド、SWF等との連携の深化により日系企業の海外展開を支援

16件 約2,700億円*

ユニキャリアホールディングス株式会社

グローバル第三位 フォークリフト企業の誕生

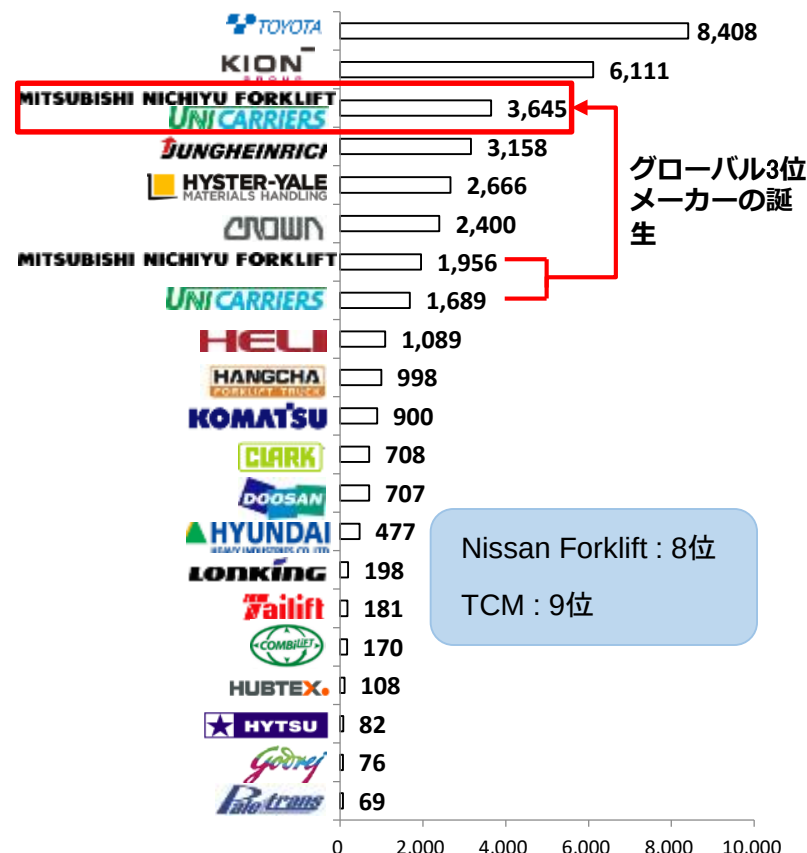
UNICARRIERS



- ・ 事業再編後、グローバル市場における競争力を強化
- ・ 支援決定金額：300億円（上限）
- ・ 支援決定公表日 2012年3月31日
- ・ Exit：2015年7月に三菱重工業株式会社及び二チユ三菱フォークリフト株式会社に全株式譲渡

※現在は二チユ三菱フォークリフト株式会社の100%子会社

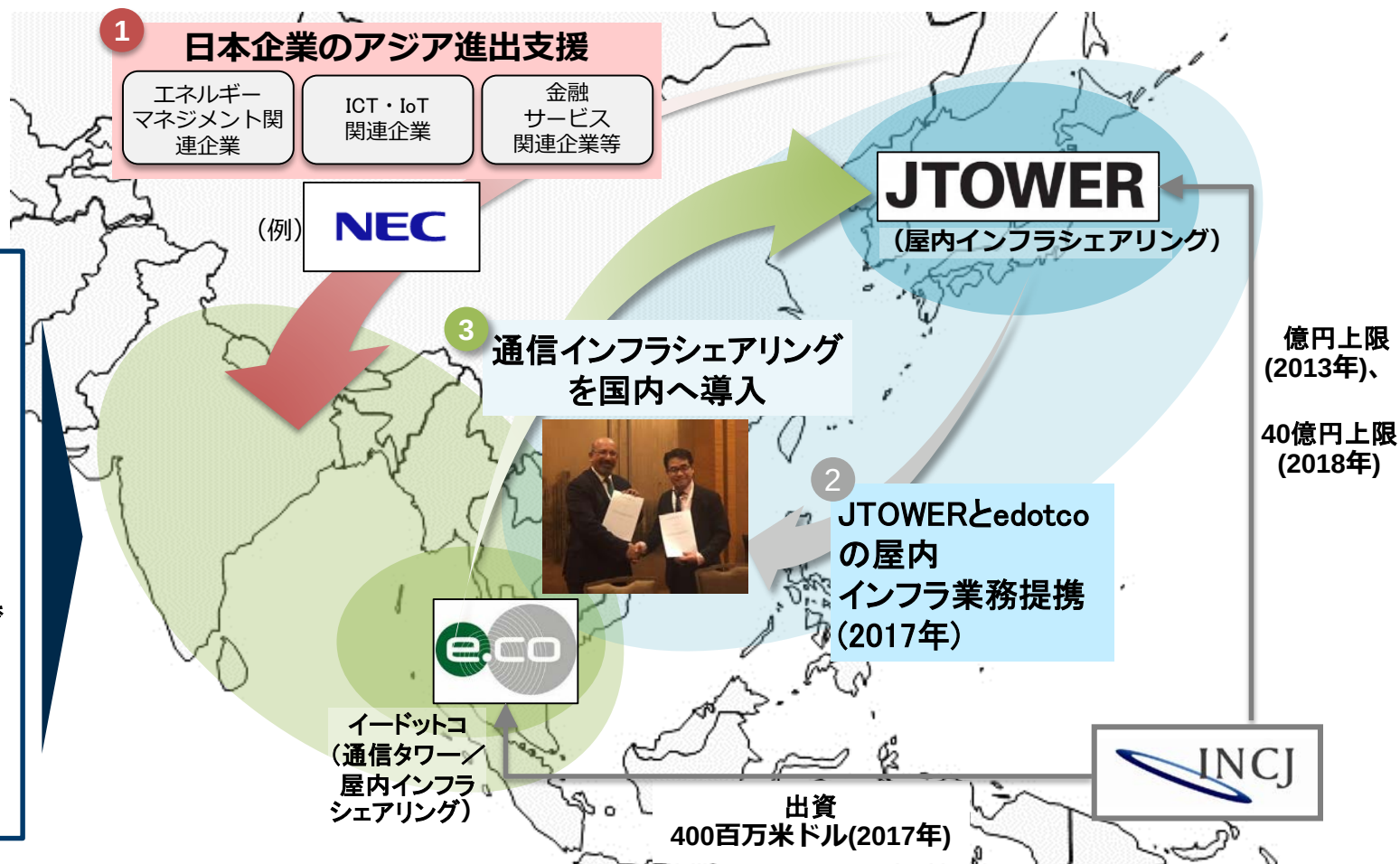
グローバルトップ20社の売上高（※フォークリフト事業単体の数値; 百万ドル）



個別分野における対応の例： 通信インフラビジネス

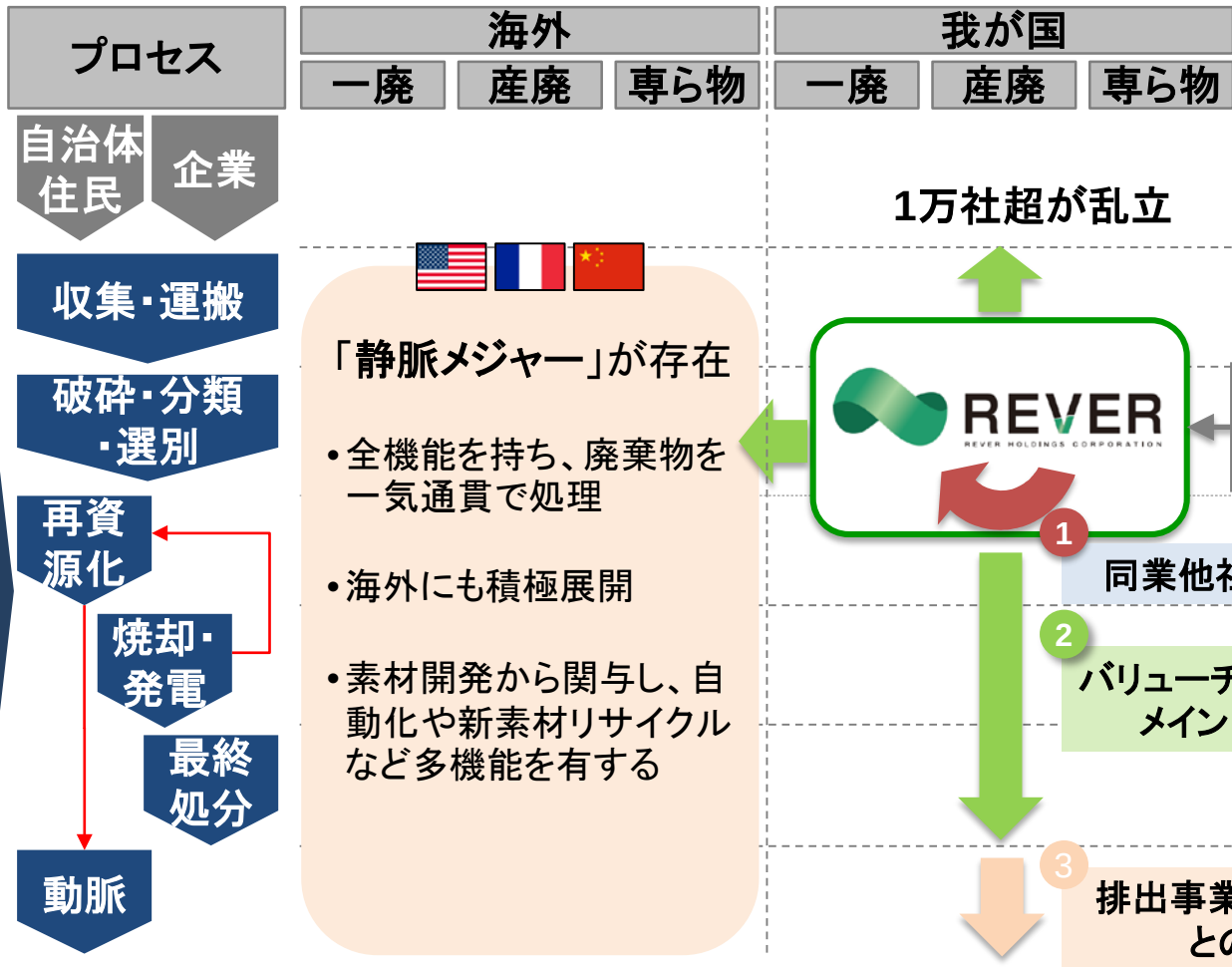
課題認識

- 通信データ容量増加と5G対応による、通信キャリアの設備投資効率化ニーズの高まり
- グローバルで通信インフラシェアリングが普及する中、日本では未開始でありノウハウ不在
- 国内ICT関連企業等の海外展開が不十分



今後も海外通信インフラ企業への投資を積極的に追求し、中長期的には将来のIoTコスト削減に繋がる通信インフラシェアリングの国内での導入拡大を目指す

個別分野における対応の例： 静脈産業ビジネス



※一廃：一般廃棄物、
産廃：産業廃棄物
専ら物：専ら再生利用可能な物

出資(2017)
32億円上限



同業他社のロールアップ

バリューチェーン及び事業ドメイン(品目)の拡大

排出事業者など動脈企業との連携強化

静脈産業における再編統合の主体となるプラットフォームを構築し、
循環型経済を実現できる規模・信用・技術を持つ日本発の静脈メジャーを創設する

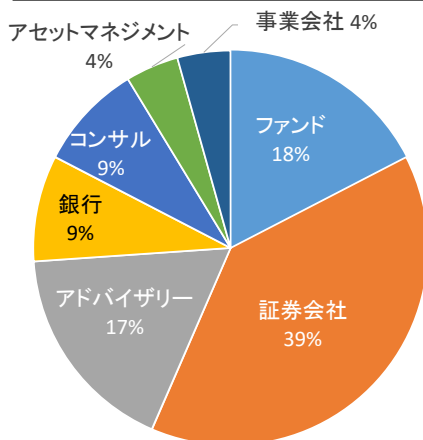
投資事業グループ人材バックグラウンド

採用方針1：若手メンバー中心の採用、未経験者歓迎

採用方針2：人材ポートフォリオの多様化

投資事業グループメンバー

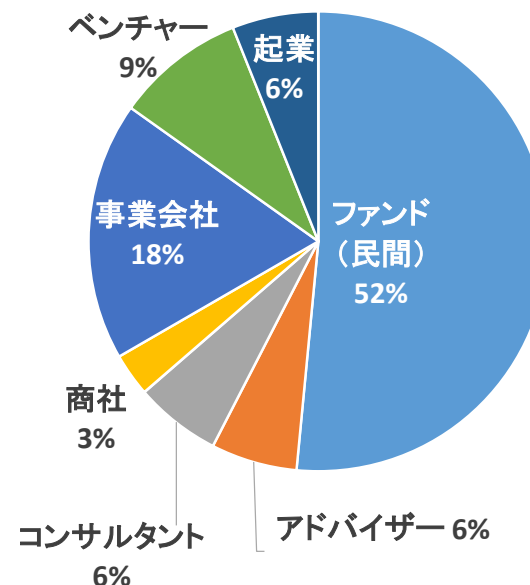
現メンバー(23人)入社直前所属業種：



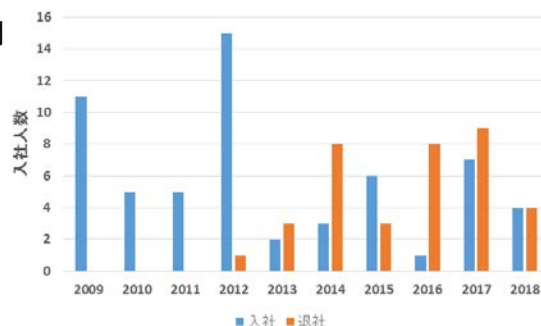
主な志望動機

- ・ キャリアチェンジ
- ・ 豊富かつ多様な投資案件への関与
- ・ 社会的意義のある投資(国家のためになりたい)

退職後の就職先



・ 平均在留期間:4年間



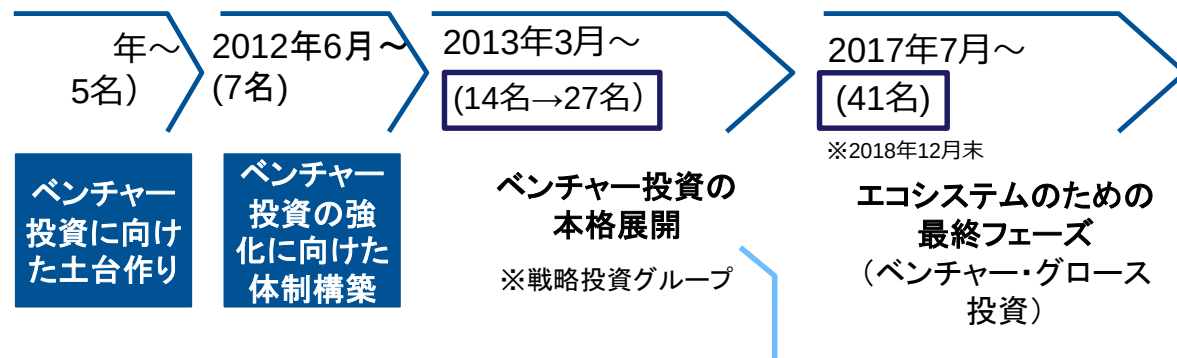
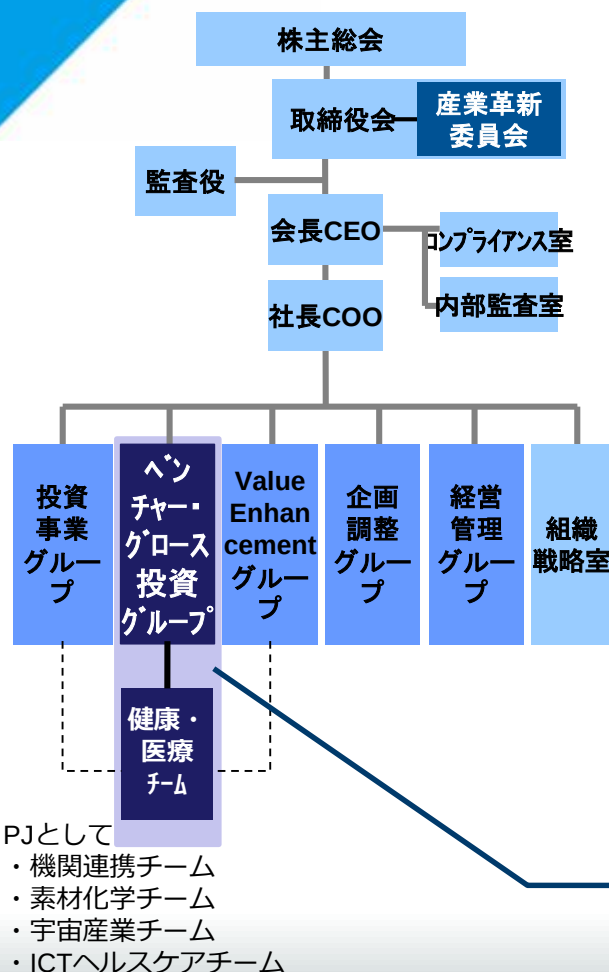
投資事業グループとしての問題意識

- 産業政策と投資リターンのバランス
- 産業政策の実現における官との連携
- 純粋な投資判断に関わる権限の明確化
- 投資領域と手法の柔軟性
- 多様な人材の確保と育成



ベンチャー・グロース投資グループ関係

ベンチャー・グロース領域においては、INCJ設立以来着実に取り組みを重ねてきた。2013年以降は、戦略投資グループを立ち上げてベンチャーエコシステム構築に向けたベンチャー投資を加速化してきた



