

# 産業革新機構/INCJの15年を振り返る

## 日本ベンチャー学会「INCJ研究プロジェクト」

—INCJの成果をどう捉えるか：本研究プロジェクトの発足経緯と意義—

### Reflecting on 15 Years of INCJ

### JASVE "INCJ Research Project"

—How to Assess the Achievements of INCJ: Background and Importance of the Research Project—

開志専門職大学 各務 茂夫

## 1 はじめに：INCJ研究プロジェクトの経緯

2023年9月、私が信頼できる方を介して株式会社INCJ（以下「INCJ」）からの提案という形で申し入れがあった。官民ファンドの一つであるINCJが2025年3月末に事業活動が終了する機を捉えて、2009年の発足以来15年間以上にわたる投資事業のパフォーマンスおよびINCJ事業の意義について、日本ベンチャー学会（以下「学会」）の学術的・中立的な立場から、総括あるいは評価を求めたい（「INCJ研究プロジェクト」というものであった。同年10月、INCJの本件責任担当者である、芦田耕一氏（当時：同社執行役員）、同大重信二氏（当時：同社執行役員）とオンライン会議を行った。その際、上記INCJ芦田氏、大重氏からINCJの学会に対する要望・期待が確認された。

その後、学会正副会長・事務局長で会議を行い、INCJ研究プロジェクト対応に際しての論点を整理し、11月再度INCJ芦田氏、大重氏との会議を行い、学会からは正副会長、監事、事務局長が参加した。こうした会議を何回か重ねた結果として2024年3月11日、INCJ研究プロジェクトのINCJ・学会内外に向けたいわばお披露目ともいべきセミナーをオンライン開催した。INCJからは勝又幹英氏（当時：代表取締役社長・COO）、豊田哲朗氏（当時：専務取締役）および芦田氏、大重氏にご登壇頂き、学会からは福嶋路氏（当時：学会副会長、東北大学大学院教授）、鹿住倫世氏（学会副会長、専修大学教授）、長谷川博和氏（学会副会長、早稲田大学大学院教授）と私（当時：学会会長、東京大学大学院教授）がセミナーに登壇者として参加した。

その後、学会員から研究課題提案を公募し、最終的に15件の研究プロジェクトが採択となり、2024年12月の開志専門職大学が幹事校となった学会全国大会では分科会方式で採択プロジェクトの中間報告が行われた。

2025年7月1日、INCJが主催し、経済産業研究所（以下「RIETI」）及び学会が共催、経済産業省が後援する形で、INCJの活動の総括を行う「INCJシンポジウム」を虎ノ門ヒルズフォーラムで開催した。学術関係者、投資先企業・VC関係者、官公庁関係者、報道関係者等を対象に、学会会員をはじめとするアカデミアによるINCJの分析研究の報告やパネルディスカッションが行われた。

INCJシンポジウム 2025年7月1日  
虎ノ門ヒルズフォーラム 5F メインホール

	(敬称略)
14:00	開会挨拶 志賀俊之 (INCJ 前代表取締役会長・CEO)
14:10	基調講演① スタートアップ振興に向けた政府系ファンドの役割 本庄 裕司 (RIETI ファカルティフェロー / 中央大学教授)
14:40	基調講演② 産業革新機構/INCJの15年と今後について 勝又 幹英 (INCJ 代表取締役社長 COO)
休憩	
15:20	講演① 官民ファンドによる付加価値活動の意図と評価 金井 伸郎 (JASVE Design for All フェロー)
15:45	講演② 官民ファンド INCJ の投資のあり方について ～Peach Aviation 社のケースを通じて～ 黒田 達也 (JASVE 理事 事業創造大学院大学 学長/教授)
休憩	
	パネルディスカッション『産業革新機構/INCJ 15年の成果と課題』 モデレータ：各務茂夫 (JASVE 前会長、開志専門職大学学長、東京大学名誉教授) パネリスト：勝又幹英 (INCJ 前代表取締役社長・COO) ：豊田哲朗 (INCJ 前専務取締役・CIO) ：清水洋 (RIETI ファカルティフェロー、早稲田大学商学 学院教授) ：福嶋路 (JASVE 会長、東北大学大学院教授) ：西條都夫 (日本経済新聞社上級論説委員)
17:25	閉会挨拶：豊田哲朗

INCJ研究プロジェクトの成果は、採択研究者・チ

ームの研究論文を学会誌特集号の形で年内には発刊する予定となっている。

## 2 INCJ 研究プロジェクトの主要論点

INCJ は、2018 年 9 月、既存の官民ファンドである株式会社産業革新機構から新設分割する形で発足した。産業革新機構は、2009 年 7 月、産業や組織の壁を越えて、オープンイノベーションにより次世代の国富を担う産業を育成・創出することを目的に設立されたが、根拠法である産業競争力強化法の改正法の施行に伴い、同機構は株式会社産業革新投資機構として、新たな活動を開始した。

