

INCJ が呼び水効果と人材供給を通じて日本の PE/VC 市場のエコシステム形成・発展に果たした役割の分析

—投資領域の拡大及び人材の育成・供給—

Analysis of INCJ's Role in the Development of Japan's PE/VC Market Ecosystem Through Catalytic Effect and Human Resource Development —Expansion of Investment Areas and Development & Supply of Human Resources—

MCP アセット・マネジメント株式会社 小林 和成
MCP アセット・マネジメント株式会社 大平 愛子

要旨

産業投資の重要な柱である官民ファンドにおいて、その評価は当該官民ファンドのフィナンシャル・リターンだけではなく、その活動から得られたインパクトについて並行して評価することが重要である。

本研究ではインパクト評価の考え方を採り入れて INCJ が日本の PE/VC 市場のエコシステム形成・発展に果たした役割の分析を行った。具体的には、①INCJ の投資活動に伴う呼び水効果の分析、②INCJ 出身者の業界への人材供給の 2 つに焦点を当てて分析した。

① に関しては、呼び水効果の金額が「誘発された民間投資額」として定期的に把握されており、宇宙分野のアストロスケールホールディングスのケース・スタディでも効果が確認されているが、呼び水効果の測定方法に関しては今後の課題があるものとする。

② に関しては、INCJ 提供資料を基に定量的な分析を行った上で、人材育成の考え方・方法について整理を行った。また、付随的な効果として、VC 業界における新たな VC（エマージング・マネージャー）の創出への貢献について分析を行った。

これらの分析を通じて、INCJ はリターンの観点ではルネサスなどのいくつかの大型 PE 投資案件の成功により相応の成功を収めたもののベンチャー投資に関してはそれほどのリターンを上げられなかったが、インパクトの創出に関しては大きな成果があったものと結論付けられる。

キーワード：産業投資、INCJ、官民ファンド、インパクト、呼び水効果、人材供給

Abstract

In evaluating public-private investment funds which are critical pillars of industrial investment, it is important to evaluate not only the financial returns of such funds, but also the broader impact generated through their activities.

This study analyzed the role that INCJ has played in the formation and development of Japan's PE/VC market ecosystem by incorporating the concept of impact evaluation. Specifically, it focused on two aspects: (1) the catalyst effect generated by INCJ's investment activities, and (2) the supply of talent to the industry by former INCJ personnel.

Regarding (1), the amount of the catalytic effect is periodically tracked as the “induced private investment,” and its effectiveness has been confirmed through case studies such as Astroscale in the space sector. However, the methodology for measuring catalytic effects remains an area for further development.

Regarding (2), a quantitative analysis based on data provided by INCJ was conducted, and an additional review of the approach and methodology for talent development was done. In addition, it examines the secondary effect of INCJ's contribution to the emergence of new VC firms within the VC industry.

Through these analyses, it can be concluded that although INCJ achieved notable success in terms of financial return through some large-scale PE investments—such as Renesas—its returns on venture investments were relatively limited.

Nonetheless, it was concluded INCJ made significant contributions in terms of impact creation

1 はじめに

INCJ及びそれを含む官民ファンドの運営状況の評価については、内閣官房の「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」や会計検査院による「官民ファンドにおける業務運営の状況について」などによって定期的に検証されているが、それらの評価は事後的かつ定量的なものが中心であり、また官民ファンドの日本のPE/VC市場に与えた影響については限定的な分析に留まっている。

また、これらの官民ファンドの運営方針・活動はその時々政治・経済・金融市場環境に影響を受けており、そのような背景を勘案しないと適切な評価は難しい。

よって、本研究ではINCJの過去15年間の活動に対して、内部（含、政府側）のデータ・情報、外部のデータ・情報に加え、INCJ関係者へのインタビューによる情報を統合して、INCJが日本のPE/VC市場のエコシステム形成・発展に果たした役割の分析を行った。

2 問題の所在とそれに対するアプローチ

2.1 問題の所在

産業投資の重要な柱を担った官民ファンドの評価に関しては、さまざまな切り口で改善の余地があると考ええる。

通例、官民ファンドの評価においては、どれだけの投資が行われ、それに掛けたコストがどうだったのか、またそのリターンはどうなっているか？という通常の投資事業の評価を中心として行われるが、官民ファンドは、「市場の失敗」により民間の投資が入ってこない分野へのリスクマネーを提供すること、特にINCJにおいては、新たな産業分野へのリスクマネーを供給し、それを「呼び水」として民間の投資資金を誘発することに役割があったので、その観点での評価をしっかりと行うことが重要である。

また、民間のリスクマネーをこのような分野に投じていくにあたっては、それを担う人材の質・量を高めることが不可欠であり、この観点からINCJがどのようにそれに貢献をしたかを評価することが重要である。

これらの2点に関しては、従来のINCJ、或いは官民ファンドの分析ではあまりカバーされていなかった為、本研究ではそれを試みるものである。

2.2 先行研究・文献レビュー

産業投資の重要な柱を担った官民ファンドの評価に関しては先行研究が限られている。

基本となる文献としては下記のINCJの設立以来の諸報告書、2018～2019年のJICへの改組の際の情報などの文献に加え、光定・川北(2022)、田中(2015、2023)等を参照した。