- ・ 多様性のある人材の大量投入
 - ①ハンズオン支援
 - ②大企業とのCo-Workアレンジ
 - ③ポートフォリオ間のシナジー
- ・ 戦略的LP投資の開始（2013/8-）
- ・ 投資検討プロセスの見直し（2014/1-）
- ・ INCJならではの投資意義が見込まれる案件／連携へ一層フォーカス
 - ✓ 民間VCでは取り組み困難、国富の創出に繋がる領域/テーマ、等
 - ✓ LP投資先ファンドや外部機関との更なる連携

- ・ ベンチャーエコシステム構築のための整備
 - ①ファンド満期到来による買戻し義務の撤廃化促進
 - ②優先株による投資の定着化
 - ③ファンド人材の増強
- ・ ベンチャー投資データベース構築に向けた連携

背景：

- ・ 3つの投資基準（①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性）、を通じた「投資インパクトの創出」を念頭に置いた投資活動

戦略的LP投資を含めてベンチャー投資のフィールドへ107件、2,446億円を資金供給し、協同リスクマネー供給者としての役割を果たしている

1

2009-2013

ベンチャー案件 計24件

投資総額 947億円

2

2013- VG投資グループ案件 計74件

投資総額 933億円

2013年
計10件
122億円

2014年
計18件
173億円

2015年
計11件
147億円

2016年
計12件
209億円

案件名	対外公表日 (初回)	支援 決定額
株式会社PRISM Pharma	2013/5/27	10
株式会社アクアセラピューティクス	2013/4/1	10
アジアンベイス株式会社	2013/8/7	15
アパレルウェブ株式会社	2013/8/7	3
株式会社メガカリオン	2013/8/26	41
Zepton Corporation	2013/9/2	7
ユニゼオ株式会社	2013/9/13	6
スマートインサイト株式会社	2013/10/7	10
ヘイ株式会社	2013/10/15	10
株式会社ロイヤルゲート	2013/10/28	10
リファインバース株式会社	2014/1/14	5
スキューズ株式会社	2014/2/3	5
NapaJen Pharma, Inc.	2014/2/12	35
株式会社Trigence Semiconductor	2014/2/20	10
株式会社マテリアル・コンセプト	2014/2/27	6
株式会社シフトワン	2014/3/6	9
株式会社クリエイティブクメン	2014/5/16	3
株式会社True Data	2014/5/19	4
Sansan株式会社	2014/5/22	8
マイクロ波化学株式会社	2014/6/2	8
Cloudian Holdings Inc.	2014/7/8	16
WHILL株式会社	2014/7/14	9
アグラ株式会社	2014/7/25	6
株式会社NejiLaw	2014/8/4	7
QUADRAC株式会社	2014/8/7	17
Scivax株式会社	2014/9/3	7
オーマイグラス株式会社	2014/9/22	9
株式会社ジャパニマルメディア放送	2014/10/7	10
株式会社GRA	2015/2/9	4
レナセラピューティクス株式会社	2015/2/26	9
KBI Biopharma	2015/3/9	60
クオンタムバイオシステムズ株式会社	2015/3/16	33
スペクトロニクス株式会社	2015/6/17	8
株式会社フロード	2015/7/23	8
株式会社イノフィス	2015/8/3	7
株式会社スマートドライブ	2015/8/5	7
ナノミステクノロジーズ株式会社	2015/8/6	5
株式会社エルテス	2015/10/1	3
株式会社ユニバーサルビュー	2015/10/28	5
株式会社F.TRON	2016/1/19	9
SOINN株式会社	2016/2/1	3
株式会社インキュベーション・アライアンス	2016/3/1	7
ステラファーマ株式会社	2016/3/3	35
住化積水フィルムホールディングス	2016/3/10	17
ASTROSCALE	2016/3/24	73
株式会社キュラディムファーマ	2016/4/27	22
株式会社日本エンプレス	2016/5/26	7
Kyoto Robotics株式会社	2016/7/19	8
株式会社ABEJA	2016/7/25	10
ATONARP株式会社	2016/8/4	8
Treasure Data, Inc.	2016/11/8	10

2017年
計14件
225億円

2018年
計9件
58億円

案件名	対外公表日 (初回)	支援 決定額
リンクウイズ株式会社	2017/1/17	4
オスカーテクノロジー株式会社	2017/3/14	8
株式会社スコリアファーマ	2017/3/21	76
株式会社ファームノートホールディングス	2017/3/27	3
株式会社シーディアイ	2017/4/14	8
株式会社フロムスクラッチ	2017/5/16	15
ダイナミックマップ基盤株式会社	2017/6/13	13
株式会社Nextremer	2017/8/8	5
エレファンテック株式会社	2017/9/7	3
株式会社ナイルワークス	2017/10/10	3
株式会社QPS研究所	2017/11/6	9
GROOVE X株式会社	2017/11/14	35
LEシステム株式会社	2017/12/4	8
株式会社ispace	2017/12/13	35
株式会社LINK-US	2018/2/22	4
株式会社エクサウィザーズ	2018/3/13	3
Cipline株式会社	2018/3/29	4
株式会社光コム	2018/4/16	4
ペプチスター株式会社	2018/4/18	8
株式会社タベルモ	2018/5/22	9
ウミトロン株式会社	2018/7/3	8
株式会社BeeEdge	2018/11/1	10
株式会社アクセルスペース	2018/12/7	9

3

戦略的「LP投資」計9件、投資総額 565億円

	投資約束 総額	投資 件数	投資 総額	キャピタリス ト数
Med Venture Partners	44億円	259 社	720 億円	97名 (新規57名)
東大エッジ キャピタル	100億円			
グローバル・ ブレイン	100億円			
WIL	100億円			
インキュベイト ファンド	50億円			
ATR/NVCC	25億円			
環境エネルギー 投資	50億円			
ユニバーサルマテリアルズ インキュベーター	60億円			
テックアクセラ	35億円			

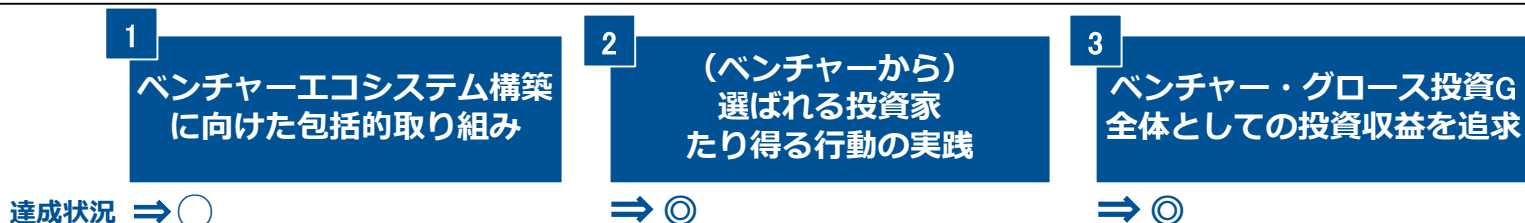
ベンチャー・グロース投資グループは、直接投資と戦略的LP投資を両輪とし、「選ばれる投資家としての思考・行動」のもと、「エコシステム構築に向けた取り組み」に注力してきた

Mission

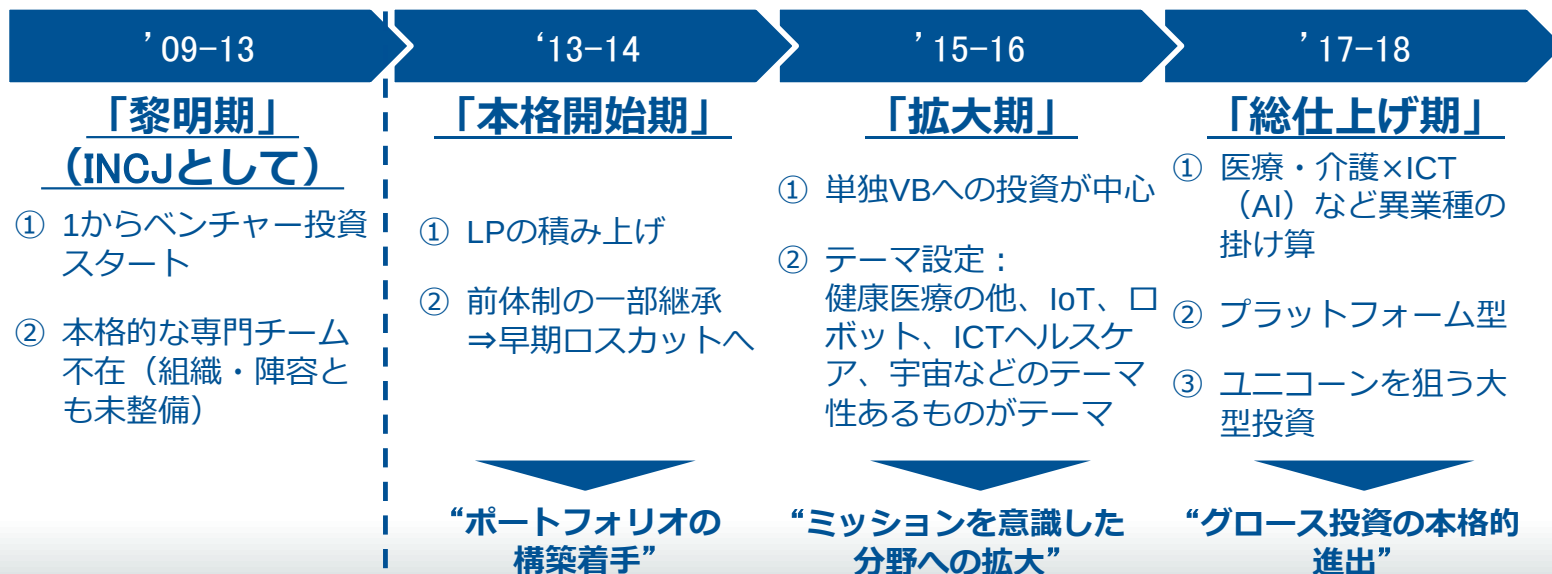
Principle

- 失敗への寛容。挑戦への称賛
- 既存民間VCとの補完関係の構築
- 企業間連携の実現
- 多国籍且つボーダーレスの意識

基本方針



具体的な活動内容

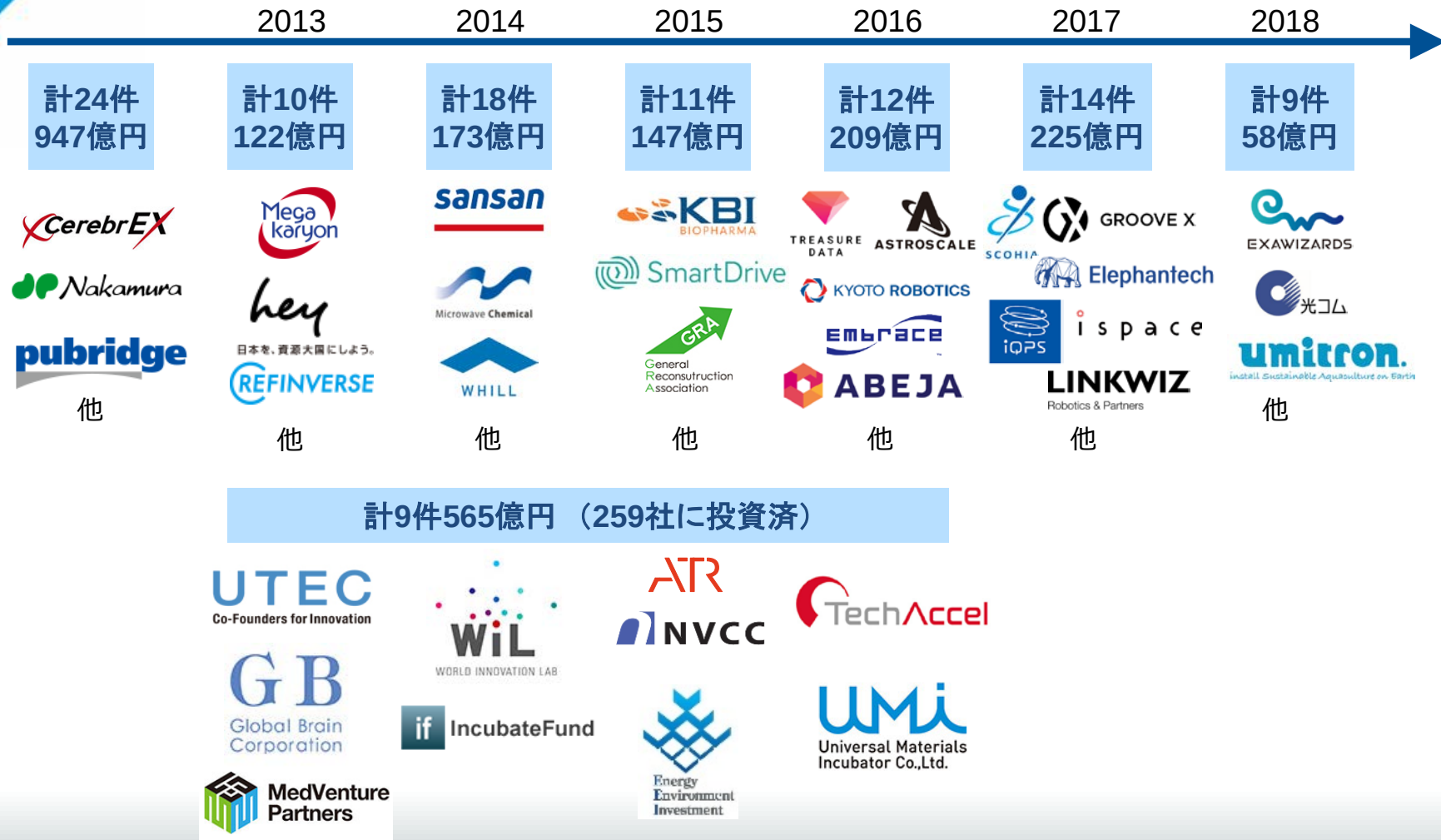


戦略的LP投資を含めてベンチャー投資のフィールドへ107件、2,446億円を資金供給（2018/12末時点）

直接投資

+

戦略的LP投資

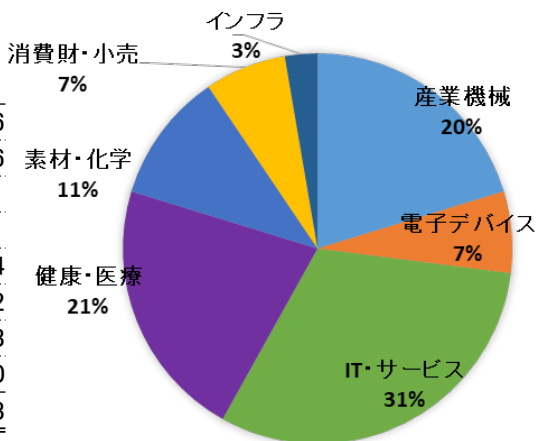


業界全体と比較し、INCJは健康・医療や産業機械、電子デバイス、素材・化学など民間のリスクマネーが行き渡りにくい産業への投資が中心となっている

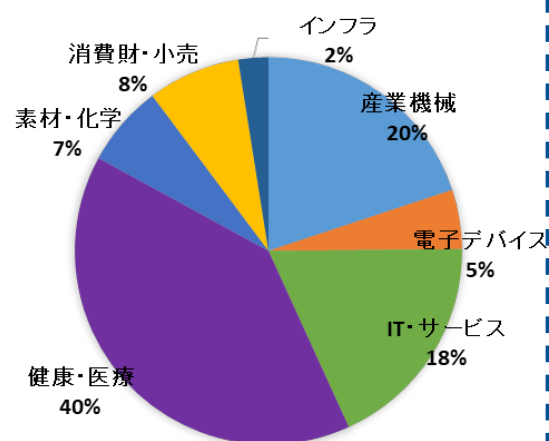
直接投資（2013年～2018年）の詳細内訳

	支援 件数	支援 決定額 (億円)
産業機械	15	186
電子デバイス	5	46
IT・サービス	23	171
健康・医療	16	371
素材・化学	8	64
消費財・小売	5	72
インフラ	2	23
LP投資	0	0
合計	74	933

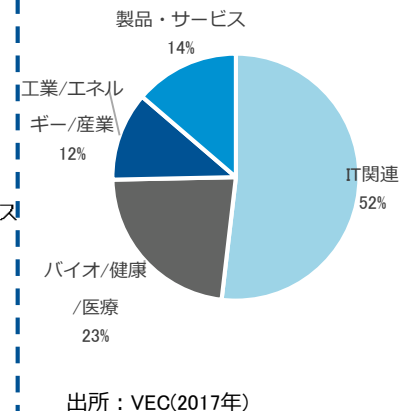
件数構成比



支援決定額構成比 (%)