INCJ の全株式は、株式会社産業革新投資機構が保有しているが、INCJ は、産業競争力強化法の改正法施行後も、分割に関する経済産業大臣認可の条件等に基づき、旧産業競争力強化法と同趣旨の枠組みのもとで運営されてきた。同社は産業革新機構の事業を引き継ぐ形で、既投資先の Value up 活動や追加投資、マイルストーン投資、EXIT に向けた活動を主要業務として、国から一定の関与を受けながら、2025 年 3 月末まで活動を行ってきた。

### 2.1 日本の国際競争力の長期低迷

スイスのビジネススクール IMD 世界競争力ランキング 2025 年版において、日本は前年の 38 位から 35 位へと若干順位を回復したが、依然として主要先進国の中では長期低位にとどまっている。この低迷の背景には、構造的かつ複合的な課題が存在する。

IMD によれば日本の競争力低迷の主な要因と課題は下記のように整理されている。

#### (1) ビジネス効率性の低さ

企業の意思決定の遅さ、変化への対応力の欠如、組織の硬直性、年功序列・終身雇用などの旧来型制度デジタル化の遅れと DX (デジタルトランスフォーメーション) の進展不足が指摘されており、国際人材の活用不足、英語力や異文化対応力の課題も大きいとしている。

#### (2) 政府の効率性

規制改革の遅れ、行政手続きの煩雑さ、財政赤字の継続と歳出構造の硬直化、政策の一貫性・透明性の不足、民間との連携不足、イノベーション支援の不十分さが要因として列挙されている。

#### (3) 経済構造の外部依存性

輸出依存型の経済構造により、為替変動や関税政策の影響を受けやすく、サービス輸出 (観光・金融・IT・

コンテンツなど) の競争力が弱い。

#### (4) イノベーション力の不足

AI 関連特許出願数などの技術革新指標で、台湾・韓国・シンガポールに後れを取っており、大企業中心の研究開発体制で、ベンチャー企業との連携が弱い。ベンチャー企業振興のためのリスクマネー供給の不足しており、ベンチャー育成環境が十分に整備されていないと指摘されている。

#### (5) 教育・人材育成の課題

STEM 教育が十分に整備されておらず、アントレプレナーシップの育成も不十分であり、若年層の海外志向が低く、グローバル人材の育成不足が懸念されている。

日本の国際競争力は、インフラや経済の安定性では一定の強みを持つ一方、企業の俊敏性・政府の改革力・人材の国際対応力といった「変化への対応力」に課題を抱えており、これらを克服するためには IMD の分析によれば、官民一体となった本格的な制度改革と投資が不可欠であるとしている。

我が国の長期にわたり低迷する国際競争力の回復に官民ファンドである INCJ がどの程度寄与できたかは INCJ 総括の大きな論点であろう。

### 2.2 国立大学法人化と大学発ベンチャー振興

21 世紀に入ってからからの日本における大学発ベンチャーの進展は、政策的な後押しと制度改革によって大きく変化してきた。

#### (1) 平沼プラン (2001 年) による政策的転換

「新市場・雇用創出に向けた重点プラン (2001 年 5 月、経済産業省)」が正式名称で、当時の平沼赳夫経済産業大臣が提案者といわれている。大学発ベンチャー企業を 3 年間で 1,000 社設立することを目標に掲げ、大学の研究成果 (知的シーズ) を産業化するための制度整備を進め、大学教員の特許取得へのインセンティブ付与や技術移転機関 (TLO) の強化、学内インキュベーション施設の整備等が論点として盛り込まれた。大学を「知の拠点」から「イノベーションの起点」へと転換する政策的な出発点となった。これは後述する国立大学法人化という大学改革と密接につながっている。

#### (2) 国立大学法人化という大学変革 (2004 年度)

大学の自主性・自律性を高め、産学連携さらには大学をイノベーション創出の主要なプレーヤーとして前面に押し出す改革を促している。国立大学が法人格を持つことで、経営判断の自由度が拡大し、大学自らが

発明・特許等の知的財産権の所有者となることで産学連携部門の設置が進み、ベンチャー支援体制が強化されることを目指した。特許・ライセンス収入の活用が可能になり、また大学が株式を取得することが制度的に容認されるようになった。筆者も国立大学法人化直後に、東京大学のベンチャー育成、アントレプレナーシップ教育を推進するための本部組織である産学連携本部（現産学協創推進本部）の教授・事業化推進部長に就任したが、国立大学法人化により、大学がベンチャー創出に積極的に関与できる環境が整った。