- ・内閣官房「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」検証報告（第1回～16回）
- ・会計検査院「官民ファンドにおける業務運営の状況について」（2018）、「官民ファンドにおける業務運営の状況に関する会計検査の結果について」（2025）
- ・経済産業省「INCJの業務の実績評価について」
- ・INCJ（及びJIC）事業報告書及びプレゼン資料
- ・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）
- ・経済産業省「今後のJICの運営体制等について」及びその関連資料（2019）
- ・財政制度審議会「今後の産業投資について」（2019）

2.3 INCJの内部資料の分析・関係者インタビュー

INCJが果たした役割については、第3項に取り纏めた概要をベースとしてINCJから提供された情報・データにより詳細な分析を進めた。

またこの分析は、更にINCJ関係者（元経営陣、現経営陣、在籍者、離職者、人事担当者など）へのインタビューを通じて、データ・情報の裏側にある定性的な情報を得て総合的な分析を加えた。主なインタビュー対象者のリストは文末に記載した。

本分析のためのデータ・情報については守秘性の高いものが多いため、本報告書で開示できるものは限られるが、極力、具体的な形での説明を試みた。

2.4 分析のアプローチ方法

INCJが果たした役割の評価に際しては、所謂「インパクト評価」の考え方を取り入れた。

インパクト投資においては、フィナンシャル・リターンの評価に加えて「インパクト」の評価を同時に行う。目標に関する両者の比重の置き方に関しては、当該投資に関する投資哲学、投資戦略等により変わってくるので、「インパクト投資だからフィナンシャル・

リターンが低くて良い」と決めつけられるものではない。

また、通常のインパクト投資の場合は、投資開始前に目標とするフィナンシャル・リターンに加えて目指すべき中長期的アウトカム（インパクト）を明確にし、それに向けたインパクト KPI の設定、定期的な評価（IMM：Impact Measurement & Management）プロセスを回しておくことになるが、INCJ の場合はそ

のようなアウトカムの明確な定義はされていないので、今回の分析においては、「呼び水効果」と「人材育成」の2つの分野に絞ってそのインパクトを事後的に評価することとした。

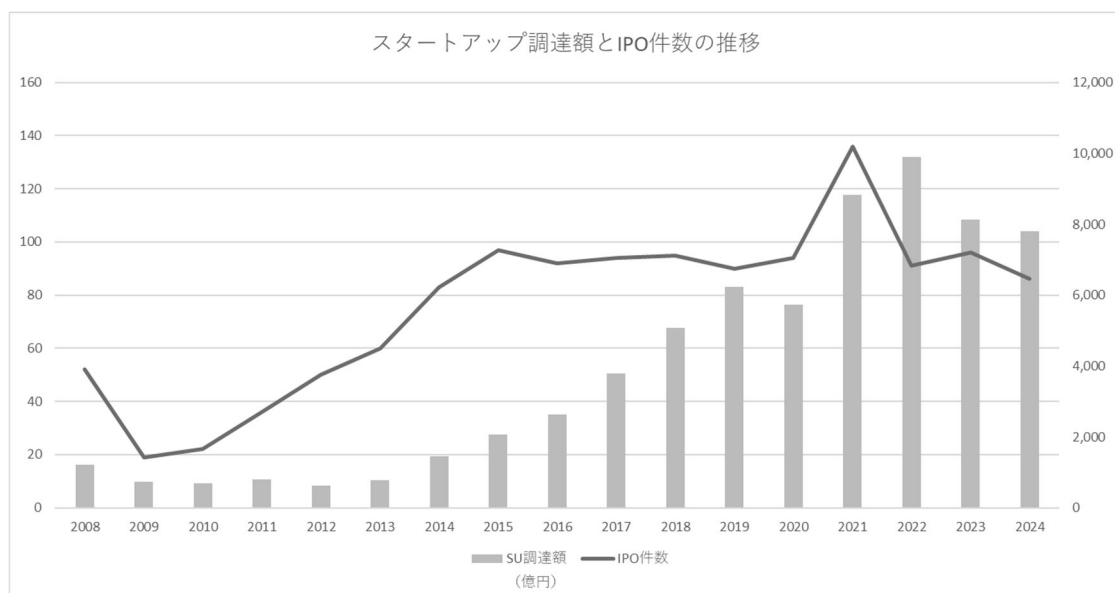
このような分析・評価を通じて、よく言われる「エコシステム形成・発展への貢献」とあいまいな評価軸で語られるインパクト評価を、より定量的な形で示す、或いはその道筋を示すことを試みたものである。

3 INCJ を取り巻く経済・投資環境と INCJ のリターン

3.1 過去 15 年間の経済・投資環境

図表 1 主な出来事と主要な指標の推移

年	INCJの出来事	投資環境等	IPO件数	SU調達額 (億円)	日経平均 (終値)
2008		リーマンショック	52	1,209	8,860
2009	INCJ発足（7月） 能見・朝倉体制	民主党政権誕生（9月）	19	726	10,546
2010			22	689	10,229
2011		東日本大震災	36	807	8,455
2012		自民党安倍内閣誕生	50	630	10,395
2013		日本再興計画 アベノミクス	60	782	16,291
2014			83	1,446	17,451
2015	志賀・勝又体制		97	2,056	19,034
2016		日本再興計画改定 第4次産業革命	92	2,627	19,114
2017			94	3,784	22,765
2018	新規投資終了・JIC発足	産業競争力強化法改定	95	5,083	20,015
2019	JIC新体制稼働		90	6,233	23,657
2020		コロナ禍（～21年）安倍首相辞任	94	5,724	27,444
2021			136	8,827	28,792
2022		スタートアップ5か年計画、グロースブーム終焉（グローバル市場）	91	9,889	26,095
2023			96	8,139	33,464
2024			86	7,793	39,895
2025	INCJ事業終了				



