

INCJ をアカデミアはどう評価したか？

—INCJ 研究プロジェクトの総括—

How Did Academia Evaluate INCJ?

—Summary of INCJ Projects—

東北大学大学院 福嶋 路

1 序

1.1 INCJ 研究プロジェクトについて

2024 年 7 月に日本ベンチャー学会は、INCJ の 15 年間の成果を、アカデミアの立場から中立的に評価するために、INC 研究プロジェクトを開始した（経緯の詳細については各務論文を参照のこと）。

2024 年 3 月 11 日に「INCJ 研究プロジェクト」を開催し、応募者を募った後、16 チームが参加を表明、その後、研究者のそれぞれの問題意識に基づいたプロジェクトが立ち上がった。その後、INCJ より資料提供、インタビュー先紹介などの協力を受け、1 年余りかけて調査が遂行され、2025 年 6 月 30 日に 15 チームから成果が提出され、同年 7 月 1 日に INCJ シンポジウムが開催され、その成果の一部が発表された。

本章では INCJ プロジェクトの主たる成果を概観し、全体総括を行う。

1.2 官民ファンドの役割

INCJ は官民ファンド（Government Venture Capital:GVC）の一つである。GVC には、民間のみならず、公的資金が投入されているために、民間の VC とは異なる独自の役割が期待されている。具体的には、①情報の非対称性や不完全競争、外部経済効果（特に非排除性）など、市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない状況に対応する「民間金融市場の補完」、②大規模・超長期プロジェクトやインフラの海外展開における「民間では担えないリスクの負担」、③民間の投資マーケットが十分に形成されていない状況で公的資金を呼び水とした「民間資金の誘発効果」である（財務省理財局 2014）。

官民ファンドの存在意義に対して様々な意見がある。賛成派として Mazzucato（2013）がおり、米国における iPhone、クリーンエネルギー、製薬といったハイテク産業が、国家の支援によって生み出されてきたことを挙げ、高いリスクと困難を伴う分野にこそ国家が投資し、民間の呼び水となるべきであると主張す

る。これに対し McCloskey & Mingardi, (2020) は、イノベーションは起業家の利益機会への敏感な「注意力」によって進むもので、政府の計画的介入では説明できないとし、Mazzucato の主張に異を唱えた。他方で Lerner（2010）は政府の起業家的役割に対しては慎重な態度を示し、市場補完的な制度の慎重な設計こそが重要であると主張する。このように官民ファンドの存在意義に対する論争は現在も継続中である。

1.3 海外における官民ファンド

政府のスタートアップやイノベーションへの介入の是非については未だ継続中であるが、現実には複数の国において官民ファンドが現れている。古くは 1990 年に生まれたイスラエルの Yozma（ヨズマ）ファンドが有名である（Avnimelech & Teubal, 2006）。このプログラムは、政府資金が民間 VC からの投資を誘発し、イスラエルにおける VC 業界を創出したとともに、同国のスタートアップ創出の増加をもたらしたものであるとして高い評価を受けている。

他にもスタートアップ育成のために VC 市場を育成し活性化する官民ファンドとして、シンガポールの SGInnovate、カナダの BDC Capital、フランスの Bpifrance、フィンランドの Tesi などが挙げられる。特にヨーロッパ、カナダでは、VC 業界が米国に比べて脆弱であるため、代わりに政府がその役割を担うべきと考えられている。その傾向は 2000 年に入ってから強まり、EU では政府による VC 投資コミットメントは 2007 年から 2023 年にかけて 6 倍になっている（OECD, 2025）。OECD によると、官民ファンドに期待されていることとして、官の出資が民間の出資の呼び水となること、リスクや不確実性の高いディープテック分野のスタートアップ育成の育成すること、イノベーション・エコシステム形成、そして地域や社会の発展などを挙げている。

1.4 INCJ 設立の背景

日本においても、旧産業競争力強化法に基づき 15

年間の時限組織として2009年7月に産業革新機構が設立された。

株式会社産業革新機構が設立された2009年当時、日本経済は戦後最大級のマイナス成長を記録し、戦後最悪レベルの景気後退に見舞われていた。このころはバブル崩壊以降続く『失われた20年』の終盤にあり、日本経済はデフレの長期化、非正規雇用者の増加、企業による研究開発費の抑制、事業化能力の停滞、欧米に比べオープンイノベーションの遅れといった課題が山積していた。さらに2008年に生じたリーマンショックによって企業の経営体力は大きく損なわれていた。