### (3) 国立大学法人化後の進展

国立大学法人化の2004年度には「大学発ベンチャー1000社」目標を達成し、INCJ（産業革新機構）が設立される直前の2008年度末時点で約1,800社までに拡大した。

最近「ベンチャー」という用語よりも「スタートアップ」がより多く用いられているが、本稿ではほぼ同義として扱っている。大学発ベンチャーの更なる創出という観点から、国家戦略と大学の役割再定義がなされ、例えば政府方針として2022年には「スタートアップ育成5か年計画」が公表され、大学発スタートアップを重点支援対象に位置づけ、大学VC（ベンチャーキャピタル）の設立促進がなされた。筆者が設立から10年間役員をつとめた株式会社東京大学エッジキャピタル（現東京大学エッジキャピタルパートナーズ）は国立大学法人化と同時に設立されたVCだが、その後、国立大学法人法の改正を伴う形で同様なVCの仕組みが京都大学、大阪大学、東北大学などでも展開されるようになった。まさに、大学が「起業の場」としての役割を明確にし、スタートアップ・エコシステムの中核として位置づけられるようになった。

従って、2009年設立のINCJ（当時は産業革新機構）が投資案件144件の内116件がスタートアップ企業への投資であることを考えれば、とりわけ国策とも合致する研究成果型あるいはディープテック型のスタートアップ促進とイノベーション創出という観点からINCJがスタートアップ・エコシステムの構築にどのくらい寄与できたかについてもINCJ総括の大きな論点となろう。

## 3 INCJの事業業績の概観

### 3.1 INCJ設立の背景と理念

INCJは、経済産業省の主導のもと、民間資本と政府資本を融合させた官民ファンドとして誕生した。設

立の背景には、リーマンショック後の経済停滞と、日本企業の競争力低下への危機感があった。特に、ベンチャー企業や事業再編を必要とする企業へのリスクマネー供給が不足していたことが、設立の直接的な動機となった。

INCJの基本方針は以下のように提示されている：

- (1) 収益性・実現可能性と、社会的な意義（投資インパクト）を重視
- (2) 中長期のリスクマネーを提供（実投資額に対する長期の回収倍率（Multiple of Cost : MoC）を重視）
- (3) 民間だけではリスクが高く投資が困難な分野への投資（民間業・民間ファンドと協働し、呼び水効果を創出）

INCJは、投資基準として①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性の3つをあげていた。収益性と社会的意義の両立を重視し、民間では投資が困難な分野への呼び水的な投資を行うことを特徴としていた。

### 3.2 INCJ事業業績の総括

INCJは、2025年3月末時点で累計144件の投資を実施し、総投資額は約1兆2,963億円に達した。そのうち、約2兆3,260億円を回収し、投資元本比で約1.8倍のリターンを達成した。

最も成功した事例にあげられるのは車載半導体大手のルネサスエレクトロニクス社への投資案件であり、2013年に出資を開始し、リストラと海外M&Aを通じて企業価値を大幅に向上させた結果、時価総額は約40倍に拡大し、1兆2,550億円の利益を生んだ。

一方、失敗事例と指摘されるのが液晶大手のジャパンディスプレイ（JDI）社で、同社への投資は1,547億円の損失を生んだ。経営破綻の危機に対して短期融資を繰り返したが、事業再編の遅れと海外競合の台頭により、再建は果たせなかった。

産業再編と企業救済という投資の側面もあったが、政府の意向により、INCJの投資判断について政治的影響と意思決定の歪みがあったのではないかという指摘がある。これは批判の対象にもなったが、ルネサスエレクトロニクス社への投資など、日本の重要産業の維持に一定の成果を上げたことも重要な認識として留めるべきだ。

一部の投資案件では、情報開示の不十分さや意思決定プロセスの不透明さが指摘された。今後の官民ファンドへの示唆という観点から、投資の透明性と説明責任の課題があげられる。官民ファンドのガバナンスの在り方が問われたことは間違いない。

社会的意義と政策的インパクトという観点からは、スタートアップ支援を通じたイノベーション促進があげられる。INCJは、アーリーステージのベンチャー企業への投資を積極的に行い、116件（件数ベースでは約80%）もの投資を通して国内外のスタートアップ育成に貢献した。

より詳細な分析については学会研究プロジェクトの報告に任せるが、下記のような点はINCJの貢献として挙げられるのではないかな。

#### (1) リスクマネーの供給源と呼び水効果

INCJは、民間では投資が困難なディープテック分野（AI、創薬、ロボティクス、宇宙など）に対して、長期・大型の資金を供給した。累計で2,413億円のスタートアップ投資を行い、回収額は2,482億円で、回収率自体は高く評価できるものではないが、呼び水効果という観点からは一定の成果を上げたといえるのではないかな。