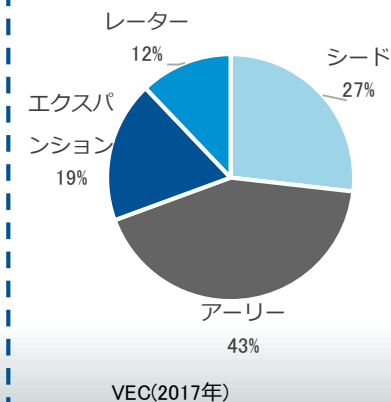
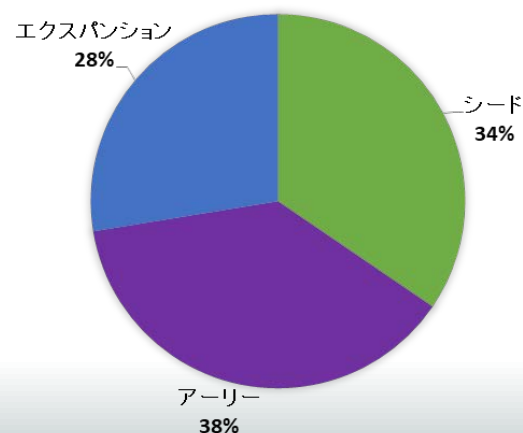
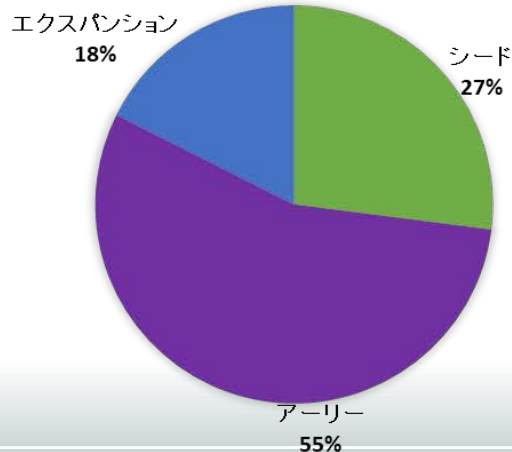


【参考】
業界全体構成比（金額）



インダストリー別

	支援 件数	支援 決定額 (億円)
シード	20	322
アーリー	41	354
エクспанション	13	257
レーター	0	0
LP投資	0	0
合計	74	933

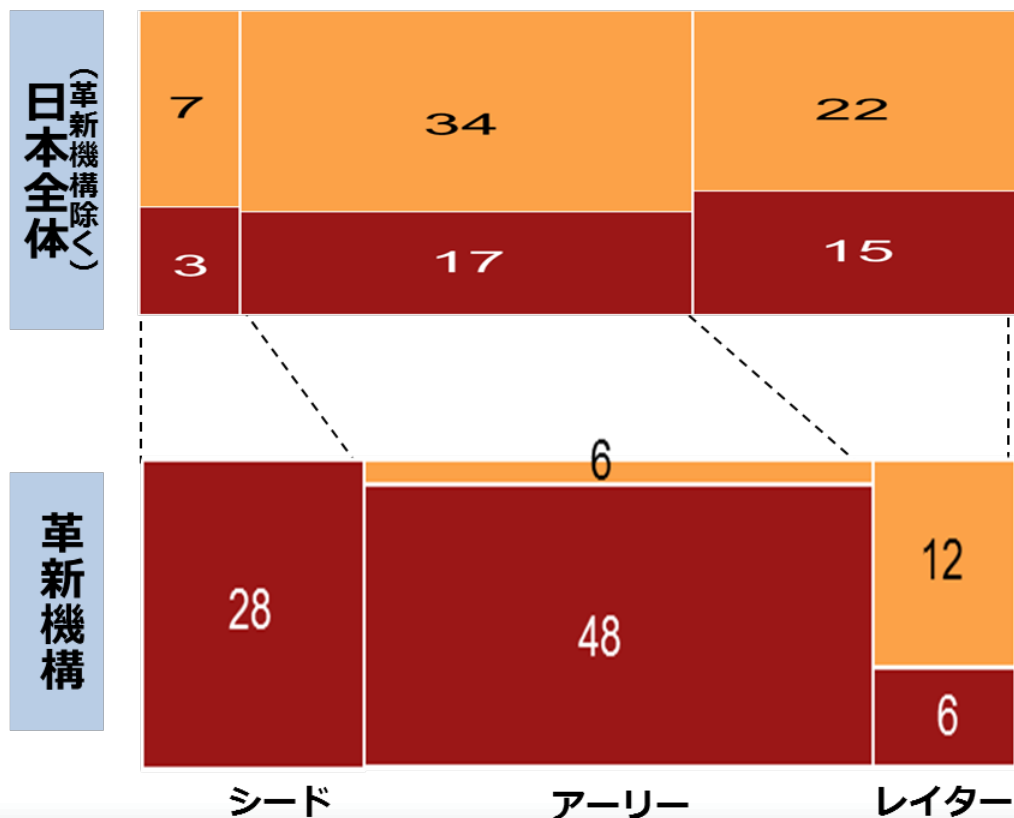


INCJは非IT関連のシード・アーリー期の投資や、規模の大きな投資等、民間VCの投資が手薄な分野へ投資を行っている

国内VCとINCJのステージ別・業界別投資金額の割合(2015年度)

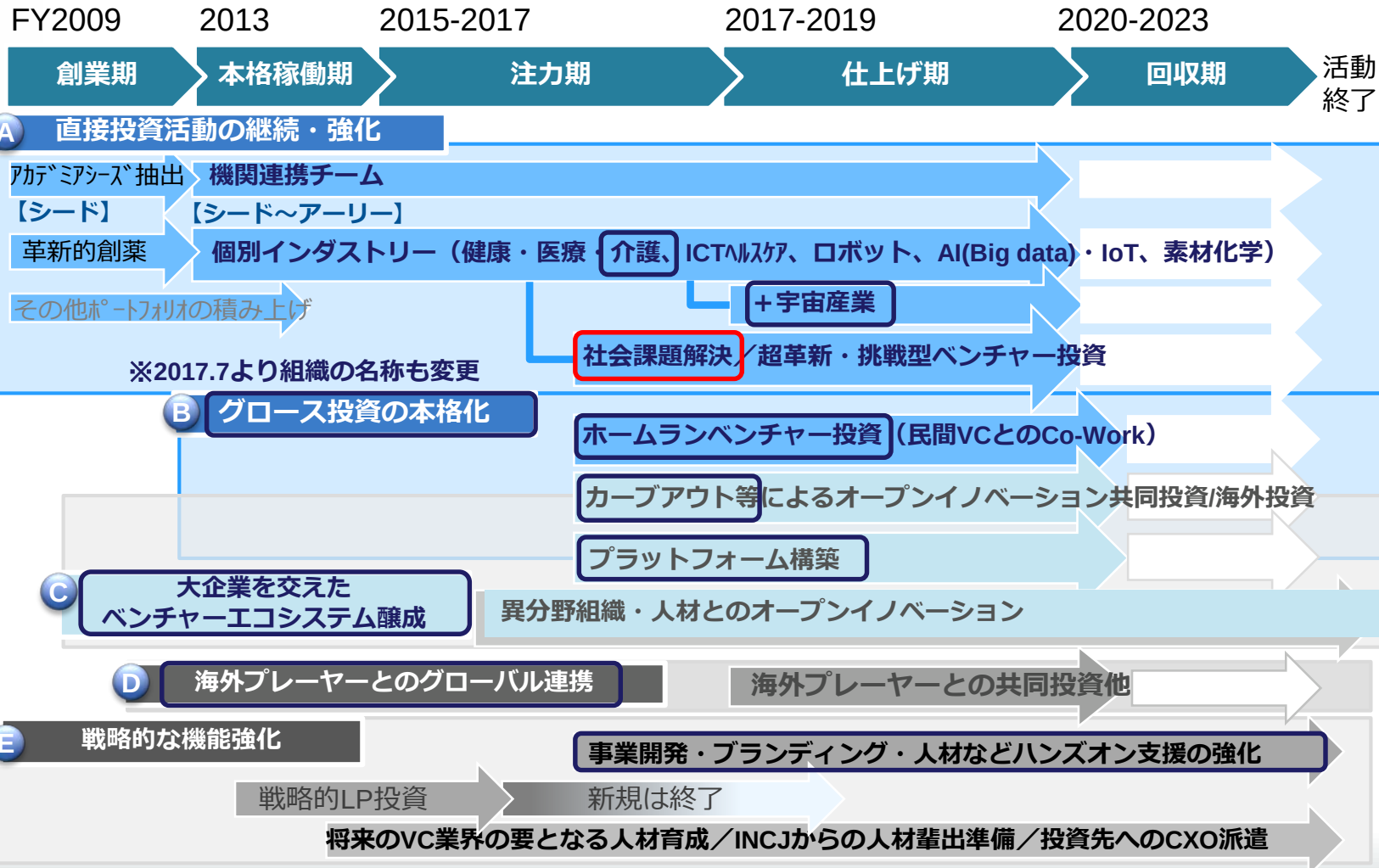
IT関連 非IT関連

数字は全体(100%)に占める割合(%)



出所: 産業革新機構HP、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターより作成

2017年度からは「仕上げ期」として集中的に活動を推進中。
エコシステムの構築と大企業を絡めたバリューアップを通じ、プロフェッショナル集団として次のフェーズへ



日本では、2桁億円後半から3桁億円のブーストアップ投資は限定的。INCJによる資金供給が貢献大

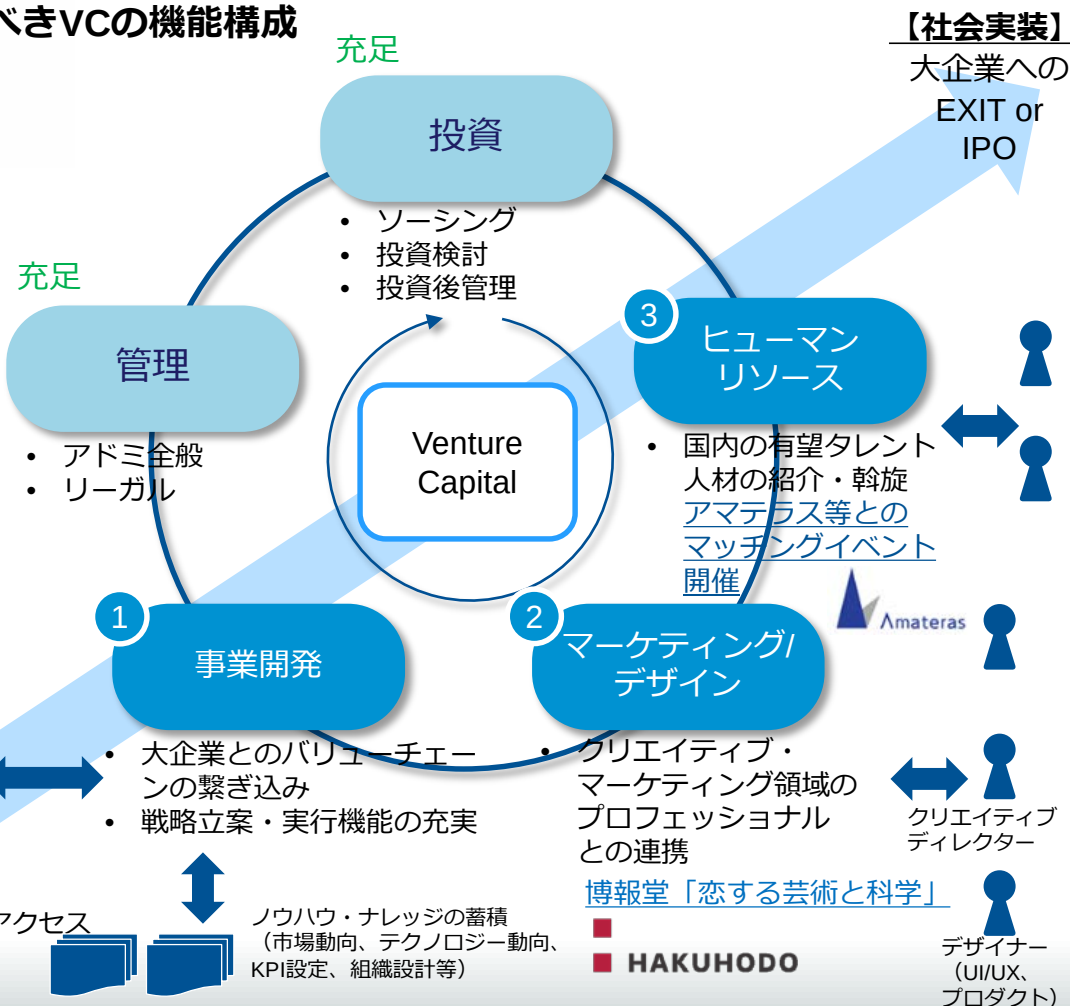
10億円以上の大型調達ラウンド ※2016年以降は15億円以上)

凡例 **緑字**：INCJポートフォリオ
赤字：戦略的LP投資先のポートフォリオ

2014年	2015年	2016年	2017年
gumi 83.3億円	スパイバー 105.4億円	メルカリ 84.0億円	スコヒアファーマ 100.0億円
メルカリ 38.1億円	メタップス 48.9億円	C Channel 68.8億円	ispace 98.5億円
SBIバイオテック 35.7億円	freee 44.9億円	seven dreamer laboratories 59.8億円	Inagora 76.5億円
スマートニュース 35.2億円	ラクスル 39.9億円	プラスワン・マーケティング 42.2億円	dely 63.6億円
理研ジェネシス 30.0億円	メガカリオン 25.4億円	Inagora 47.0億円	ボナック 48.0億円
スパイバー 25.5億円	クオンタムバイオシステムズ 24.0億円	Cloudian Holdings 41.0億円	エプリー 47.6億円
BookLive 25.0億円	プラスワン・マーケティング 21.3億円	ASTROSCALE 40.0億円	GROOVE X 43.5億円
Gunosy 24.0億円	Preferred Networks 19.0億円	スマートニュース 38.0億円	Sansan 42.2億円
Cloudian Holdings 24.0億円	アクセルスペース 18.9億円	ビズリーチ 37.3億円	One Tap Buy 40.0億円
スターフェスティバル 23.8億円	Treasure Data 17.7億円	ステラファーマ 35.0億円	メガカリオン 37.0億円
東京オタクモード 17.7億円	Ptmind 17.4億円	freee 33.5億円	フロムスクラッチ 32.0億円
マネーフォワード 15.6億円	GLM 16.9億円	bitFlyer 30.0億円	スマートエナジー 30.0億円
ラクスル 15.5億円	エコ配 16.5億円	ソラコム 30.0億円	ASTROSCALE 28.0億円
Sansan 15.0億円	FINC 16.1億円	Treasure Data 27.3億円	Candee 24.5億円
freee 14.3億円	Origami 15.9億円	JITSUBO 25.1億円	QPS研究所 23.5億円
アカツキ 14.0億円	マネーフォワード 15.4億円	Midokura 22.0億円	プラスワン・マーケティング 20.8億円
アカウンティング・サース・ジャパン 13.1億円	iPSポータル 15.3億円	GMOフィナンシャルゲート 21.5億円	TBM 20.0億円
グリーンペプタイド 12.5億円	お金のデザイン 15.0億円	ラクスル 20.5億円	seven dreamer laboratories 18.9億円
VASILY 12.1億円	PEZY Computing 14.1億円	ブシロード 20.0億円	FOLIO 18.1億円
マイクロ波化学 12.0億円	サイフューズ 14.1億円	FiNC 19.8億円	テックビューロ 16.9億円
WHILL 11.8億円	フロムスクラッチ 12.9億円	WHILL 20.0億円	アドアジアホールディングス 16.4億円
オーマイグラス 10.8億円	ExaScaler 12.7億円	sansan 20.0億円	パネイル 16.1億円
NapaJen Pharma 10.3億円	スマートニュース 11.9億円	ウェルスナビ 18.9億円	フローディア 16.0億円
テラモーターズ 10.0億円	マイネット 10.8億円	One Tap Buy 17.5億円	オープンエイト 15.0億円
Fablic 10.0億円	TBM 10.4億円	QUOINE 17.0億円	ZMP 15.0億円
	フーディソン 10.1億円	Napajen Pharma 16.5億円	エディジーン 15.0億円
	日本医療機器開発機構 10.1億円	トレタ 16.0億円	
	Retty 10.0億円	エキスチェンジ・コーポレーション 15.8億円	
	ライフサロン 10.0億円	お金のデザイン 15.1億円	
	出版デジタル機構 10.0億円	BASE 15.0億円	
	ロコンド 10.0億円	セブ・ドリーマーズ・ランドロイド 15.0億円	
	AnyPerk 10.0億円	QDレーザ 15.0億円	
		ChatWork 15.0億円	
出所) ジャパンベンチャーリサーチ			

「個別インダストリーの作り込み」「ブーストアップ投資」「大企業との繋ぎ込み」にも注力し、3つの機能を付加しながら、ハンズオン支援・バリューアップ活動を強化している

あるべきVCの機能構成



参考：米系大手VCのチーム構成（）内は人数*

ANDREESSEN HOROWITZ

- ・ Investing (25)
- ・ Market Development (26)
- ・ Technical Talent (13)
- ・ Executive Talent (9)
- ・ Marketing (8)
- ・ Corporate Development (8)
- ・ Policy and Regulatory Affairs (2)
- ・ Operations (22)
- ・ Board Partners (7)
- ・ Special Advisors (3)

KPCB

- ・ Venture (13)
- ・ Product & Design (2)
- ・ Digital Growth (9)
- ・ Green Growth (6)
- ・ Seed (3)
- ・ Operating Partners (3)
- ・ Talent (4)
- ・ Business Development & Marketing (4)
- ・ Legal & Finance (3)
- ・ Strategic Advisors (13)