(出所) 様々なデータ、ニュース等をベースに筆者作成

INCJが発足した2009年は、リーマンショックの影響が色濃く残る厳しい経済環境下で、スタートアップへの投資額も1千億円を割り込み、VCファンドの資金調達額も低迷していた。また、2011年の東日本大震災で日本経済は更に厳しい局面を迎えた時期であり、リスクマネー供給の面で民間をリードする役割が期待された。

一方、上限2兆円の資金量を持ったINCJの登場に対してはPE・VC業界からも「民業圧迫」の懸念が示されたこともあり、INCJとしてもその役割については、個別案件の検討を行いながら明確化していったと考えられる。VC業界との関係においては、INCJの人員体制の制約から直接投資のみではスタートアップ支援に制約もあることから、2013年より東京大学エッジキャピタル (UTEC) や環境エネルギー投資 (EEI) が運営するファンドなど9件の戦略的LP出資も行い、日本のVC市場を支えるファンド (GP) の育成に大きな貢献をした形となっている。

2013年以降は、アベノミクスも影響し、市場環境が大幅に好転し、特にICT、インターネット分野を中心にVC市場も活況となり、IPO件数の増加、インターネットやSaaS分野への投資の増加が見られた。

また最近では、様々な施策が奏功しディープテック領域への投資も増加、宇宙分野では大型のIPOなどの成果も増えている。

3.2 INCJの立ち位置・成果

アベノミクス以前においては、前述の通り「民業圧迫」懸念の払拭に気を遣いながら、投資体制の拡充、戦略的LP投資を通じたVCエコシステムづくりへの貢献を行ってきた。

また、アベノミクス以降のICT、インターネット分野を中心とするVC市場の活況に対しては、民間の資金で市場が回るのであればINCJが主体的に取り組む必要はなく、代わりに将来の日本経済を担うディープテック分野への一層の注力をすすめたものと理解できる。

INCJ全体では、15年間で合計144件の投資を実行している。そこから事業の再編・統合、海外経営資源の活用案件28件を除いた116件がアーリー・ベンチャー等の案件となっている。

重点とする個別インダストリー分野 (健康・医療・介護、ロボット、AI・IoT、素材化学、宇宙産業) などに関して、専門性の高い投資チームを内部に構築し、投資テーマごとに体系的に投資を進め、累計で直接投資107件。戦略的LP投資9件 (それらのファ

ンドからの投資件数は281件)への投資を行っている²⁾。

3.2.1 INCJ 全体のリターン

図表2は、INCJ 全体のリターンの概況である。

図表2 リターンの概況 (金額単位: 億円)

	投資額	回収額	倍率
ベンチャー	2,413	2,482	1.03
事業再編・海外	10,410	20,788	2.00
合計	12,823	23,260	1.81

(出所) INCJ 定例会見「2025年3月期の活動報告と今後について」

上記は、2024年度末(2025年3月末)時点にエグジットを完了した投資案件の数字である。2025年3月末時点で残りの案件は1件³⁾となっており、投資及びその回収は実質的に完了している。

尚、全体の投資のリターンに関しては、事業再編案件、特にルネサスが大きく貢献する形になっている。

3.2.2 アーリー・ベンチャーのリターン

図表3は、INCJ 全体のリターンの概況である。

図表3 アーリー・ベンチャーのリターン

(金額単位: 億円、2025年4月時点⁴⁾)

	投資額	回収額+ 評価額	倍率
直接投資	1,786	1,607	0.90
ファンド投資	565	775	1.37
合計	2,351	2,382	1.01

(出所) INCJ 内部資料

アーリー・ベンチャー分野では、直接投資(107件)に関しては、若干元本を下回る回収となっているが、戦略的LP投資(9件)のリターンを加えると元本をぎりぎり回収出来る数字となっている。

投資の成果・フィナンシャル・リターンの観点では、花が開いた宇宙産業の分野以外はあまり芳しい成果を上げていないかたちになるが、INCJ の投資

活動を通じてディープテック領域をカバーするVCが増加し、投資件数なども増加したことはINCJによる貢献と考えると良いと思われる。

フィナンシャル・リターンの観点において大きな成果を上げられなかった点に関しては、次の要因が考えられる。

- ① 元々、ディープテック領域の投資は日本では一部のライフサイエンス分野を除くとほとんどなかった(最近まで、「ディープテック」という言葉も使われていなかった)、
- ② INCJ の投資領域の中心であるディープテック領域は、それ自体が難しい領域でリターンを上げるには時間が掛かる、
- ③ この領域は、時間を掛け継続的にリスクマネーを追加投入する必要があるが、INCJ の場合、途中より存続期限の制約から”Pay to Play”が難しくなった、
- ④ 状況は改善されてきてはいるものの、この分野でのレーダー・グロス・ステージの投資家が限られ、INCJ に代わる投資家が少なかった、
- ⑤ INCJ 内部でも投資の振り返り・レビューが各セクター単位で行われているが、セクターによっては、より難易度の高いものが含まれ、投資戦略や投資の方法等に工夫する余地があった。