特に、創薬系スタートアップ（事例としてはステラファーマ社）への支援は、IPOや新薬上市につながる成果を生んだ。

#### (2) 国内VC市場の活性化

INCJは、国内のベンチャーキャピタル（VC）に対してLP投資を実施し、国内VC投資の約20%をカバーした。INCJの出資が呼び水となり、独立系VCファンドの組成が進み、経営支援機能を持つVCの育成にも貢献した。

#### (3) スタートアップ・エコシステムの形成支援

INCJ出身者が、民間ファンドやスタートアップ企業、大学VCなどに転籍・起業し、人材とノウハウの循環を生み出した。とりわけMedVenture Partners、ユニバーサルマテリアルズインキュベーター、Red Capital、and Capitalなどの新興VC設立に関与し、国内外のスタートアップ支援を継続した。

#### (4) 官民連携モデルの確立

経済産業省や2022年11月のスタートアップ育成5か年計画等の内閣府のスタートアップ政策において、INCJの知見が活用されている。換言すれば、INCJは政府資本と民間資本を融合した官民ファンドとして、政策的なスタートアップ支援の実証現場となった。

## 4 INCJが残したレガシー

INCJシンポジウムに先立って2025年6月30日「2025年3月期までの活動報告と今後への提言」と題して志賀会長、勝又社長は記者会見を行った。その

中でINCJのレガシーについて触れられている。

INCJのレガシーとは、15年間にわたる活動を通じて日本の産業育成やイノベーション推進に貢献した成果や知見、そしてそれらが今後の世代や組織に継承されていく価値のことを指している。

INCJの主なレガシーは下記のように整理される。

#### (1) 産業育成とイノベーション支援

INCJは、民間ではリスクが高く投資が困難な分野に対して、中長期のリスクマネーを提供し、次世代産業の創出支援を推進した。スタートアップを含めや再編案件、海外企業との共同投資など、幅広い分野に対して144件以上の投資を実施した。

#### (2) EXITによる成果と利益

総回収額は約2.3兆円を超え、投資元本の約1.8倍のリターンを達成したことは既に述べた。EXIT（投資回収）は、総体として資本政策を尊重しつつ企業価値向上に貢献した。

#### (3) 人材とノウハウの継承

INCJ出身者は、JIC（産業革新投資機構）傘下のファンドや民間ファンド、スタートアップなどで活躍しており、投資知見が広く社会に還元されてきた。

#### (4) 社会的インパクトと国富の創出

INCJは単なる収益性だけでなく、社会的意義やインパクトを重視した投資を行い、日本の産業政策における官民連携のモデルケースとなった。

7月1日のINCJシンポジウム後に行われた懇親会でもINCJ（産業革新機構）の設立に深く関与された日本製鉄株式会社の三村明夫名誉会長もINCJのレガシーに言及された。INCJのレガシーは、単なる「過去の成果」ではなく、今後の日本の産業政策やベンチャー支援のあり方に影響を与える「知的・人的資産」として位置づけられた。

## 5 終わりに

INCJは、日本のスタートアップ振興において、資金・人材・制度の三位一体の支援を実現したユニークな存在だった。特に、ディープテック分野への投資と、国内VC市場の活性化は、今後のスタートアップ政策においても重要なレガシーとなった。

INCJの活動は、国がイニシアティブをとったりリスクマネーの供給という産業政策における貴重な実験であった。その成功と失敗は、次世代の官民ファンドにとって重要な教訓であり、また新たな官民ファンド

への期待に繋がるものとなろう。民間ファンドとの連携を強化し、官民の役割分担を明確にすることで、より効率的かつ持続可能な産業育成が可能となることも示唆している。

筆者が学会長であった2023年秋、15年間にわたる活動を経て官民ファンドであるINCJの存在意義と事業業績を、学術的で客観的な視点から総括したいというINCJ経営陣の強い意向を受けてINCJ研究プロジェクトは始まった。学会にとってこうした機会を頂戴できたことは、たいへん光栄なことであり、研究費支援のみならずデータや関係者インタビュー機会の提供という点で、学会研究者がそれぞれの研究プロジェクトを進める上でINCJの全面的なご支援を頂戴できたことをあらためて感謝申し上げたい。

ここにお届けするINCJ研究プロジェクト特集号におさめられた学会研究者の論文・報告がINCJ経営陣の学会に対する期待に沿ったものであるかどうかについては、読者の皆様からのフィードバックを是非お待ちしております。