パートナーの大半は投資以外を担当

*: 2016/8時点

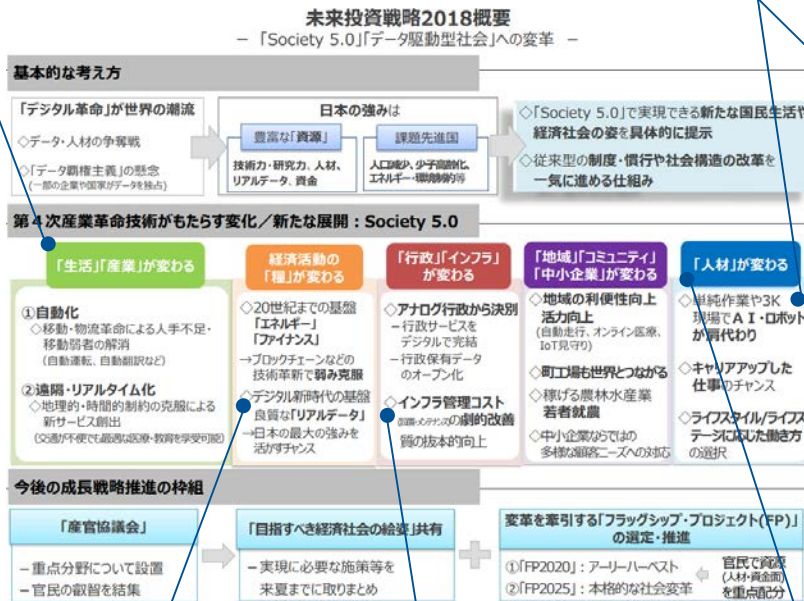
未来投資戦略2018の骨子の実現にも寄与する案件の新規投資検討、バリューアップを進め、イノベーションの社会実装に向けて活動している

大企業新規事業機能の カーブアウト構想

ICTヘルスケア構想
(地域包括ケア×ICT)
(医療/介護×AI)
(育児×ICT)

ダイナミックマップ基盤(株)による高精度三次
元情報のインフラ整備

ロボット知能化ベンチャー



重点分野とフラッグシッププロジェクト

■次世代モビリティ・システムの構築

- ◇無人自動運転による移動サービスの実現(2020年)
(実証の本格化：運行事業者との連携、オリパ3000台のインフラ整備等)
- ◇「自動運転に係る制度整備大綱」に基づく必要な法制度整備の早急な実施
- ◇まちづくりと公共交通の連携、新たなモビリティサービスのモデル都市・地域構築

■次世代ヘルスケア・システムの構築

- ◇個人の健診・診療・投薬情報を、医療機関等間で共有するための工程表策定
- ◇「認知症の人にやさしい」新製品・サービスを生み出す実証フィールドの整備
- ◇服薬指導を含めた「オンラインでの医療」全体の充実に向けた所要の制度的対応

■エネルギー転換・脱炭素化に向けたイノベーション

- ◇2050年を見据えたエネルギー制衡、蓄電、水素利用等の技術開発、我が国技術・製品の国際展開

■FinTech/キャッシュレス化

- ◇金融・商取引関連法制の機能別・横断的な法制への見直し
- ◇QRコードにかかるルール整備等

■デジタル・ガバメントの推進

- ◇デジタルファースト一括法案の提出
- ◇ワンストップ化、ワンスオンリー化の推進
ー個人向け：介護、引越、死亡・相続 等
ー法人向け：法人設立手続、社会保険・税手続 等
- ◇一元的なプロジェクト管理に向けた推進体制の強化
(情報システム関係予算に府省横断的視点を反映等)

■次世代インフラ・メンテナンス・システム/PPP・PFI手法の導入加速

- ◇建設から維持管理のプロセス全体の3次元データ化
- ◇要求水準(性能、コスト等)を国が明示するオープンイノベーションの積極活用
- ◇PPP・PFIの重点分野における取組強化

■農林水産業のスマート化

- ◇農林水産業のあらゆる現場でAI・ロボット等の社会実装推進
(AIによる熟練者ノウハウの伝承、無人化・省人化)

■まちづくりと公共交通・ICT活用等の連携によるスマートシティ

- ◇「コンパクト・プラス・ネットワーク」加速、モデル都市構築

■中小・小規模事業者の生産性革命の更なる強化

- ◇IT・ロボット導入の強力な推進
- ◇経営者保証ガイドラインの一層の浸透・定着

素材・化学分野における新
事業情報プラットフォーム
構築(UMIの取り組み)

人材育成IoTベンチャー

インフラ点検ベンチャー

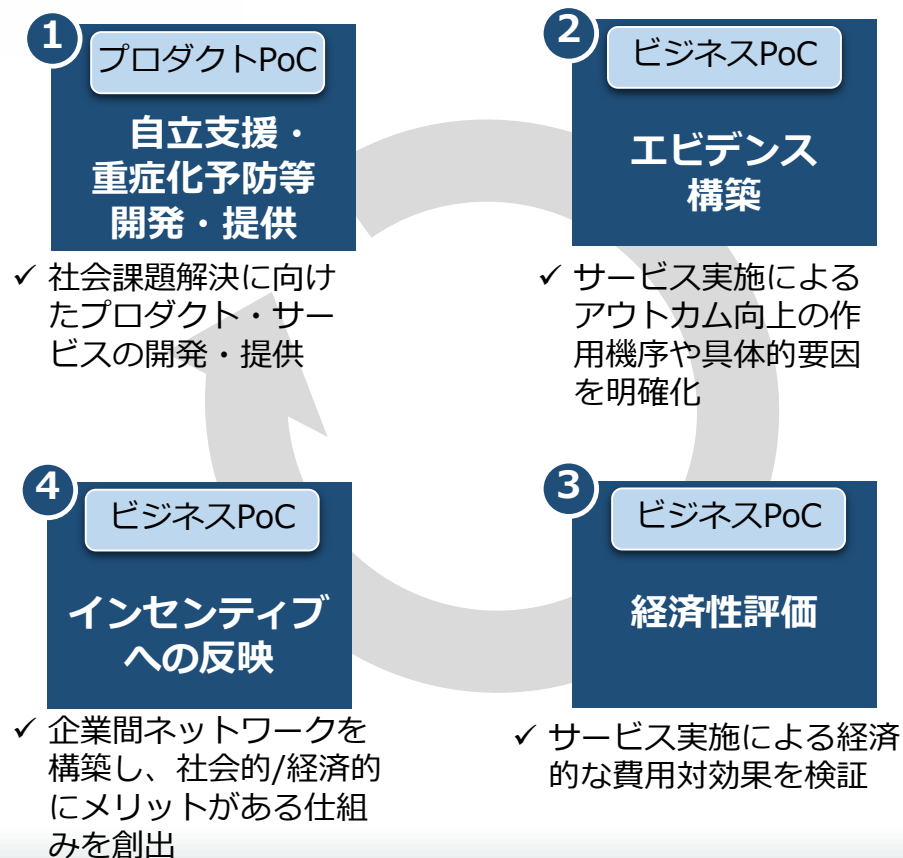
ロボット×IoTのホームランベンチャー創出

INCJ版インダストリー4.0構想

注力投資分野と投資先事例(1/2)

医療・介護業界 ベンチャービジネス

医療・介護サービスのエコシステムの目的



エコシステムを構築するためには、業界を横断したプレーヤーがそれぞれの強みを活かして連携し、座組みを構築することが必要

注力投資分野と投資先事例(2/2)

宇宙産業 ベンチャービジネス

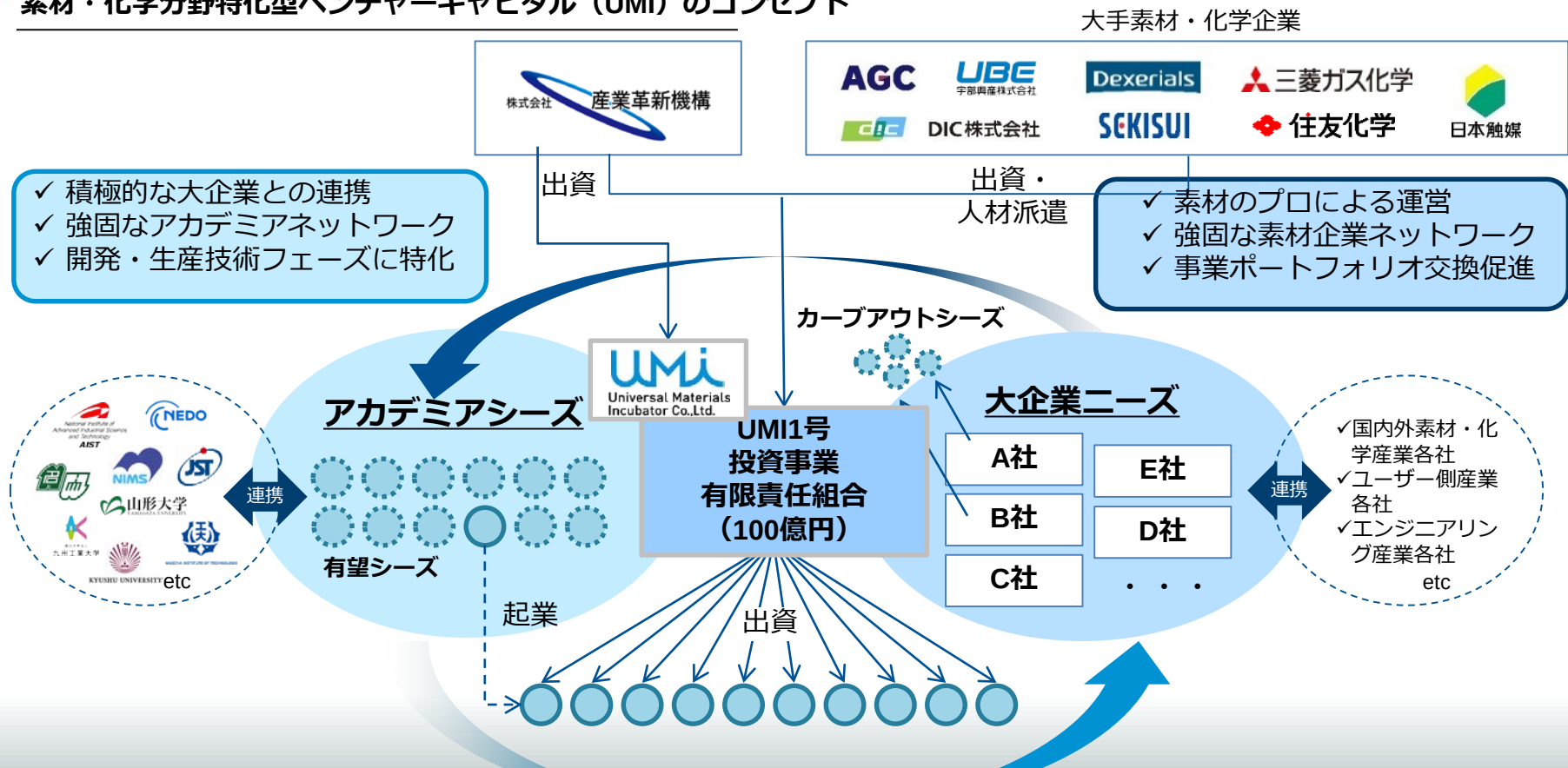
宇宙産業サービスから、宇宙データ取得／アプリケーション利活用事業まで幅広く投資実行し、日本発技術の研究開発／事業化、グローバル展開等を支援中

	投資先	投資規模	概 要
宇宙サービス	Astroscale 	\$65m (上限)	
月面/ 宇宙資源		35億円	- 日本勢で唯一、月面輸送・月面資源探査の実現を目指す - ローバーは開発済で小型軽量化技術で優位性あり。世界最軽量クラスのランダーを開発中
衛星開発	QPS研究所 	8.5億円	24時間観測・全天候対応型では 世界初 の100kg以下の小型SAR（レーダー）衛星を開発する福岡発ベンチャー - 防災・環境調査・海洋監視等に役立つ、高度リアルタイム地球観測インフラを構築
		8.5億円 (上限)	- 小型光学観測衛星の設計開発・サービス提供。世界を毎日観測できる地球観測網の構築を目指すベンチャー - 第3回宇宙開発利用大賞経済産業大臣賞受賞
衛星データ活用		13.4億円	- 自動運転制御に用いられる、高精度三次元地図を提供 - 準天頂衛星で測位精度を向上。ダイナミックマップの測量時における自己位置の精度が高まる
		8億円	- 水産養殖IoT/AIベンチャー。衛星データも活用し高度化 - データ解析結果を活用した自動給餌システム開発

素材化学領域における プラットフォームファンドの創出

- アカデミアと大企業各社が参画／連携する産業の新規事業創出プラットフォームとしての、素材・化学分野特化型ベンチャーキャピタル ユニバーサルマテリアルズインキュベーター株式会社（「UMI」）を設立
- 素材化学産業からの評価が高く、2号ファンドへの民間移行を検討中

素材・化学分野特化型ベンチャーキャピタル（UMI）のコンセプト



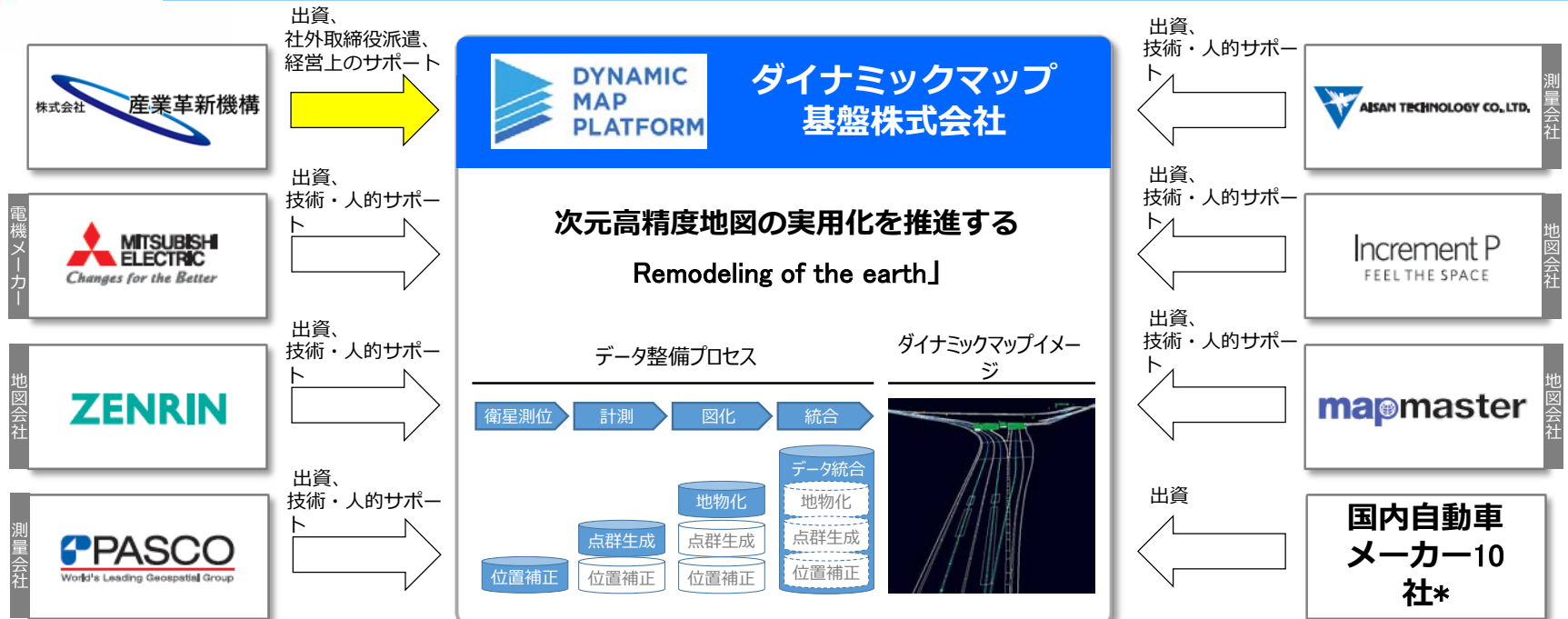
自動運転領域における プラットフォーム企業の創出

投資対象：ダイナミックマップ基盤株式会社

事業内容：自動走行の実現に向けた高精度3次元地図データの整備

出資総額：37億円（共同出資者を含めた出資総額）

支援決定公表日：2017年6月13日



* いすゞ自動車、スズキ、SUBARU、ダイハツ工業、トヨタ自動車、日産自動車、日野自動車、本田技研工業、マツダ、三菱自動車

- 自動走行に必要な3次元高精度地図において基盤となる「協調領域」のデータを整備
- 3次元高精度地図をカメラ・センサー及びGPSといったデバイスと組み合わせることで自動運転の高度な制御を実現
- 自動運転の実現により、交通事故減少、交通制約者の移動支援、渋滞緩和による環境負荷低減等の社会課題の解決に貢献

自動運転領域における プラットフォーム企業の創出

ダイナミックマップを通じた自動運転・走行支援安全システムの社会実装を実現する

本件の狙い

本件概要

- ・ ダイナミックマップの事業化に向けて、INCJがリスクマネーを供給
- ・ 2020年の東京リトル・ワールド選手村
⇒会場間の輸送、地方にいる買い物難民
(700万人) 対策等の一手

参画プレーヤー

- ・ 三菱電機・地図会社・測量会社に加えてトヨタ・日産・ホンダなど国内自動車会社10社の自動運転・安全支援システムに関連する企業

想定される社会インパクト

- ・ 高齢化による運転手不足対策、地方における買い物難民対策、輸送コストの低減等の根深い社会課題を解決

構想イメージ



ベンチャー・グロース投資グループ: キャピタリスト人材のバックグラウンド

事業会社にて事業開発・R&D・マーケティング、戦略コンサルティング会社、投資銀行など業界外出身者が集まりつつある(業界全体でのデータはないものの、新設ファンド・CVCなどにより人的流入は急速に拡大)