但し、ここ(アーリー・ベンチャーの直接投資)だけを取り出しては、評価することは適切でない。INCJ では設立当初より、この分野へのリスクマネーの供給とそこへの投資のみでリターンを上げることは容易ではないことは認識していた。官民ファンドとしては元本を棄損せず相応のリターンを上げるためには、しっかりとリターンを上げる投資を並行して行うことが重要であるとの認識から、「ポートフォリオ戦略」として事業再編投資などに取り組んできたものである。結果としては、ルネサス等のいくつかの大型案件が貢献し全体では投下元本の2倍弱のリターンを上げたことは評価に値する。

このような背景を基礎として、次項以降で、本研究の主要な目的である「呼び水効果」と「人材供給」について分析していく。

4 「呼び水効果」の検証：期待通りの効果が発揮できたのか？

4.1 「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」

図表 4 は、「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」の INCJ の投融資額と誘発された民間投資額（いわゆる「呼び水効果」）の推移である。

後者の額は順調に増加し、INCJ の投融資額とほぼ同等の数字となっており、全体としては呼び水効果を発揮していることが示されている。

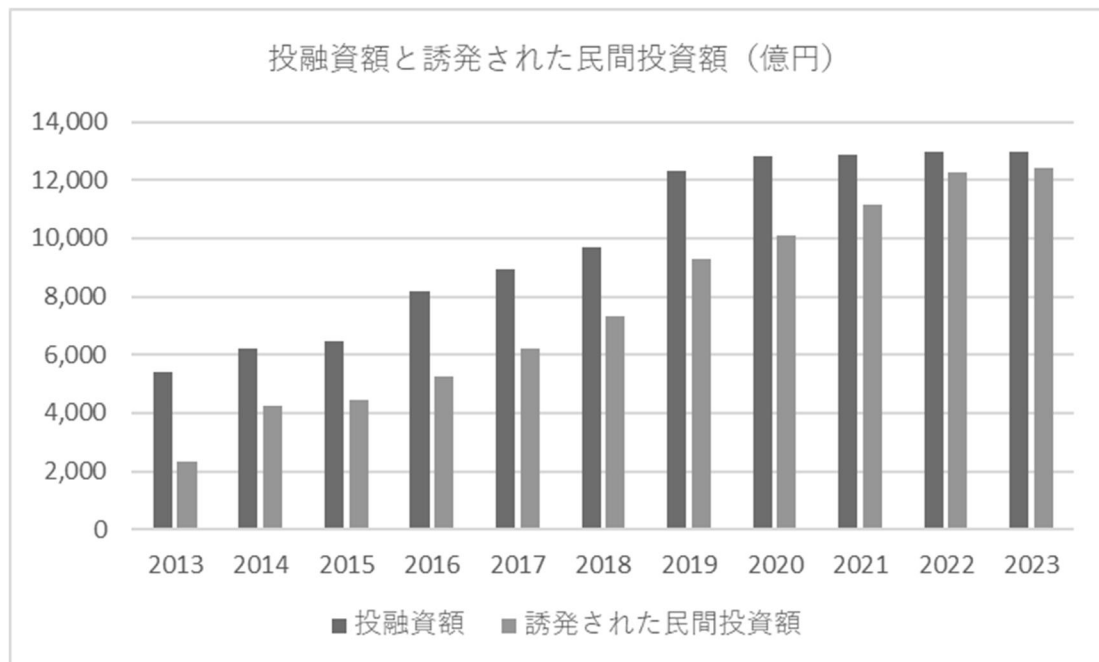
この数字には、INCJ が投資した際の民間投資家の共同投資額、スタートアップ案件における INCJ 投資後の民間投資額、戦略的ファンド投資における民間投資家の出資コミット額などが含まれていると想定される。

官民ファンドの評価においては、本来、市場での投資の主役は民間企業(CVC を含む事業会社及び機関投資家等)で、公的な主体である官民ファンドはそのカタリストとなる役割であることから、この呼び水効果の測定が重要と考えるが、一方、その測定についてはいろいろな課題がある。

第一に誘発された民間投資額が、INCJ が “主体的に” 行動したことによって得られた投資かどうかの定性的評価がされていないことである。これは他の官民ファンドでも共通する課題であるが、誘発された民間投資額には官民ファンドが主体的に行動したことによって得られた民間投資額だけでなく、官民ファンドの投資のシグナリング効果（投資家に官民ファンドがいることの安心感により投資）、或いは官民ファンドの投資の有無に関わらず民間投資家が独自に判断したものなども含まれており、実際にどれだけ努力して呼び水効果を得たかが明確になっていない。単に官民ファンドが投資したからといって呼び水効果が得られることは稀で、官民ファンドが投資先企業乃至ファンドと協働して呼び水効果を得る努力は重要であり、これをしっかりと評価する必要がある。これらを詳細に分析して狭義の「呼び水効果」を測定することは容易ではないが、今後の課題として認識することが重要である。

今回の官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会で会計検査院の指摘に基づき呼び水効果の重複計上が議論に上がっているが、それに加えて本件も検討することが望ましい。

図表 4 INCJ の投融資額と誘発された民間投資額の推移（累計、億円）



（出所）「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」を元に筆者作成

4.2 ケース・スタディ

具体的な呼び水効果の分析の一環で、「宇宙」分野における INCJ の取組みの経緯の分析、アストロスケールホールディングスへのグループ・インタビューへの参加を行った。