による戦略的LP投資先のキャピタリスト

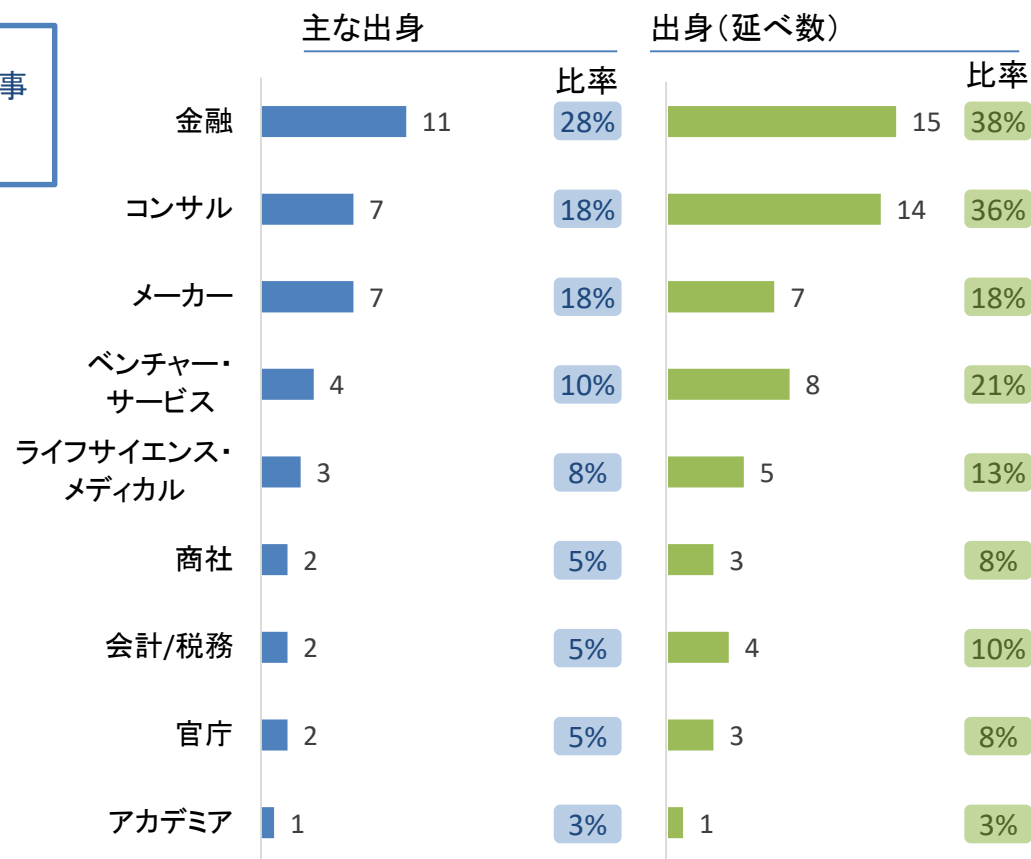
キャピタリスト数

- 100名超のキャピタリストが投資活動に従事
- うち、70名以上が他業界出身者

新たにキャピタリストになったメンバー出身例

- ベンチャー(日本、米国経営メンバー他)
- 省庁(METI他)
- コンサルティング(戦略、財務他)
- シンクタンク
- 素材化学メーカー(研究/技術開発、新規事業他)
- 家電メーカー
- 銀行
- 保険
- 証券(投資銀行他)
- 商社
- サービス(インターネット広告他)
- 化粧品
- ソフトウェア
- 専門職(薬剤師他)

INCJのベンチャー・グロース投資Gのメンバー



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、J I C に何を求めるかを整理する。

論点 1：J I C の在り方をどう考えるか

I N C J 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。I N C J 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、J I C 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 J I C 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

ポイント

1. J I Cが果たすべき役割・機能

- 政府が示すのは
 - ファンドの目的
 - 政策ポートフォリオ（各政策に対応する期間）
 - 全体のリスク量と目標リターン
 - JIC の定性的 KPI
 - 年間計画の承認などによる国民への説明責任を担保（それにより個別ファンドの認可を行わないという選択肢はある）
- J I C 本体は、上記のフレームワークの元、政策実現のためのファンドのデザインを行い投資する FoF のマネージャーに徹する
- ファンドレベルでは、民間のディシプリンを活用。
 - 二つの道筋による民間資金の呼び水機能を果たす
 - ◇ 投資先企業の資金調達での民間出資の喚起、
 - ◇ 二号ファンド以降への民間投資家の出資
- 民間のプレイヤーとなる（人材ではなく）チームの育成

2. ファンドオブファンズとしての特徴

- ファンドオブファンズの利点を活かす
 - 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可能
 - ファンドのインキュベーター機能
 - ◇ ファンド毎に目標（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。投資を通じてトラックレコードを構築

- 民間でのトラックレコードと政策目標を持ったファンドとして必要とされるトラックレコードは必ずしも一致しない。
- 運用者にトラックレコードがなく、国（JIC）の資金のみで設立する場合、アップサイドの報酬なし（ファンドサイズに対するパーセンテージではなくフィーでなく経費の予算化）
- ファンドの目的（政策目標達成）とトラックレコードが合う場合、アップサイドは個別交渉
- 2号ファンド組成のためには、3～4年で投資内容（トラックレコード）を評価（ExitでなくInvestmentを評価）。トラックレコードに応じてアップサイドを獲得。
- 2号ファンド以降は、民間資金を入れる形で組成、3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）＝ファンドのインキュベーション機能

3. JICに求められる人材・インセンティブ

- マンドートとインセンティブが合っていない組織は失敗する。これを一致させることが必要
- J I C 経営陣とファンドでは、求められる資質は異なる
- J I C 本体は公的な機関 → 固定給＋業績評価（政策達成度合）
 - 最も難しい資金集めをしない。自ら出資していない（民間では二桁億円の個人出資も）のにアップサイドを渡してもモラルハザードになるだけ
- J I C 経営陣は、経済産業省と認可ファンド間のコミュニケーションが出来る人材
 - －政府との対話能力（根性とクリエイティビティ、様々な制約・カルチャーへの理解等）
 - －政策目的に合っていることのチェック能力

ーファンド組成の経験（ファンドマネージャーとの対話、JIC ポート
フォリオ全体のリスク・リターン管理）

プロLPが望ましいが、いなければファンドGP経験者がいた方
がいい（ファンド募集経験のある人）

- 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
- 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（ファンド組成が六ヶ月でできれば十分に早い）

以上

J I Cについての第三者諮問会合

官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会

池田 弘

2019 年 1 月 30 日

- 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、J I C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してほしい。
- 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・知見が蓄積されることを期待する。
- 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も期待する。
- J I Cはリスクマネーを活性化する先兵としてあるべきであり、政策目標の実現に必要な資金を支出する機能を重視すべき。J I Cが、民間のリスクマネーが供給されていないところに投資を行うことで、市場を伸ばしていくべき。収益を上げることに固執しすぎることで、この役割が果たせなくなるのでは本末転倒。
- J I Cの責任者・マネージャーには、公的機関であるという性質を踏まえ、国家に貢献するという理念に共感できる人材が必要である。

下記概要は、2019年2月7日に行ったインタビューの要点を、齊藤氏の了解を得て、経済産業省でとりまとめたもの。

【概要】

- 産業再生機構の設立時は、不良債権による国家的危機であり、時の政権も必死だった。採用面接で「今の給料より下がるがそれでも来るのか」と尋ねると、ほとんど皆、国家の危機であり、3-5年の期間ならやると答えた。経営陣も社員の多くも心が一つだった。外に対してもこのような姿勢を「見せる」形で取り組んでいた。
- 政治や銀行からも中立であるよう人員体制も整えた。メディアも半信半疑だったが、半年くらいで評価が変わった。2年たった頃、利益も出始め、どこへ行っても評価され、これは良い仕組みだと言われ始めたので、逆に解散すべきとの確信を強めた。
- JICについては、ミッションを明確にしぼった方がいいのではないか。例えば、国として戦略的に革新的な技術を十分に育て、最終的な商品化・事業化につなげるための資金を供給し、将来の日本の産業の柱を育てるとのことなど。
- 技術を商品化するには、縦割りでなくヨコに展開することが重要。例えば、日本のある会社の技術を米国企業が買って、それを1兆ドル規模の利益につなげた。こうしたことが積み重なって日米の格差になっている。大学のいい技術も、国内で事業化が進まないの、海外に行ってしまった。
- 良い技術を商品化して育てていく、それを実現する起業家が企業を成長させるというしっかりしたシステムを作っていくこと。このような仕事を国家のためにやりたいという人はいるのではないか。
- 米国において起業家が次々に出てきて成長する背景にどんな違いがあるのか。その背景にPEファンドがあるのではないかと考えていた。PEファンドは、「カネ」をインセンティブにして、無駄なく利益の最大化を目指し、高額報酬も払っていい人材を集める。高いレバレッジをかけて、企業価値・エクイティのバリューを上げることで、デットレシオを下げていくことでデットを生かす。KKRもかつては米国でも解雇を批判されたが、解雇した何倍も雇用を増やしたことを評価する論説をWSJが出したことが契機となって批判されなくなった。日本でも、最近、PEファンドの役割を評価する経営者が増えた。
- 民間ファンドは「カネ」をインセンティブにしているため、ラディカルな意思決定もする。特にグローバルなPEファンドでは、最も利益が上がるディールを追求して、日本の技術・企業を他国企業に簡単に売ってくっつけることをするようなファンドもある。これに対し、イスラエルや米国、中国等、各国は軍事防衛も理由にしながら国家として技術を守る方向で取り組んでいる。この

ような機能が日本にはなさすぎる。日本も“国家”を前面に出して、技術をベースに将来の産業を育成する姿勢で臨んで良いのではないか。ファンドとして重要技術を商品化して成長させ、そこで得たリターンを研究者や技術者、事業者(起業家)に回していく仕組み。

- 1980年代半ば以降、米国経済は、コーポレートガバナンス改革を通じて立ち直っていく。日本でもコーポレートガバナンス・コード等を導入して、経営改善につなげるべきと自分は90年代後半から論文に書いていたし、そのような動きもあったが、経済界の抵抗もあり時間がかかってしまった。
- JIC の経営トップには、私心でなく国家的ミッションをしっかり持っている人がいないといけない。高額報酬でなくとも暮らしていける“ある程度達成した人”に就任してもらうことだろう。機構自体で自分の金を作ろうという人は、入らない方がいい。
- 再生機構時代、毎朝の会議で、「自分たちが扱っているのは国民の財産」「毀損して(何も知らないうちに)国民に損失をかけないようにするのが我々プロの役割」と繰り返し社員に伝えた。

以上

第三者諮問会合関係各位、

JIC 再建に関する意見書

(要点メモ)

2019 年 2 月 1 日 富山和彦

・官民ファンド（JIC を含む）とは、収益と政策を一致両立的に追求すべき時
空の案件(典型的には「市場の失敗」)を対象としたリスクマネー投資型の政策パ
ッケージ

- －政策追求 Yes、収益追求 No→補助金
- －政策追求 No、収益追求 Yes→純民間投資
- －政策追求と収益追求がトレードオフになる案件は投資対象外
- －この投資可否規律からの逸脱は、民間との共同投資であるとか、民間ファ
ンドに LP 投資することで治癒できるものではない
- －収益と政策を一致両立的に追求できる案件がないのなら解散するのが筋

・かかるマンドートを 10 年以上の長期存続型の官民ファンド（JIC も同様）で
遂行する上で、投資運用収益（≡政策）に連動した長期型の成果報酬の導入は
インセンティブ設計として整合的かつ最終的な資金の委託者である国民に対す
る Fiduciary Duty にも沿う

- －長期的な収益と政策の両立的な達成度と業績連動報酬を整合させることが
最も合理的
- －投資リスク、最終確定損益リスクをアセットオーナーとアセットマネジャ
ーが共有する本来のキャリートインタレストを業績連動報酬の基本とする
のが最も客観的でフェアかつ合理的
- －これは運用上のマンドートとインセンティブの整合性問題なので調達の事
情・経緯（例えば公的資金か否か）とは本質的に無関係
- －逆にこうしたインセンティブの働かない現在の官民ファンドの報酬体系は
サラリーマン的な行動を誘引し、モラルハザードに陥る危険性
⇒収益と政策の両立的実現 < 組織延命と組織内保身

・JIC 固有のマンドートは、グローバルなイノベーション・リスク投資領域で、自らと傘下ファンドが世界トップレベルのソブリン投資ファンドとしての地位を投資運用のトラックレコード、組織の顔ぶれの両面で獲得し、我が国のイノベーション牽引型の産業創造エコシステムを世界のステージに引き上げること

ーJIC 本体のトップ経営陣はかかるマンドートを実現するためにそれぞれの役割において世界一級の人材を揃える必要性

ートップ経営陣の最大の責務は、自ら戦略的、能動的、主導的にグローバルトップクラスのプロフェッショナル GP をリクルートし傘下ファンドを組成・管理し、その傘下ファンドとともに準 GP 的に上記のマンドートを積極的に推進すること（したがって純粋の LP 投資家モデルからは程遠い）

ー傘下ファンドのファンドマネージャーはもちろん、JIC 本体の経営陣の処遇体系と水準も官民ファンドとしての共通のマンドート、JIC 固有のマンドートの両方と整合化すべき

・国民からの直接的な資金受託者の立場にある JIC 本体の経営陣の報酬水準について、民主主義原理として「国民的理解」に配慮することは必要であり、一定の抑制を働かせるべき

・産業再生機構の美しい成功物語の幻想からの脱却（「志」根性論の可能性と限界）し、そのリアルな成功要因を理解した制度設計と運用を行うべき

ー業績連動性に乏しく市場相場よりもはるかに低い報酬体系で一流の人材が相当数集まり、一流のプロフェッショナル組織を形成し、高水準の仕事を完遂できた二つの条件

⇒明白重大なミッション（深刻な市場の失敗）

⇒短期決戦（最長 5 年のサンセット組織で実際には 4 年でマンドートを完遂、解散）

ー同様の条件が揃わない長期存続型の官民ファンドが同じような報酬体系や評価制度（市場相場よりも低報酬で厳しい能力主義を適用できない処遇制度）で運営を行えば、基本的に組織能力低下リスクとモラルハザードが生じる（もちろんそれでも志で頑張る一流人材は一部にいたるだろうが・・・）

⇒安定雇用とそこそこの報酬を期待するサラリーマン的な動機の民間人材（≡二流の人材）を多く誘引し組織能力低下リスク

⇒モラルハザード（収益と政策の両立的実現 < 組織延命と組織内

保身)を生む

ー産業再生機構のトップ層がリアルに背負っていた甚大なダウンサイドと役得(?)への正確な理解

⇒設立当初はメディアを含めて各方面から厳しい批判の目にさらされ
激しい逆風のなかでの船出

⇒失敗すれば市場プレーヤーとして社会的な死に直面することがリアルかつ甚大なダウンサイドリスク(おそらく経済的なダウンサイドリスクなどとは比較にならない)

⇒トップ層としての役得(?)は成功した結果論であって、一流人材であるほどダウンサイドリスク(失うものの大きさ)と釣り合わない

⇒立ち上げ期の官民ファンドのトップ経営陣は、既に歴史のある
established な公的機関とはまったく異なるリスクリターンプロファイル

ーガバナンスと運用の両面において極めて高い独立性が名実ともに担保

⇒独立性の高い産業再生委員会(ガバナンスと重要な投資意思決定)

⇒独立性の高い執行部(個別案件に関する事前根回しは行わない)

⇒認可事項はほとんどなし

⇒何度か降った「血の雨」は独立性の証左

⇒プロセス管理型ではなく厳格な結果責任を問う結果管理型が基本

ー政策追求と収益追求とが一致両立する案件にしか投資しないというスタンスが明確に整理されていた

⇒市場の失敗が修復され一致両立する案件がなくなれば、早期前倒しで
解散するのは当然

・経営トップ層の要件

ー民間の市場経済プレーヤーとしてそれぞれの役割において世界に通用する
一流人材であること

ー経営の中心人物は、その実績、人脈を駆使してイノベーション投資のグローバルトップクラスの GP 人材をリクルートし世界トップレベルの傘下ファンドをグローバルステージで組成・管理できる人材であること

ー経営陣として準 GP あるいは co-GP 的な立ち位置でかかる傘下ファンドと戦略的な連携を進められること

ーガバメントリレーションを民主的統制と組織の独立性が両立するようにこ
なせる人材がいること

・組織としての成功要件

要件1：世界のイノベーションリスクマネー投資のトップリーグで通用するレベルの超一
流プロフェッショナル集団を形成すること

要件2：JIC の経営陣、ファンドマネージャー、傘下ファンドのファンドマネージャーに
至るまで、スタート時点からこのグローバル超一流指向を貫徹した人選を行い（し
たがって経営陣を含むコア人材は当初より関連分野の超一流の人材を国内外から
獲得すること）、そのための手間と時間と費用を惜しまないこと

要件3：本体はもちろん傘下ファンドに至るまで、ガバナンス上、経営管理上、意思決定
上、最大限の自由裁量を JIC 側に与え（認可事項は最少化し）、一流のプロフェッ
ショナルが迅速かつ果敢な投資判断行為を行える態勢を確立すること

要件4：収益追求と政策追求の一致両立領域を活動領域とし、報酬についても、世界クラ
スの一流のプロフェッショナルが長期的に最大限の力を発揮することを動機付け
るために相応の水準を確保し、国民資産の長期的拡大に対する **Fiduciary Duty** と
整合的な成功報酬体系（基本は市場標準のキャリー型）と厳しい実力主義を導入
すること

要件5：同じく国民に対する **Fiduciary Duty** の帰結として、JIC の経営陣についても、そ
の役割の戦略性、主導性に鑑みて、国民感情への配慮に基づく一定の抑制を行い
つつも、相応の長期型の成果報酬体系（収益と政策の両立的達成度を反映）を導入
し、その抑制度合いは、傘下ファンドへの民間資金流入比率の増加に合わせて
緩和すること（次官キャップや日銀総裁キャップのような形式論に拘らず柔軟か
つ動的な抑制スタイルをとること）