宇宙スタートアップへの投資は、グローバル市場での動向を見ながら、2015 年より投資検討を開始、2016 年より投資を開始し第一世代の宇宙ベンチャーの成長の契機づくりと投資市場の創出・拡大に貢献している。

当時は宇宙スタートアップへの投資を手掛ける VC が殆どない中、INCJ は 6 社に対して総額 145 億円の集中投資を行い、INCJ 投資額を含めたこれらのスタートアップの資金調達総額は 859 億円 (INCJ 投資額の 5.9 倍) と大きな呼び水効果を発揮している。

アストロスケールホールディングス場合は、INCJ の投資額 73 億円に対して総調達額は 446 億円 (6.1 倍) となっており、宇宙スタートアップへの投資額の約半分を占めている。

同社の成功は、卓越した起業家 (岡田 CEO) の存在と、特にアーリー・ステージでの INCJ の纏まった金額の投資及び INCJ によるサポートの組み合わせが奏功し、同社の成長が軌道に乗ったものと分析できる。

尚、同社の場合、レートステージになり、INCJ からの追加投資は無く民間の投資家からの資金調達で十分な状況となったが、その際においても INCJ がアーリー・ステージの段階から支えてきたという「シグナリング効果」が大きな効果を上げたものと推察される。

4.3 その他のセクターの分析

宇宙分野以外の他の分野 (ものづくり、アカデミア、ライフサイエンス、素材・化学、農漁業) に関して INCJ ではナレッジ基盤化プロジェクトとして、それぞれの分野での投資仮説・投資戦略・投資結果などについてレビューを行っており、そのレビュー内容と個別案件でのスタートアップの資金調達を分析した。

宇宙以外の分野に関しては、全般的には苦戦した投資案件が多く、INCJ のリターンもマイナスとなっている。

これらの不調案件に関しては、当初想定の通り、投資先スタートアップが事業成長に苦戦する中では、

レーター・ステージでの民間投資家からの資金調達に関して苦勞する傾向が確認された。

但し、案件によっては、前述の INCJ の存続期間の制約が無く”Pay to Play”の対応が出来たならば民間投資家からの資金調達も行われ、リターンも改善したであろう案件も見られた。

4.4 セカンダリーでの売却について

今回 INCJ においては、2025 年 3 月末を期限として残されたポートフォリオの売却を急いだ。

結果として 3 月末直前に IPO した 1 件を除いてエグジットを完了させた努力については高く評価されるものと考えられるが、一方、その過程でセカンダリー市場で急いで売却を行った案件もあり、市場関係者からは「INCJ を取り巻く状況を理解しているものの市場にマイナスの影響もあったので、エグジットのタイミングや手法についてはより一層工夫して欲しい」といったコメントもあったので、セカンダリーでの売却に関してはややもするとマイナスの「呼び水効果」になった懸念もある。

本件に関しては、データも不十分で詳細な分析・検証は現時点では出来ないが、将来的にはその分析を行い、官民ファンドの期限、それを遵守するディシプリンと、一方で、その過程で市場を混乱させないタイムリーかつスムーズなエグジット方法について検討すべきである。

4.5 官民ファンドの「呼び水効果」について - 今後の課題

以上の分析より、INCJ による「呼び水効果」は宇宙分野への投資を代表例として確認が出来たが、次の 2 点については更に工夫が必要であると考えられる。

- ① 本来スタートアップの成長を担うリスクマネーの供給は民間資金中心で行うべきで、官民ファンドによる投資はその補完的・限定的な役割であることに鑑み、前述の通り「呼び水効果」の把握に関しては、定性面も含めてより精緻な形にすべきである、
- ② 更に直接的な「呼び水効果」である投資額だけではなく、その結果としてスタートアップが成長し日本経済に貢献したかを測定する仕組み (インパクト投資における中長期的アウトカム測定) を検討すべきである。

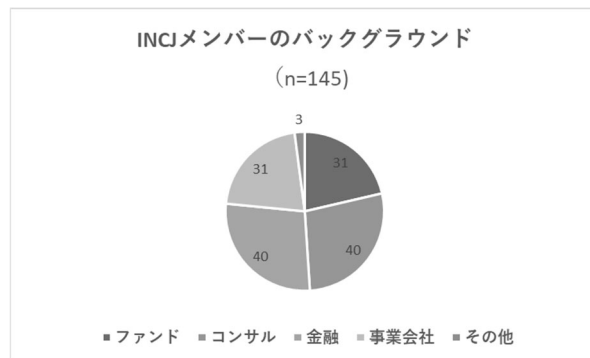
5 人材育成

元々、人材の育成を行いその人材業界に供給する目的は INCJ の設立時に注力する目標ではなかったと理解するが、結果的に人材育成・業界への人材供給に関しては大きな効果を上げたものと考えられる。

5.1 人員体制と人材育成

INCJ の投資プロフェッショナル、のべ 145 名に関して、入社前のバックグラウンド、INCJ での所属部門、在籍年数、転職先の属性に関する情報の開示を受け、分析を進めた。