要件6：JIC に対する大株主である政府のガバナンス、統制スタイルは、プロセス管理型
ではなく結果管理型を基本とし、傘下ファンドへの民間資金流入比率の増加（≡
国民感情からの自由度の拡大）に合わせてより結果管理型への徹底度を高めるこ
と

要件 7：政策的必要性和収益的合理性の両立性担保、国民資産の厳格管理をはじめとするガバナンス機能、統制機能は、産業革新投資委員会の独立性を最大限尊重してほぼ全面的に任せ、日常的な政府の関与は最小化すること

要件 8：政府として、JIC の経営陣の経営方針や投資パフォーマンス、産業革新投資委員会のガバナンス機能やガバナンス方針を容認できない場合には、株主として人事権を行使し、経営陣や産業革新投資委員を交代させることによってガバナンスを実現すること（株式会社形態を取る本旨である所有と経営の分離原則をガバナンス上、尊重すること）

・以上のような経営トップ層要件、組織としての成功要件を充足することは容易ではない。もしその充足が短期的に難しいならば、今は拙速に再建を急がず、一度立ち止まり、「リスクマネー研究会」の原点に立ち戻って、JIC の政策的な意義、それを達成するための正しい組織運営、ガバナンス、人材要件と処遇のあり方について、国民的な理解の醸成を含めてもう一度じっくりと議論を積み上げ直すべき

経済産業省及び第三者諮問会合関係各位、

JIC 再建に関する意見書

詳細版：3つの提言と8つの原則

2019年2月1日 富山和彦

今後の JIC の再建と課題について、いわゆる官民ファンドの原型となっている産業再生機構の設立～運営～解散まで責任者として関わった立場、民間の産業と金融の最前線で経営者として活動してきた立場、そして今回の JIC 騒動を社外取締役と言う当事者として目撃し体験してきた立場を踏まえて意見書を提出する。まず提言の要点は以下の三点である。

提言1：騒動に際し展開された、後々の経営を不必要に縛ることになる（おそらくは情報不足に起因する）合理性の乏しい論理立てに拘泥しないこと

提言2：我が国の官民ファンドの問題点を真摯に反省し、ほとんど唯一のはっきりした成功例と評価されている産業再生機構の成功要因のリアルな本質を正しく踏まえること

提言3：本格的かつグローバルにトップレベルのソブリンウェルスファンドとして、さらには民間資金もどんどん集めて実質民営のグローバル超一流ファンドに進化し、長期リスクマネーの力で我が国のイノベーション力を世界のトップ水準に引き上げることを目指すなら、そこで貫かれるべきガバナンス上、経営管理上、インセンティブスキーム上の原理原則を明確化し、それを国民にしっかりと理解してもらう努力を政府が行うこと

以下、詳しく説明する。

1. 合理性の乏しい論理立てについて

今回の騒動の発端は JIC の経営陣の「高額報酬」報道である。公的機関のトップの報酬に関して「国民感情」に対して一定の政治的配慮をする必要があることは理解できるし、それは民主主義国家として正統性を有する議論である。しかし、報酬レベルを引き下げる、そのために成功報酬的なものを否定するために展開された論理立ての中には、（おそらくは情報不足、知見不足に起因する）合理性の乏しいものが少なからず存在する。JIC の本質、事業モデル、戦略モデルとの関係であきらかに矛盾するもの、あるいは前提となる実態、事実に対する誤認があるもの、またリスクマネー投資ファンドの性格上、また国民資産について正しくリスクを取り、投資先の企業価値、事業価値の創造・拡大を実現し、よって国民のために相応のリターンを上げるという基本構造を毀損しモラルハザードを誘発するもの、かつまた世界のソブリンウェルスファンドのプラクティスからも著しくかい離する

ものなどなど。当時の政治状況や混乱の中で必ずしも十分な情報収集、精査、考察を行えなかったことについて同情すべき点は多々あるが、今後、これら必ずしも合理的ではない窮屈な論理立てに拘泥して JIC を運営すれば、結果的に二流のプロフェッショナル集団でしかも手足を縛られて世界のリスクマネー投資の厳しい競争の舞台に出ていくことになり、これでは本来的な政策目的を達成することはできず、加えて国民資産を大きく毀損することは必定である。以下、詳しく述べる。

① 公的資金とキャリードインタレスト（長期成功報酬）とモラルハザードの関係

JIC が運用するのは公的資金であり、資金調達努力を行っていない JIC の経営・運用責任者に成功報酬インセンティブであるキャリードインタレスト（キャリー）は不要であるという議論があるが、これは三重の意味で合理的ではない。

Fiduciary Duty の動機づけ上の不整合：まず、キャリーは、資産を委託するアセットオーナー（この場合は最終的には国民）の側と資産を受託してファンドを経営・運用するアセットマネージャー側のリスクプロファイルと動機づけについて、キャピタルゲインを両者の長期的な共通報酬原資とすることで一致させることが本質的な目的であって、原資が公的資金かどうかや資金調達努力の有無の問題とは本来は関係ない。投資ファンドのインセンティブデザインに関する世界的な実証研究者であり、今回の社外取締役でもあったカリフォルニア大学の保田教授の言葉を借りれば、ファンド側のコアメンバーにキャリーが存在することがアセットオーナー（国民）に対する Fiduciary Duty の帰結、すなわちモラルハザードの防止であって、これは JIC のようなソブリンファンドにおいても変わることはない。ただ、PL 上の期間利益をもとに計算するという INCJ で導入されていた「キャリー」は、この観点からは極めて変則的であって、これでは存続期間中の期間損益が黒字になって「キャリー」が支払われた後に最終的な投資収益が損失を生じても成功報酬を受け取れることになり、本来の動機づけとして機能しなくなってしまう。本来はキャリー対象者が自ら一定の投資リスクを負い、その長期的なキャピタルゲインとしてキャリーを受け取る（支払い後に最終的にキャピタルロスが生じた場合はクローバックする）構造の設計を行うべきであることは付記しておく（JIC の報酬委員長として、私は JIC の経営陣に対するキャリーの具体的設計もその方向で進めていく方針であった）。経済的なダウンサイドの無い成功報酬を適用すると、マンドートとインセンティブが矛盾してモラルハザードが起きるという議論は、要はキャリーの設計のあり方の問題であり、こと JIC に関してあてはまる議論ではない。加えて、後で産業再生機構の成功要因のところでも詳しくふれるが、官民ファンドの立ち上げを担う経営トップ層は、その人物が一流であるほど経済的に測ることができないほどの大きなダウンサイドリスクを取るようになるので、かりに経済的なダウンサイドが無いとしてもこの批判は的を射ておらず、むしろ現存

する多くの長期存続型の官民ファンド、その大半が芳しい評価を世の中から得ていない官民ファンドにおける、長期的な成果報酬要素が無く厳しい実力主義でもない中位安定型の処遇体系の方が現実的なモラルハザードリスクは大きい。

なお、収益追求と政策追求がトレードオフであり、矛盾が生じたら政策追求を優先させるという前提に立てば、収益ベースの成果報酬は政策追求との関係でモラルハザードリスクを生む、ボーナスは政策達成度のみで評価すべしという論理が成り立ちうるが、後で詳しく述べるように官民ファンド型の政策パッケージは収益追求がすなわち政策追求となる領域でのみ機能する仕組みなので、そもそもこの論理は成り立たない。JIC は収益追求と政策追求が矛盾する領域に手を出してはならないのである。したがって長期的な収益（定量的要素）に連動する報酬と政策達成度（定性的要素）に連動する報酬が並立する方が、官民ファンドの特性に整合的で、JIC の報酬委員会においてはその方針で評価体系を作成しつつあった。

ちなみに現実のファンドの世界で、資金調達の成否に対する報酬、あるいは動機づけは、ファンド組織としてのランニングコストの大きさを規定する「管理報酬」の多寡と言う観点で効いてくる。だからあえてこの論理を展開するなら、キャリアの有無や高低ではなく、ランニングコストに効いてくる報酬、すなわち固定報酬部分を限りなく小さくせよという方がまだ何とか合理的である。

JIC の性格及び受託者責任を負うプロフェッショナルからみたお門違い：次にそもそも公的資金云々、資金調達の努力云々という論理と言うか感情論は、GPIF のような本質的にアセットオーナー的な立場で、そこから LP という形で他の機関投資家に運用を任せることに純化した組織ならある程度は理解できるが、JIC はあくまでもアセットオーナーから資産を受託して自らが積極的な資金運用、それもリスクキャピタルの中でももっともハイリスクのベンチャー投資を中心にグローバルに投資活動を行うアセットマネージャー組織である。しかも後述するように極めて戦略的、能動的、主導的に傘下ファンドを組成する責務を JIC 自身が担う組織である。裏返して言えば、産投を原資とする JIC の場合、GPIF のようなアセットオーナーに該当するのは財務省理財局と言うことになる。また、JIC 及びその傘下ファンドで雇うべきグローバルに一流の人材は、その気になれば民間で大きな資金を集められるような人々、あるいはそういう業務を担っていた超一流のプロフェッショナルであり（実際、今回、JIC からリリースした超一流のファンドマネージャーたちは、直ちに民間ベースで巨額のリスク投資資金を受託する立場についている）、彼らの立場からみれば、自らの実力とトラックレコードで今回も声がかかっている以上、「資金調達の努力をしていない」と言われてもまったくお門違いとなる。

ちなみに西海岸ファンドで彼らが運用する予定だった傘下ファンドは、まずは JIC の単独 LP でスタートする（まずは単独 LP、すなわち意思決定とガバナンスに影響を

与える LP 投資家が JIC 本体側の金子恭規氏と言う洗練されたレジェンダリーエリートに実質限定されている形でスタートすることが、超エリート若手 GP が立ち上げリスクを取ってくれる要因だったので、単独 LP 型であることは立ち上げ期におけるメリットになっていた)、すなわち傘下ファンドも全て金集めの努力のいらぬ公的資金を運用するファンドだったわけで、それを理由にキャリアが馴染まないというなら、「傘下のファンド運用者にもキャリアは適用すべきではない、年俸約 3000 万円だけで働いてくれ」というのが国民に対する説明責任上の論理的筋道である。しかし、これでは新たに立ち上げる傘下ファンドが世界のトップベンチャーキャピタルの世界で戦える一流どころを雇えないのは自明である。また、世界のトップレベルのベンチャー投資の世界で通用する人材を育てるという意味では、JIC と傘下ファンドの間で人材交流も行うべきことなども考えると、こういう窮屈な理屈を立てると後々の JIC の運営の自由度、政策目的を達成するための自由度が非常に狭まってしまう。やはり窮屈なロジックとしか言いようがない。ここは素直に民主主義原理に基づく国民感情への配慮だけでロジックを組み立てた方が害は少ない。その上で、この国民感情論に基づく報酬抑制論は、少なくとも傘下ファンドの運用責任者やそこで GP を担う人材については適用しないということもあらかじめ明確にしておいた方がいい。

世界のソブリンウェルスの常識からの逸脱：最後にソブリンウェルスファンドにおける世界標準の議論として、経営・運用の最終責任を負うトップマネジメントだからキャリアの対象としないというプラクティスは一般的ではなく、またアセットオーナー型に近い大学のエンダウメントや退職年金基金などでも何らかの長期的な成功報酬インセンティブが導入されているのが、むしろ最終的な受益者（エンダウメントに寄付している卒業生や富裕層、そして大学自身、あるいは年金保険加入者及び年金生活者）への Fiduciary Duty と整合的な動機づけとして通常のプラクティスである（この辺りも保田教授が非常に詳しい）。

② JIC 本体の組織マנדートと経営責任者の成功報酬および報酬水準のあり方

JIC は LP 型投資機関であり、実際の投資実務は投資先のファンドで行うモデル、プロスポーツで言えば JIC の経営者は球団社長みたいな管理部門の長、あるいはベンチにいる監督に過ぎないので成功報酬も高額報酬も馴染まないという議論も、JIC が組織使命、組織マנדートを果たすうえで必然的に担わなければならない機能とその中で JIC 本体のトップ経営陣が担うべき役割をリアルに理解していない議論である。

JIC は、形式上は傘下にサブファンドを作って LP 投資を行うモデルが基本となっているが、今回、先行的に米国西海岸で出来上がりかけていた世界レベルのグローバル・バイオベンチャーキャピタルファンドの例で明らかなように、JIC の政策目的に照らして、このような傘下ファンドの組成自体を世界トップクラスの人材確保も含めて戦略

的、能動的に仕掛けかつ機能させることが JIC の組織マニフェスト上は当然の責務である。この傘下ファンド組成自体及びファンドに対して適切なガバナンスを利かせることが JIC の極めて大きな戦略的事業活動かつ投資意思決定であり、そのイニシアティブを取る JIC の経営陣は、当然ながら極めて高度のプロフェッショナルスキル、実績、世界的人脈を持ち、かつそれらを駆使し、色々なリスクを取って業務を進めなくてはならないことは、この数か月の田中氏、金子氏の八面六臂の奮闘ぶりからも明らかである。また、かかる戦略的・能動的なファンド組成を行う場合、少なくとも当初は JIC 自身が単独 LP すなわち準 GP 的な立ち位置になる、あるいは co-GP となって大きな役割を果たす場合が多くなるので、既存の投資機関に対してアセットアロケーションした資金を LP としてポートフォリオ投資するだけの純粋 LP 投資家モデルとはまったく異なった責任及び業務範囲となる。さらには、JIC には金融危機時などを想定して、自ら直接投資を行う機能も法律上、留保されていて、この場合は、自らが完全に GP 型投資機関としての機能を果たさなくてはならない。

以上、JIC の再建にはこれほど高度のプロフェッショナルスキルを必要とし、組織の成果に強く影響する重い仕事を担える超一流人材を CXO として、それを監督できる超一流のガバナンス人材を社外取締役、産業革新投資委員会のメンバーとして選任し直さなくてはならない。こうした人材を JIC 全体の勝敗に直接的な影響力を持っていない人たちと評価するのは事実誤認である。

プロフェッショナルの世界では、その領域における超一流の監督やコーチのいる組織にしか、超一流あるいは超一流の素質を持つ人材は集まって来ないし、集めることもできない。それは傘下ファンドにおいても同様である。すなわち、イノベーション投資で世界に通用する超一流のプロフェッショナル組織を新たに作るうとするとき、それにかなうレベルの人材を集めるためには、まず、その中心にいる経営陣と監督する立場にいるボードメンバーが相応の顔ぶれであることは絶対的な前提条件なのである。そして、この手のプロフェッショナル型組織のゲームでは、初期値がもっとも重要で、ここで低いところから出てしまうと絶対に上に上がっていくことはできない。スタートこそが勝負である。

もちろん、JIC 本体の経営トップが最前線で個別具体的な投資行為を行うファンドマネージャーと全く同じ報酬体系である必要はないし、既述の通り民主主義国家として「国民感情」に配慮した一定の抑制を行うべきことは正統性のある議論だが、JIC が長期的に大きな収益上かつ政策上の効果を上げる上で、JIC の経営陣についてもその業務特性、国民に対する Fiduciary Duty からみても確な長期成果報酬と相応の報酬レベルを適用することもやはり必要かつ合理的である。また、国民感情という観点からは、JIC の傘下ファンドの資金基盤がより民間ベースにシフトするにつれて抑制レベルを緩和する、すなわち成功報酬体系の比率と上限を引き上げる柔軟性を持たせるべきである。いずれにせよ JIC においては、一律に次官キャップや日銀総裁キャップ

をはめるような、あるいは公的資金だから云々のような、白か黒かのデジタルな枠をはめるアプローチは取るべきではない。

③ 国民資産運用に関わる政府の側のプロセス管理への関与のあり方について

JIC は国民資産をリスクにさらして投資運用するのだから、そのプロセスについても政府が一定レベルの関与を行うのは当然で、傘下ファンドの下に組成する孫ファンドあるいはそこから行われる LP 投資を認可対象として統制するのは当然であるという議論があるが、これまた大きな疑問符がつく議論である。

確かに国民資産の厳格管理責任という政府の視点において、いい加減な白紙委任は出来ないというのはその通りだが、問題は「当該投資業務の特性に照らして、何が真に厳格な管理になるのか」である。むしろ、ベンチャー投資に代表される高度なプロフェッショナルジャッジメントに依存するリスク投資において、本格的なリスク投資を通じて投資先の企業価値、事業価値を高め、かつそれによって国民へのリターンをあげるためには、JIC とその傘下ファンドに最大限一流のプロフェッショナルを雇わせる一方で最大限の裁量権を JIC 側に与え、管理はプロセス管理型よりも結果管理型としてパフォーマンスを厳格に評価することに重点を置き、だめなら報酬も与えないし、クビにするというのがほとんど唯一の有効な「厳格」管理手法となる。要は一流のプロフェッショナルを雇うことと、適切なインセンティブ体系を用意すること、彼らに出来るだけ強力な武器と自由度を与えること、そしてその成果を厳格に評価し、厳格にインセンティブ体系を適用すべしということである。もちろん、傘下ファンドを含む JIC 側の意思決定メカニズム及び投資・運用成果に関しては基本的に開示、共有すべきことは論を待たないし、このことと結果管理型の統制を行うことはまったく矛盾しない。

これは JIC 自身の経営陣と経営陣が運用責任者を選び組成する傘下ファンドのレイヤーの両方において同様であり、だとすれば孫ファンドやそのレイヤーでの LP 投資について最大限の自由裁量を与える（同時に成果を厳格に評価する）ことはむしろ国民の利益に資する。私は産業再生機構と言う元祖「官民ファンド」の最高執行責任者だったからよく分かるが、認可事項になるということは、実務上、スピードと言う面でも、また認可条件などの中身の問題においても、生き馬の目を抜くようなリスク投資の最前線からみると色々な不都合が生じうる。いわばリスク投資の素人の役人が色々口を挟み、その時々国会情勢や会計検査院の顔色を気にしながら、現場側の論理とは異なる観点の認可条件が入ってくる、また、その事前調整で著しく時間がかかるような状況や途中で担当者が変わり引継ぎがうまく行われないような状況が生まれうる。その結果、千載一遇のファンドの組成チャンスや投資機会を逸することも出てしまう。また、認可事項になっていなくても、役所と事前調整や根回しのようなことを行うことが慣行化するとほぼ同じようなことが起きる。

役所の側からみれば、条件さえ整えば認可なんて形式審査ですぐ出るように考えているかも知れないが、反対側からは、その条件整備こそが曲者で、「すぐ」と言う時間感覚もおそらく一桁位（一週間と一日、一日と一時間）は違っているものなのだ。実際、今回の米国西海岸ファンドの組成プロセスにおいても、このリスクが何度も顕在化しそうになり、まさに間一髪のところでは組成に成功した実態がある。その意味で、少なくとも制度上の担保としてかかるリスクから JIC サイドのあらゆるレイヤーの意思決定を最大限隔離することは重要であり、認可事項は法律上読み取れる最小限の範囲にとどめるべきである。

ちなみに官の世界がプロセス管理に傾倒するのは、一つは官の世界の人事評価はがちがちの終身年功制で、結果に基づく動機づけがほとんど不可能な体系によるもの（私自身、産業再生機構時代に役所からの派遣職員については、この体系で評価を行っていたので良く知っている）なので、プロセス評価に依存せざるを得ず、したがってそのやり方に慣れ親しんでいること。それから結果が出なかったときの責任追及に対して、プロセス管理をこれだけちゃんとやっていたんだからしょうがない、と言う言い訳、アリバイ作りに使えることに起因していると言うのが、私の経験上の印象である。すなわち国民資産を本当に守ることからは必ずしも動機付けられていないということだ。

以上、JIC が本来の政策意図に沿った再始動を目指すならば、こうした窮屈な論理立てはいったん棄却して、JIC の現実の成功に向けて真に正しいプリンシプルを再確認することが出発点となる。繰り返すが、経営陣の報酬に一定の抑制を働かすべき理由があるとなれば、窮屈な理屈ではなく、素直に民主主義原理に基づく国民感情への政治的配慮とすべきである。

2. 産業再生機構の総括と現行官民ファンドの根本的な課題

JIC を含む官民ファンド一般に様々な問題が指摘されている。結果として投資残高が積み上がらない、損失案件が多い、さらには不祥事が起きるなどなど……。かかる状況は是正するために政府内にモニタリングの仕組みを設置したり、関係官庁が色々な管理強化施策を打っているが、あまり効を奏しているとは思えない。

私自身も断片的にこうした過程に関わって来たのでその責任の一部を共有しているが、今回、JIC の当事者として深く官民ファンドに関与して痛感したのは、政策的にも法律体系的にも官民ファンドの原型となり、かつ政策的にも収益的にも成功事例と評価されている産業再生機構、私自身が最高執行責任者(COO)として立法段階から組織立ち上げさらには業務執行から解散まで当事者であった産業再生機構の成功要因の総括が正確になされていない、それどころかむしろ当時から著しく後退した運用が行われ、ある意味、必然的な失敗

を繰り返しているという印象を強く持った。そこで、この機会に当事者として産業再生機構の総括を行い、現行官民ファンド（JIC の今後も含む）が抱える根本的な課題解決への示唆としたい。

産業再生機構の成功要因については、外部から色々な分析がされているが、最前線で色々な障害、困難と闘ってきて当事者として言えば、以下の三つに集約される。

① 政策追求と収益追求が両立する案件の存在

官の資金が市場経済の中で「エクイティー投資」と言うもっとも資本主義的な形態で活動する合理性は、そこに政策目的と収益目的が一致両立する案件、すなわち何らかの民間プレーヤーの機能不全、未成熟や市場の失敗ドメインが存在することにより、マーケットプレーヤーとして官の資金と組織が活躍する時空が存在することにある。産業再生機構の場合は、バブル崩壊から長年にわたって続いた不良債権問題と過剰債務問題の深刻化で国内の金融側、産業側の両方の市場機能がマヒする「市場の失敗」のなかで、「産業と金融の一体再生」を行うために予算規模 10 兆円の言わば官製巨大 PE ファンドが登場する政策意義があり、かつ収益的に成り立つ案件がたくさんあった。そして投資先の事業価値を高めて案件を収益化することがまさに産業と金融の一体再生という政策目的と合致したのである。したがって産業再生機構の投資意思決定においては、全ての案件において資本コストハードルは厳格に設定し、投資先の経営にも必要であれば躊躇なく介入する等、マーケットプレーヤーと変わらない、いや既存のマーケットプレーヤー以上にマーケットプレーヤー的な行動様式で活動した。

裏返して言えば、補助金ではなく、投資という形態で官の資金が市場経済に介入するのは、政策的必要性和収益的合理性が両立する案件の存在が大前提であり、それが一致両立しない場合は、投資を行うべきではない。収益的合理性があるけれど政策的必要性がない案件には民間資本が出てくるはずであり、政策的必要性はあるが収益的合理性がない案件は正々堂々と補助金で助けるべきである。

官民ファンドの多くは、政策追求と収益追求の両条件が揃う案件の乏しさに悩んでいるように見え、もし開始して数年たってもかかる案件があまりないならば、その官民ファンドそのものの解散を検討すべきである。また時間経過によって（ある意味、政策効果が出て）両条件をみたと案件がなくなった場合も解散すべきであり、実際、産業再生機構は当初の予定を一年前倒して完全解散した。ここで無理に投資を積み上げようとするれば、事実上の補助金となって非常に不透明な形で国民損失を出すか、民業圧迫となるか、のどちらかになるからである。

また、政策目的を達成すれば収益追求は犠牲にしてもいいと言う議論も極めて危険である。これはむしろ官民ファンドと言う政策パッケージの合理性、正当性を危殆に陥れる。時折、特にエグジットに際して収益の最大化か、政策的合理性か、と言

う講学的な設定の問いがなされるが、答えはシンプルで、基本はエグジット先を決める第一の基準は値段であるべきで、それは資金の究極的な出し手である国民の経済的損得と一致する。あえて言えば、複数の買い手があり、かついずれも投資機関としての資本コストを上回る高値を付けてくれるという贅沢な状況においてのみ、当該事業の長期的な発展（≡政策追求）に貢献してくれるのはどちらかという、やや定性的なクライテリアを考慮することで十分である。いわゆる安全保障問題に関わるようなケースを除き、結局、高い値段で事業を買収できる買い手こそが当該事業を高く評価し、かつ事業価値を高める自信と能力を持っているのが市場経済の原理原則である。それに反した中途半端な国益論や産業政策論を振り回してみても、後で大きなツケを払わされるのは国民であるということを、この 30 年間、私たちは嫌と言うほど見てきた。

このように官民ファンド型の政策パッケージにおいては、政策追求と収益追求はトレードオフにはならない、言い換えれば、トレードオンの両立領域でしかこの政策手段を使ってはならないのである（これは既述の収益連動の成功報酬が同時に政策実現の動機付けと整合することも示唆している）。この原理原則も産業再生機構では極めて明確に整理されていたが、その後の官民ファンドではかなり怪しくなっているようである。

② ガバナンスと運営の独立性と結果管理型マネジメントの徹底

既に述べたように、リスク投資と言うプロフェッショナルな業務を世界の最前線で行う以上、組織運営は監督官庁からも政治的影響からも、最大限独立したものであるべきことは当然である。この独立性と国民資産の厳格管理および政策合目的性に関する統制とをバランスする方策として、一つはプロセス管理型ではなく結果管理型のガバナンスに徹することと、もう一つは執行部からも時々の政治情勢からも独立した投資委員会組織が名実ともにしっかりと機能することである。この投資委員会組織に対するガバナンスも同様で、かりに 100%株主であろうとも監督官庁はプロセスに干渉すべきではなく、個別案件に関わる収益性と政策性の両立の最終判断は、投資委員会組織に一任すべきである。これこそ官民ファンドが「所有と経営の分離」を原則とする株式会社形態を選択している本旨である。もし、官民ファンドの執行部や投資委員会組織の方針やパフォーマンスを否とするならば、株主である官の側はこれらの人々を解任することでガバナンスを行使するのが基本である。産業再生機構は、執行部も投資委員会組織（産業再生委員会）も厳に独立性、自律性を守って運営され、監督官庁、主務官庁に対して事前に個別案件の投資や売却の可否や条件に関してこちらから事前相談や了解取りに行ったことはなく、意思決定のギリギリのタイミングで法律上求められている「意見」伺いは行ったが、かりにそこで消極的な意見が付いても、貴重なご意見として傾聴しつつも意思決定に影響

を与えることは一切なかった。その中でダイエー騒動のように役所の側の描いたシナリオとまったくことなる方針を産業再生機構が貫いた事案も生まれている。また、そうした方針の相違を原因として後で「認可予算」を止められるようなことも一切なかった。

昨年の財務省財投分科会において、ある官民ファンドの投資案件に対して委員から疑問を呈されたのに対して、担当者が「これは役所の方から依頼されたものに依拠して投資したのであって政策目的上問題ありません」と答えるシーンがあった。これには正直、驚天動地、目は点、開いた口がふさがらなかった。JICにおけるこの数か月の経験もそうだったが、いつの間にか官民ファンドは、役所にマイクロマネジメントされ、あたかもその財布のごとく運営されかねない慣行になっていたことに驚きの連続であった。これでは出資業務と言うリスクキャピタルを扱うファンドとしてうまく機能するはずがないし、こんなことをやっている投資機関に一流の人材が多く集まってくるわけがない。やはり産業再生機構が解散してからの12年の月日は長かったとしか言いようがない。

③ 短期決戦が一流人材を相場より少ない報酬で集めて勝負できる絶対条件(モラルハザードが起きない真の条件)

よく「産業再生機構だって事務次官キャップの給料であれだけの人材が志を持って集まったのだから、他の官民ファンドでも同じことができるはずだ」という議論を聞く。また、経済的なダウンサイドリスクの無い人に高額な成功報酬的なものを約束するのはモラルハザードがあるという議論もある。

私自身も含めて、国家の一大事に際して報酬が何分の一になっても何とか自分が役に立ちたいという一流の人たちはいたし、今もいると思う。ただし、産業再生機構のようにそうした人たちを相当数集めて一流のプロフェッショナル集団を組成・運営できるのは、組織ミッションの明白重大性と、長くて5年程度の短期決戦であることが現実的かつほぼ絶対的な条件である。彼ら彼女らにも生活があり家族があり大きな機会費用がある。残念ながら志だけで10年以上ガンバレと言われてもそうした生活的な現実との板挟みの中で思い切り仕事ができるのはせいぜい5年と言うのは、産業再生機構の最高執行責任者(COO)として最大時200人を超える民間出身のプロフェッショナルをマネジメントしてきた私の実感である。

現在の官民ファンドのように10年以上の長期の存続期間を有する組織で、しかも多くは政策目的や案件特性上、かなり長い時間をかけないと成果が生まれない状況で、次官キャップの報酬体系で一流のプロフェッショナルを相当数雇い、高いモチベーションを維持することは極めて困難である。

また、モラルハザードの関連で、公的機関のトップともなると、報酬以外の様々な役得が在任中もその後もついてくるので、それを動機付けにした方が、経済的な成

功報酬が生むモラルハザードを回避できるという意見もあるが、その役得はほぼほぼトップに限定された話である。しかも退任後の役得に至っては当該官民ファンドが成功し、世の中からレスpektされるようになった場合に限られる。既に確立された公的機関である日銀や政府系金融機関などとは話が違うのだ。幸い産業再生機構は成功の評価を頂いているので、私自身もそう言う役得を享受しているのかもしれないが、その後の官民ファンドのトップで私たちと同じような役得や名声を得たという話をあまり聞かない。言い換えれば、官民ファンド、特に今回のような騒動を起こした JIC のトップに今から就任するということは、それ自体、大きなレピュテーションリスクを負う訳である。この点は大変な逆風の中で船出し、なかなかトップの引き受け手が決まらなかった産業再生機構と共通するが、少なくとも私はこれが失敗すれば（ひょっとすると成功しても）社会人として死ぬことは覚悟してあの仕事を引き受けた。「JIC の経営陣には経済的ダウンサイドがない」云々という議論はやや抽象論であり、これから JIC をゼロから立ち上げる経営トップは、実際は職業人生を賭けるような膨大なリスクを負うことになる。そしてトップの人材レベルが組織全体の（傘下ファンドを含めて）人材レベルを決める以上、超一流の人材を経営トップ陣に据えなくてはならないわけだが、かかる人材が、そう簡単に 10 年にわたってプロフェッショナル人生をこのプロジェクトに賭けてくれないことは覚悟した方がいい。

実際、産業再生機構は新規案件の投資期間はわずか 2 年間。その投資期限である 2005 年 3 月は、日本国としての国際公約であった不良債権の処理完了期限でもあった。その後の 3 年間は売却回収のみであり、産業再生機構と言う元祖「官民ファンド」は最大 5 年、実働は 4 年程度の短期決戦組織だったのだ。結局、産業再生機構は 4 年で解散したので、ほとんどの職員は実働 3 年程度であった。まさに「明白重大な緊急ミッション」を背景にした「短期決戦」だったから一流人材が市場相場より低い報酬で精一杯働いてくれたのである。逆にこうした条件が成立しない現在の官民ファンド、すなわち長期的な成功報酬体系や厳しい実力主義を適用していない処遇体系の長期存続組織には、二流の人材が集まり二流の動機付けで働くことを誘引する。長期存続する組織に安定雇用を求めて就職し、役所の顔色や政治状況を伺いながら組織防衛や組織内保身を一義的な動機づけとするサラリーマン的な行動様式を招きかねず、まさに組織能力リスクとモラルハザードリスクを生むのである。前述の財投分科会における「役所のご指示があったのでこのファンドに投資しましたので問題ありません」と言う答弁はモラルハザードの象徴でもあるのだ。もちろんそれでも一部の心ある一流人材が踏ん張っていることは否定しないが、これが多くの官民ファンドの不調の原因になっていることは直視すべきである。

JIC もそうだったが、産業再生機構よりはるかに長い投資回収スパンが必要な案件を想定している現在のほとんどの官民ファンドで、次官キャップ的な給与体系で、

しかも既述の様な役所のマイクロマネジメント受ける組織に一流のプロフェッショナルが数多く集まるわけがない。結局、大半が二流の人材となり、自信がないから役所に判断を頼り、あるいは政治的リスクヘッジに走り、ますますマイクロマネジメント化が進んできたというのがその後の官民ファンドの太宗の姿だと思う。これでは、国内で活動しても甚だ厳しいだろうし、ましてやグローバルなリスクキャピタルの前線で戦えるプロフェッショナル集団なんて組成できるわけがない。

今回、JIC はこうした産業再生機構の成功要因とその後の官民ファンドがかかえる構造的な根本課題を踏まえ、それを乗り越えるべく様々な改革にチャレンジした。結果的にそうしたチャレンジは諸般の事情で挫折したわけだが、現実問題として、産業再生機構以降の官民ファンドが長年にわたり苦戦を続けている実態に鑑みると、上記の示唆、教訓を真摯に活かし、報酬問題を含めて色々な改革を進めなければ、今後も苦戦は続くだろう。それは言うまでもなく、政策目的が達成されず、国民負担も生じることを意味する。

3. JIC の再始動を成功させるための 8 つの原則

JIC の政策目的は、経産省のリスクマネー研究会のアウトプット、さらには法案の審議過程の議論で明らかになっている。要は GIC、テマセクやノルウェー投資公社などと肩を並べるほどのグローバル・トップレベルのソブリンリスクマネープレーヤーとなることを目指し、取り分けベンチャー型イノベーションについて我が国のベンチャーキャピタルとベンチャー企業を世界のトップレベルの次元に押し上げることである。

JIC はこの目的を達成するために従来の官民ファンドとは明確に一線を画した組織運営方針と活動ドメイン、そしてプロフェッショナル人材の確保を目指してきた。米国西海岸において、世界的なライジングスターの若手キャピタリストを確保して立ち上げることに成功していたバイオベンチャーファンドはそのロールモデルであった。現在、まさに新たなイノベーションステージに移りつつあるバイオ産業のベンチャー投資の領域であれだけホットなファンドを立ち上げられたのは、言わば世界のバイオインダストリー全体の創業者の一人とも言える金子恭規氏が、JIC 本体の経営陣に加わり、新たなファンドを戦略的、能動的に組成してくれたからである。

JIC のモデルが世界の VC や PE の世界でグローバルに超一流の投資機関として認知され成功するには、こうした取り組みが不可欠であり、サッカーで言えば、モウリーニョやベンゲル級の世界的な実績のある監督やチーム経営者を JIC 自身の経営陣として雇い、彼らの力、人脈によって、しかも世界標準の意思決定メカニズムや報酬体系を前提に、一流の選手たちを集めて来なければ、絶対に勝負にならない。2300 万円以下で雇える監督や選手でワールドカップサッカーにおける常勝軍団を作れと言う話は絶対に成り立たないのである。しかも選手の年俸や起用方法、下手をすると試合中にパスを出すのかシュートをする

のかまで、本国にいる素人の役人の指示を待てと言うのでは話にならない。前線の勝負は一分一秒で決まっているのだ。今回、新聞による高額報酬批判記事が出た後、いったん決議した取締役会決議内容を撤回するか否かに関わる役所側との交渉が生じた中で、政治的に心地よいガバナンス、組織運営体制、報酬体系で JIC を運営したなら、ワールドカップどころかアジア予選も勝ち抜けないミゼラブルなファンドになってしまうことは必定で、結果的に政策効果も上げられず大きな国民負担も生じさせることが確実だと判断したから、民間から来た取締役全員が退任する結果となったのである。