図表 5 入社前のバックグラウンド

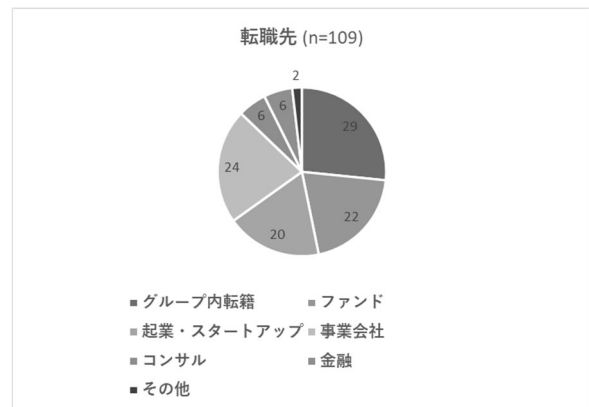


(出所) INCJ 提供データを元に筆者が加工

INCJ に入社した累計 145 名のバックグラウンドは、ファンDED、コンサル、金融、事業会社とほぼ均等に近い形になっている。特に初期の頃は即戦力を求める形でファンDEDや金融機関の出身者が多く、投資の進捗に伴い投資先のバリューアップのためにコンサル出身者の採用が増えた傾向が窺える。

また、限られたデータでの分析は限界があるが、事業開始当時の経済環境も味方して官民ファンDEDの制約がありながらも相応に経験を有する優秀な人材を確保できたものと考えられる。

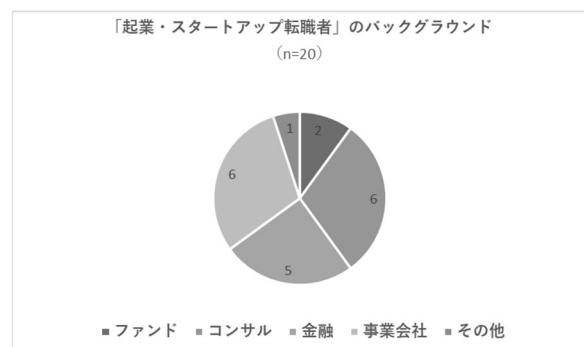
図表 6 転職先属性の分布



(出所) INCJ 提供データを元に筆者が加工

145 名中、在籍者、転職先不明者を除く 109 名の分布は図表 6 の通りである。グループ内転籍者以外では、ファンDED、起業・スタートアップ、事業会社が多く、INCJ で経験を積んだ人材がいろいろなところで活躍していることが分かる。

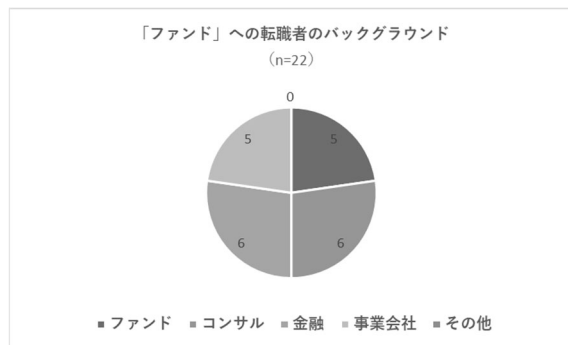
図表 7 起業・スタートアップ転職者のバックグラウンド



(出所) INCJ 提供データを元に筆者が加工

転職先として起業・スタートアップを選んだ 20 名の元々のバックグラウンドとしては、コンサル、事業会社、金融のバックグラウンドの人間が多い。また、これらの人間の INCJ での所属部門はベンチャー・グロース・グループより投資事業グループの方が多く傾向があり、興味深い。投資事業グループでの経営経験を活かしてスタートアップへの転職をしている人材が多いものと予測される。

図表8 ファンドへの転職者のバックグラウンド



(出所) INCJ 提供データを元に筆者が加工

ファンドへの転職者 22 名のバックグラウンドは、ファンド、コンサル、金融、事業会社ではほぼ等分となっている。

5.2 人材育成等の方法

INCJ 設立時より、設立時の社長である能見氏は人材育成の重要性を認識し、それに取り組んできたことをインタビューで確認した。

求められる人材として、優秀であることだけではなく、パブリック・マインド (INCJ の社会的意義の認識)、協調性、好奇心などが重視されており、必ずしも投資経験の豊富さには拘らない形で採用されている。当時は環境的にはリーマンショックの後でもあり、また民間の PE・VC 市場がそれほど活況でなかったことも幸いし、優秀な人材が採用できたものと考えられる。

また、採用後は OJT の形を中心に人材の育成が行われているが、初期より経営陣トップがきめ細かく投資プロフェッショナル等の状況に関して「見える化」する仕組みを導入し、フォローアップすると同時にその評価を直属の上司だけでなく多面的に行うなどの様々な工夫が行われてきた。

結果としても 15 年間で INCJ ではいわゆる「不祥事」は無く、優れた人材のマネジメントが行われてきたと考えられ、その結果、後に業界に多くの人材を供給することが出来たと考えられる。

前半の能見・朝倉体制の後、志賀・勝又体制になり、投資の意思決定のプロセスなどに関しては一部修正が加えられたものの、人材マネジメントの方法等に関しては踏襲されてきたことは、勝又社長へのインタビューでも確認された。

尚、官民ファンドの人材に対しては、「民間のファ

ンドに比べ雇用条件劣り、それを理由として優秀な人材を獲得できない」との批判がよくなされるが、少なくとも INCJ に関しては、投資プロフェッショナルのインセンティブ・スキームに関して、年俸・ボーナスに加えてキャリアの配分のスキームも導入されており、比較は難しいものの、必ずしも民間に大きく劣る制度ではなかったと考えられる⁶⁾。