今後、JIC を本来の目的に向けて再建することを真摯に企図するならば、私たちが目指した官民ファンドの新たなモデルの追求とそこで必要となる抜本的な改革への再チャレンジから絶対に逃げてはならない。ましてや情報不足や混乱状況が生み出してしまった窮屈な理屈に拘泥し、本質的な改革課題から目を背けるとすれば、今までの多くの官民ファンドの失敗をより大きな規模で繰り返すことになる可能性が高いと言わざるを得ない。

本稿で述べたことを、もう一度整理して確認するが、JIC を成功させるには、

原則 1：世界のイノベーションリスクマネー投資のトップリーグで通用するレベルの超一流プロフェッショナル集団を目指すこと

原則 2：JIC の経営陣、ファンドマネージャー、傘下ファンドのファンドマネージャーに至るまで、スタート時点からこのグローバル超一流指向を貫徹した人選を行い（したがって経営陣を含むコア人材は当初より関連分野の超一流の人材を国内外から獲得すること）、そのための手間と時間を惜しまないこと

原則 3：本体はもちろん傘下ファンドに至るまで、ガバナンス上、経営管理上、意思決定上、最大限の自由裁量を JIC 側に与え（認可事項は最少化し）、一流のプロフェッショナルが迅速かつ果敢な投資判断行為を行える態勢を確立すること

原則 4：収益追求と政策追求の両立領域を活動領域とし、報酬についても、世界クラスの一流のプロフェッショナルが長期的に最大限の力を発揮することを動機付けるために相応の水準を確保し、国民資産の長期的拡大に対する Fiduciary Duty と整合的な成果報酬体系（基本は市場標準のキャリア型）と厳しい実力主義を導入すること

原則 5：同じく国民に対する Fiduciary Duty の帰結として、JIC の経営陣についても、その役割の戦略性、主導性に鑑みて、国民感情への配慮に基づく一定の抑制を行いつつも、相応の長期型の成果報酬体系（収益と政策の両立的達成度を反映）を導入し、その抑制度合いは、傘下ファンドへの民間資金流入比率の増加に合わせて緩和すること（次官キャッ

プや日銀総裁キャップのような形式論に拘らず柔軟かつ動態的な抑制スタイルをとること)

原則 6：JIC に対する大株主である政府のガバナンス、統制スタイルは、プロセス管理型ではなく結果管理型を基本とし、傘下ファンドへの民間資金流入比率の増加（≡国民感情からの自由度の拡大）に合わせてより結果管理型への徹底度を高めること

原則 7：政策的必要性と収益的合理性の両立性担保、国民資産の厳格管理をはじめとするガバナンス機能、統制機能は、産業革新投資委員会の独立性を最大限尊重してほぼ全面的に任せ、日常的な政府の関与は最小化すること

原則 8：政府として、JIC の経営陣の経営方針や投資パフォーマンス、産業革新投資委員会のガバナンス機能やガバナンス方針を容認できない場合には、株主として人事権を行使し、経営陣や産業革新投資委員を交代させることによってガバナンスを実現すること（株式会社形態を取る本旨である所有と経営の分離原則をガバナンス上、尊重すること）

以上の 8 つの原則が貫徹をされることがほぼ絶対的な成功要件である。

私がここで提示をしている報酬問題を含む成功要件、改革要件が、もし現在の国民感情にそぐわないと言うのであれば、ノルウェーやカナダやシンガポールで行われているように政府の側が国民や年金加入者の理解を得る努力をするべきである（この辺りの政府の役割についても保田教授が詳しい）。実際、産業再生機構も設立当初は、金融関係者だけでなく世の中の様々なステークホルダーの反発を買ったし、政府部門内でも色々な軋轢を起こしたが、当時の政権（小泉政権～第一次安倍政権）は揺らぐことなく、私たちが本来の政策目的を達成することをサポートし、かつ国会対応を含めて国民の理解を得るための真摯な努力を行ってくれた。それがやがて産業再生機構が世の中から幅広い信頼を得ることにつながっている。

2 兆円という巨額の資金の最終的な出し手である国民の立場に真に立って考えるならば、JIC（およびその傘下ファンド）のあるべき姿（事業目的、ガバナンス構造、組織運営体制、意思決定メカニズム、インセンティブ体系そしてグローバルクラスの一流人材群の確保）について時間をかけてでも国民的な理解をしっかりと得てその原理原則を貫徹するか、それが難しいと考えるならば潔く解散・撤退するのが、国民に対する誠実な筋道である。

相手は生き馬の目を抜くグローバルなイノベーションの最前線である。残念ながら妥協の産物で戦えるような甘い世界ではないし、日本国内の政治事情など誰も配慮をしてくれない。惨敗することが分かっている戦いに大事な国民資産 2 兆円を投じるべきではないことは明白である。

また、今後 JIC が世界のトップステージに背を向けて、国内のローカルな、あるいは世

界レベルでは一流とされていないベンチャーキャピタルやキャピタリストにこれ以上、中途半端な LP 投資をしてみても、限界的な政策効果はほとんどないし、そもそもそのドメインに限定すれば市場の失敗や機能不全は起きていない。私は二十年以上にわたり、東大における日本初の TLO 創立、日本初の産学連携本部の立ち上げ、東大エッジキャピタルの立ち上げと運営支援など、色々な形で日本発のグローバルベンチャービジネス作りに深く関わって来た。今や東大発ベンチャーの時価総額は二兆円に近づく勢いだが、ある意味、政策的に日本だけを基盤にした施策はやり尽くした感があり、従来の延長線上での限界的な政策効果はどんどん小さくなっている。むしろ資金的にはベンチャーバブルで資金余剰感さえ漂っていて、私たちが現場で関与している超有望なベンチャー企業の多くは出資オファーを断るのに忙しいくらいである。

今後、やるべきことは、日本からサッカーのチャンピオンズリーグや野球のメジャーリーグにつながる道、世界のチャンピオンズリーグにダイレクトにつながっている道を切り拓くこと、裏返して言えば日本のベンチャーコミュニティが世界のトップリーグの一部に組み込まれることである。その意味で、JIC が純粹 LP として世界の超一流どころのクライナー・パーキンスやアンドリーセン・ホロウィッツ、セコイアなどに投資してもまったくダメ。単なるその他大勢の単なる LP と同視され、ここで企図している大きな戦略的政策目標は達成されない。自ら GP 的な立ち位置で勝負しない限り、トップリーグの VIP ルームの鍵は開かないのである。

この 30 年近く、これだけの努力をし、日本のベンチャーキャピタル、ベンチャー企業の活性化、相当のレベルアップを実現してきたにもかかわらず、世界のイノベーション、ベンチャー型資本主義の成長スピードはますます速くダイナミズムはますます大きくなり、日本国内が多少進歩しても相手の背中がどんどん遠くなる現実を、私たちは嫌と言うほど味わってきた。ソブリンファンドのブランドを梃子に最初から本気で世界的なレベルで通用する超一流のグローバルドリームファンドを作り、そのグローバルトップステージでの活動の中に日本のベンチャーコミュニティを取り込み、引き上げ、グローバルドリームファンドを通じて「日本選手」がかつての野茂やイチローのように世界の最高の舞台で活躍する道筋をつくることこそが、JIC が存続する唯一の政策的な意義である。もし **JIC** が存続するなら、再びこの正しい政策意図に沿って歩みを始めることを国民の一人として強く希望する。

もちろん、本稿に示した経営トップ層要件、組織としての成功要件を充足することは容易ではないことは百も承知している。だからこそ、もしその充足が短期的に難しいならば、経産省におかれては、ここは拙速に再建を急がず、一度立ち止まり、「リスクマネー研究会」の原点に立ち戻って、JIC の政策的な意義、それを達成するための正しい組織運営、ガバナンス、人材要件と処遇のあり方について、国民的な理解の醸成を含めてじっくりと議論を積み上げ直すことを最後に提案して本意見書を結ぶこととする。

以上

能見氏(元産業革新機構社長)からのコメント概要

下記概要は、2019年2月12日に行ったインタビューの要点を、能見氏の了解を得て、経済産業省でとりまとめたもの。

【概要】

- ✓ 自分が産業革新機構を引き受けた際には、求められたミッションを忠実に遂行するので投資判断は任せてもらい、社会的な観点からのチェックは産業革新委員会で行ってもらうこととした。
- ✓ (産業革新機構は、ゾンビ救済とか役所が介入するなど揶揄されるが)自分が在籍した6年間、90件以上の投資を行ったが、役所の指示で行ったことは皆無だった。重要なことはトップマネジメントがミッションをきちんとつかまえ、具体的な形にしているかということ。役所の担当から、時々、個別の話について質問があったが、ロジカルに議論すればすべておさまった。役所・政治家等から持ち込まれた案件は、結果としてすべて断った。
- ✓ 産業再生機構は、不良債権処理に役割を果たしたが、行ったのは財務リストラ・法的整理であり、企業のトップラインをあげて成長させたわけではない。したがって、INCJ のモデルにはならなかったし、JIC のモデルにもならない。
- ✓ 産業革新機構について、これだけ長期間活動していて不祥事がないのは珍しいと言われた。外から集めた人で構成する官民ファンドにおいては、(役所や大企業と異なり)相互監視が十分機能しない中で、権限と資金を持つことから、不祥事が起きないように、自分は、在任中、経費を抑制し、発注も相見積もりをとることを徹底する等、規律を徹底させた。このような組織においては「パブリック・マインド」が欠かせず、これがない人に任せてはいけない。最初の人選が極めて重要。
- ✓ 産業革新機構を立ち上げた当初、与えられたミッションの下、自分たちはどのような目線でどのような投資をすべきかを徹底的に何度も議論した。イノベーションを「技術」と「市場」を「経営」で結びつけることと捉え、これらを三位一体として取り組むこととした。投資のアプローチとして、①大きな戦略(グローバル市場での競争、新興市場への展開)、②具体的な第一歩(企業の革新的なチャレンジを支援)、③ビジネスとして展開(民間市場規律)を意識。その上で、投資案件について、①収益性(Attractiveness)、②実現可能性(Feasibility)、③投資インパクト(Impact)を評価軸とした。その上で、個別案件でなく投資ポートフォリオ全体で損をしないように組んできた。
- ✓ JIC について、SWF という言葉を使っていた印象があるが、利益だけを求める SWF と政策目的を持ったファンドとしての JIC はアプローチが全く違うはず。これらを混同すべきでなく、SWF を目指すといった考え方は捨て、政策目的の実現のため投資することを明確にすべき。本当に SWF の話をするのなら別にやるべき。

- ✓ リスクマネー供給の現状は、産業革新機構ができた2009年とは異なっている。本当に足りない分野はどこか、改めて整理した上で投資を始めるべき。
- ✓ 投資は、KPI どおりに計画して行えるものではない。その時々有望案件に投資しながら、行った投資を振り返り、足りない分野については、案件を探し掘り起こして投資するというのが現実。従って、「〇〇までに〇件投資」などと、KPI を細かく置くべきでない。大きな理念・目的を共有し、具体的な案件に即して、必要な意見交換をすればいい。
- ✓ 人材育成はとても大事であり、産業革新機構においては、そのための様々な仕組みを導入してきた。社員一人一人の繁閑を見える化し、投入時間が適切かを評価したり、機会を与えられていない若手などをアサインするようにした。また、MD や非 MD が互いに評価することを通じて MD として持つべき意識、それぞれの特徴を捉えて育てようという意識を育むなどした。
- ✓ JIC は、FoF(ファンド・オブ・ファンズ)として LP 投資をするだけでなく、自らファンドを設けて投資するとのことであるが、分野や投資先のステージ及びリスク・リターン・プロファイルについて、ポートフォリオマネジメントをしっかりと行うことが必要。
- ✓ 最も大事なことはトップ人事。しっかりと任せた上で定期的に評価して問題があれば解任する。MD 以上は、経営陣がチェックして、ふさわしくない者は契約更新しないこととするなど。政府からのコントロールも、個別投資案件に口を出すのではなく、このようなガバナンスで実行すべき。政府は株主なのだから、取締役等を選任して送り込むのは当然。
- ✓ 経営陣や社外取締役の所属する組織との関係で、利益相反となるようなことは絶対に避けるべき。
- ✓ JIC 経営トップの資質について必要なのは、①人望、②トップマネジメントの経験(肩書きだけでなく、トップとして厳しい判断をした経験があること)、③投資の実務又は金融市場への深い知見、④人的ネットワーク、⑤理念とロジックで役所とコミュニケーションできること、⑥パブリック・マインド＝社会貢献の意識があること、⑦優れた story teller であること。
- ✓ ③はあるに越したことはないが絶対ではない。しかし、ギリギリの交渉になったときに、例えばメガバンクのトップにリスペクトされ、交渉ができるかということが大事。
- ✓ 上記⑥に関し、公的な資金を扱う立場として、国のために引き受ける人でないと務まらない。これは報酬にも関連するが、例えば、JIC 経営トップの報酬は、3千万円程度の固定給で良い。最終的に十分な収益をあげた場合に5千万円程度のボーナスがあっても良いかもしれない。「高い報酬を払わないといい人材が集まらない」ということはない。役所や公的機関で働く優秀な人材に対する侮辱。産業革新機構には、延べ2600人の応募があった。自分も、産業革新機構の報酬ではなく、意義を理解して引き受けた。
- ✓ ファンドでは、情報共有とフラットな組織であることが特に大事。

- ✓ INCJ の採用基準は、①地頭のよさ、②協調性、③好奇心。投資の経験があるかどうかより、これらの資質、人間力をそなえている人の方が伸びる。また、投資には、謙虚さが必要。

以上

2019 年 2 月 15 日

JIC についての第三者諮問会合

朝倉 陽保

元 産業革新機構 専務取締役 COO

現 丸の内キャピタル 代表取締役社長

産業革新機構（INCJ）の経営を 2009 年 7 月の創立時から 2015 年 6 月まで担当した経験に基づき下記の通り意見を述べます。

記

官民ファンドは政策と収益の両立、民間との棲み分けなど様々な運用上の難しさが存在するが、最も対処しにくい問題は活動の軸となる政策課題や投資環境が時間とともに変化するることである。官民ファンド側の自由度（時間軸、投資対象）を高めると、この問題は一層深刻になり実務的な対応は極めて難しくなる。官民ファンドが官民双方にとって意義ある存在であるためには、活動領域を絞り、比較的短期の時限組織とし、環境変化に応じて機動的に見直しができるように運営せざるを得ない。

個別案件に対する政府の関与については様々な意見があるものの、前述の通り活動の軸が時間とともに一定程度変化するという現実に鑑みると官民ファンドが手掛ける案件の意義については実施時点の政策期待や投資環境に応じて個々に議論・評価せざるを得ないと考えられる。長期にわたるファンドの活動を予め包括的に評価し規定することは難しく、政府の責任を果たしながら認可ファンド、子ファンド等の機動性を確保することは簡単ではない。

JIC の運営体制を考える際には案件イメージを具体的に示し、実務面での実現可能性に力点を置き議論する必要がある。前 JIC 経営陣により JIC-US、JIC-VC、JIC-PE、JIC-Engagement という枠組みとともに幅広い投資対象が示されたが、ここでは一旦国内のベンチャー投資（JIC-VC の領域に相当すると想定）に限定して意見集約を図るべきと考える。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考えられる。

一方で、JIC-US と JIC-Engagement については官民ファンドとして前例・実績のない領

域を対象にしていると考えられ、運営体制の議論を行うにはあまりにも材料が乏しい。**JIC-PE**については国内の事業再編を想定していると思われるが、後述する通り賛否両論がある領域であり、同様に運営体制の議論を行うのは尚早であろう。また、ファンドを重層化する手法については実務的に十分こなれていないものと推察され、当面は出資母体（認可ファンドを想定）から企業に対する直接投資に限定し対応を考えるべきである。

上記の通り絞り込みを行うと当面の**JIC**（配下の認可ファンド含む）の活動は**INCJ**のベンチャー・グロース投資グループが手掛けたベンチャー企業に対する直接投資に関わる活動とほぼ同一になる。案件イメージは本来**JIC**経営陣が示すもの（前**JIC**経営陣により示された**JIC-US**の事例が参考になる）であるが、現状においては**INCJ**の当該案件を個別に評価し**JIC**が継承・注力すべきタイプの案件を抽出・整理したものを暫定案として議論を進めるのが現実的である。この様に活動の輪郭を明確にし、それを実現する体制を**JIC**に整えることを当面の目標としてはどうか。尚、**INCJ**が手掛けた民間**VC**ファンドへの**LP**出資については直接投資とは別に評価を行い、その上で**JIC**の取り組み方針を議論する必要がある。

既存事業の再編に関しエクイティが果たすべき役割は大きい。他方、日本で再編が進まない背景にはエクイティの不足だけでなく、日本独特の金融システムや企業ガバナンス、過剰流動性に起因するハードルレートの低下など様々な要因が存在する。政府・官民ファンドの関与が不振企業の延命や民業の圧迫につながるなどの懸念も多い領域であり、先行事例である**INCJ**の投資事業グループが手掛けた案件を徹底的に検証し、特に慎重に**JIC**の取り組み方針を議論する必要がある。

官民ファンドたる**JIC**の経営は各方面からの圧力と折り合いを付けながら、自律的且つ中立的に執行されることが求められる。経営や投資の経験者を常勤で複数任命し、相互監視により健全な緊張関係を維持することが望ましい。また、公的な組織として利益相反には十分な注意が必要であり、官民ファンドの経営に関わる者を取り巻く利害関係については慎重に検証されなければならない。

以上