5.3 ファンド (GP) の創出

上述のファンドへの転職者と一部重複するが、INCJ での経験を活かして自ら VC ファンドを組成するなどの事例もいくつか出来ている。現在、政府は新たなファンドの組成・エマージング・マネージャーの育成を図っているが、INCJ 出身者の中からはそのようなエマージング・マネージャー促進計画がスタートする前から自分の VC ファンド設立に挑むプレーヤーが出てきている。

特に従来は殆ど存在しなかった、ディープテック分野における専門 GP の具体例としては次の様なものがある。

① ユニバーサル マテリアルズ インキュベーター (UMI)

化学・素材分野での投資を促進するプランの一環で INCJ がスポンサーとなり設立された GP。1 号ファンドは 2016 年に INCJ の 60 億円の投資コミットを含め 100 億円で設立。

2 号ファンド組成の段階で、ベンチャー・グロース投資グループに所属していた木場祥介氏が UMI に移籍し、また GP も INCJ から独立。

現在、3 号ファンド (ファンド・サイズ: 130 億円超) を運営中。

② Global Hands-On VC (グローバル・ハンズオン・VC (GHOVC))

ベンチャー・グロース投資グループで IT 分野の投資を手掛けた安永謙氏が独立し、シリコンバレー・ベースのパートナーなどと組んで 2023 年に 1 号ファンドを設立。現在それを運営中。

最初からグローバル展開を目指す潜在性の高い、本邦のディープテック系スタートアップを中心に投資を進めている。

③ Frontier Innovations (フロンティア・イノベーションズ)

ベンチャー・グロース投資グループで iSpace や QPS 研究所などの宇宙ベンチャーへの投資を手掛けた西村竜彦氏他が 2024 年に独立し、1 号ファンドを組成。宇宙領域を中心としたディープテック・スタートアップに投資を行っている。

このディープテック領域で専門性を持ったファンド (GP) の出現は INCJ の人材育成・業界への輩出の大きな成果と考えられる。また、これらの GP は、INCJ で培ったネットワークやノウハウなどを上手く活用し、独立系 VC ながら、産業界のエコシステムづくり (例えば UMI であれば、化学品業界の事業会社の連携の仕組み) を上手く進めている点に特徴がある。

また、INCJ 離職後すぐにはないが、ヘルスケア・ウエルビーイング分野のインパクト投資ファンドである SIIF インパクト・キャピタルの共同代表の梅田和宏氏 (2013~2015 年に INCJ 在籍) などを含めて、INCJ で経験を積んで現在 VC ファンドを運営する人材は多数存在する。INCJ 出身のファンド人材は、これら以外にも、and Capital (アフリカで投資を行うインパクト投資ファンド)、Carbide Ventures (日米で投資を行う VC)、TGVest (台湾・日本で投資を行うグロース・ファンド)、15th Rock (シード・アーリーステージのテクノロジー分野の VC) など様々なグローバルなファンドでも主要メンバーとして活躍している。

5.4 ファンド (GP) における人材の確保

第 3 項で触れた通り、特に初期のフェーズにおいて、INCJ は合計で大きい投資コミット額⁷⁾の 9 件の戦略的 LP 投資を行い、業界にリスクマネーの供給を行った。これを原資に各 GP は人材の採用・投資体制の強化を図ることが出来、また、INCJ がスポンサーの LP として適切に GP の支援を行ったことから、その後、それらの GP は成長し、東京大学エッジキャピタルパートナーズ、環境エネルギー投資、グローバル・ブレイン、インキュベイトファンドなどはそれぞれの分野で日本を代表する VC となっている。

5.5 INCJ の人材育成の評価 (まとめ)

時には「INCJ などの官民ファンドでは優秀な投資プロフェッショナルがいらない、或いは優秀な人材は官民ファンドには来ない」と批判されることがあるが、INCJ の事例においては、当時の経済環境の追い風も

受けて、相応に優秀な人材が関わり、また組織内部においてもそれらの人材に対して適切な育成・組織運営が行われていたと評価される。

更には独立系 GP の創出を含め、様々な分野で活躍する多数の人材を輩出した点に関しては、他の官民ファンドとの比較においても実績が突出しており、INCJ の日本の VC 業界への人材供給に関して果たした役割、すなわち「インパクト」については高く評価できる。

6 結び

以上、本研究では、INCJ が日本の PE/VC 市場のエコシステム形成・発展に果たした役割について①呼び水効果、②人材育成・輩出の観点からの分析を行った。

官民ファンドの役割は、政府の産業投資の中において、「市場の失敗」をカバーし、民間の投資が十分にされない分野、或いは当初はリスクが高く民間の投資が進まない分野に関して、リスクマネーを投下し、それを通じて民間の投資が入ってくるようにするという意味での「呼び水効果」を発揮することが非常に重要であり、INCJ 自身が相応のリターンを上げたことに加えてその「呼び水効果」をしっかりと評価・検証することが望ましい。また、呼び水効果を常に意識した投資行動を行ったことによって、官民ファンドが本来、民間の投資が入ってくる分野で民間の投資と競合し、「民業圧迫」につながることも防げたと同時に、投資先企業がずっと官民ファンドの資金に頼る、或いは官民ファンドが本来フォーカスすべき産業政策上の領域から逸脱しいろいろな分野へ膨張することも防ぐことが概ね出来たものと評価出来る。

但し、前述の通り、呼び水効果の測定方法・測定領域等については、明確かつ詳細なフレームワークが出来ておらず、やや単純な方法の適用に留まっているため、この課題を克服することの重要性が明確になった。

人材育成・エコシステムへの貢献については、人材育成はともかく業界・PE/VC エコシステムへの貢献については当初より企図されたものではなかったが、結果的に多数の優秀な人材を業界に輩出し、またその中で、特にディープテック系の VC が複数設立されたことは評価出来る。

また戦略的 LP 投資を通じて投資先 GP が人的リソースを拡充することで従来より大きいファンドを運

営、そこからより多くのリスクマネーの供給を行うことが出来たこと、更にはこれが呼び水となってそれらのGPが着実に成長し、事業会社や政府系投資機関の資金だけではなく、高い運用規律を求める機関投資家の資金も運用できる状況になっている。

日本のベンチャー・エコシステムはまだ発展途上にあるが、初期段階においてINCJの果たした役割は大きく、これが後継の官民ファンドであるJIC、或いはその他の官民ファンドでもINCJを参考として、よりよい投資活動及びエコシステムへの貢献が行われることが期待される。

以上のINCJの分析を通じて、官民ファンドにおける評価に際して、投資実績やそこからのリターンに加えて、これらのインパクトの評価を一層しっかりと行うことが重要との結論を得ることが出来た。

【補足情報】主なインタビュー実施者（敬称略）

氏名	タイトル	主なヒアリング領域
能見公一	元産業革新機構社長	経営全般（前半）
勝又幹英	INCJ 社長	経営全般（後半）
八木剛	産業革新投資機構人事室長（INCJ 兼務）	人事制度
芦田耕一	INCJ 執行役員兼 MD	ライフサイエンス分野
佐藤哲	INCJ MD、and Capital 代表取締役	ものづくり分野
安永謙	元産業革新機構 MD、GHOVC CEO	スタートアップ投資全般
西村竜彦	元産業革新機構 MD、Frontier Innovations 代表取締役社長	宇宙分野
岡田光信	アストロスケールホールディングス CEO	同社と INCJ の関係（グループインタビュー）

（注）尚、上記以外にもインフォーマルな形で多数のINCJ在籍者（当時）・出身者の方々に様々な情報・コメントを得たが、本リストではそれらは割愛する

【注釈】

- 1) 狭義の戦略的LP投資8件（2025年3月31日付プレスリリース参照）+Med Venture Partnersへの投資を含む。
- 2) 事業再編・統合、海外資産活用案件は含まず。
- 3) ダイナミックマッププラットフォーム。2025年3月にIPO、ロックアップの為、継続保有中（本原稿執筆時点、その後同社の株式のJICへの売却が実施された（7月24日公表））。

- 4) 図表2と図表3のデータの基準時点が異なるため、整合性はとれていない。
- 5) 「誘発された民間投資額」のバックグラウンド・データは開示されていない為、確認できていないが、大半の個別案件での状況から推測できる。
- 6) 官民ファンドにおけるインセンティブ・スキームはいろいろと議論があるが、官民ファンドであっても適正なハードル・レート（そのベンチマークは固定の利回り（例えば8%）や上場株式対比など）と適切な比率（民間のファンドの20%を上限として適切なレベルで設定）、公平な組織内での分配ルールがある限りは許容されるべきである。
- 7) 1件当たり25億円から120億円の投資コミットを実行。また、ファンドによっては投資コミット額の大半をINCJが提供。

【参考文献】

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」（第1回（2014年）～第16回（2024年））、関連する議事概要

会計検査院「官民ファンドにおける業務運営の状況について」（2018年）、「官民ファンドにおける業務運営の状況に関する会計検査の結果について」（2025年）

経済産業省「産業革新投資機構（産業革新機構）及びINCJの業務の実績評価について」（2009年度～2023年度）

産業革新機構及びINCJ「事業報告書」（2009年度～2023年度）

INCJ「2024年3月期の活動報告と今後について」（2024年7月）、「2025年3月期までの活動報告と今後への提言」（2025年6月）

田中秀明（2023）「官民ファンドの再構築-政府の失敗を是正するため-」『証券アナリストジャーナル』Vol 61・No4, pp. 35-46

光定洋介・川北英隆（2022）「我が国における公的エクイティ性資金の機能の状況-官民ファンドの可能性とリスクについて-」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和4年第1号（通巻第147号）, pp. 5-37

中里幸聖（2019）「成長資金供給と官民ファンド—期待と課題—」『証券アナリストジャーナル』Vol 57・No11, pp.7-15

鈴木正明（2019）「ベンチャー支援官民ファンドの意義と課題」『証券アナリストジャーナル』Vol 57・No11, pp.16-25

田中秀明（2015）「官民ファンドのガバナンス—政府による産業投資の可能性と限界—」『中期的にみたわが国公的金融のあり方 第4章』一般社団法人全国銀行協会, pp. 61-105

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）

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」（2019年3月）

財政制度等審議会財政投融资分科会「今後の産業投資について」（2019年6月）

スピーダ 『2024 Japan Startup Finance』 (2025 年 1 月)

Lerner, J. (2009) , “*Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do about It*”, Princeton, Princeton University Press.