当時のスタートアップを囲む環境は現代に比べると未整備であった。失業や雇用不安があっても、起業を選択肢とする人は少数であった。リスクマネーも不足し、新技術が開発されても投資する組織はほとんどなかった。とりわけ長期・固定・低利の融資等を行う金融機関や、長期リスクマネーの供給を行う民間の主体はほとんどなかった。VC投資も2008年は約2,000億円程度にとどまっていた。他方でITやインターネット業界でメルカリ、Sansan、クックパッドなど、後にユニコーンに名を連ねる企業が誕生したのもこの時期である。このような中、官民ファンドである株式会社産業革新機構が設立された。

設立時のポリシーは、「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」であり、投資基準は、①社会的ニーズへの対応、②成長性、③革新性であった。つまり日本の産業再生という政策的な大目的が与えられていた。その後、2018年9月に、株式会社産業革新機構から新設分割する形で株式会社INCJが発足され、産業革新機構の事業を引き継いだ。

1.5 INCJの一般的な評価

15年間という活動期間に、INCJは累計で約1兆2963億円を投資し、2兆3335億円のリターンを得た(2025年7月31日現在)。とりわけ、ルネサスエレクトロニクスに対して1383億円を投じ、1兆4000億円弱を回収したことが大きな成果とされている。他方でジャパンディスプレイ(JDI)とJOLEDへの投資では、合計で3000億円規模の損失を出している。

結果をみればINCJの成果は、投資倍率(Multiple of Cost: 以下MOC)は1.8を超え、3,341億円の法人税等を国庫に返納した(明石、2025)。このような数字は、INCJは官民ファンドとして一定の成果を上げ

たことを示している。

官民ファンドに要求されているKPIは低いと言われているが、官民ファンドの6割である14のファンドが赤字に陥っており、それらパフォーマンスについては疑問視されている(日本経済新聞、2025年5月17日)。その中にあってINCJは投資額の約2倍もの利益を上げており、官民ファンドの優等生であるといえるであろう。

1.6 本プロジェクトのスタンスと調査プロセス

無論、INCJに対する評価は、INCJの活動のどの部分に光を当てるか、検証の仕方、前提の置き方によって、だいぶ異なるものになるだろう。本プロジェクトはINCJの活動を多面的に評価した。その際に以下の点についてご留意いただきたい。

- ①示唆的な内容を含む案件については事例調査を行ったが、それ以外は、個々の投資案件の成功・失敗の分析よりは、INCJの15年間にわたる取り組みを総体的に評価するように努めた。
- ②本プロジェクトでは、金銭的な成果だけではなく、INCJの活動が生み出した非金銭的な成果にも着眼した。
- ③INCJから提供されたデータやインタビューのみならず、支援先企業やその関連組織へのインタビューを行うよう努めた。ただテーマによっては、調査対象者からやデータの提供およびその公表を拒否されたり制限を課されたりしたこともあり、それら調査結果やデータは分析の対象になっていない、あるいは網羅していない。
- ④研究の途中でINCJと議論や相談はしたが、事実誤認や守秘義務に関する指摘以外は、内容についてINCJからの介入はなかった。総じて、中立的な立場から、多面的にINCJの成果について調査を行うよう配慮していただいた。

以下では、INCJによるスタートアップ支援、新市場の形成、カーブアウト支援、人材育成・供給、地域活性化といったテーマを取り上げ、その調査内容を概観していく。

2 INCJによるスタートアップ支援

INCJが行ったスタートアップ投資は、直接投資は107件、戦略的LP投資は9件、合計116件を行い、総投資額は2351億円であった。投資件数からみると、

スタートアップは INCJ 全投資件数の 80%を占めるが、投資金額は約 21%にとどまる。投資 107 社のうち 16 件(15%)が IPO を果たした。2023 年度のスタートアップへの政府出資額は約 2 兆 2,592 億円にのぼる(ベンチャー白書、2024)ので、INCJ のスタートアップへの投資額はその約 10%を占めており、一定の存在感がある。

INCJ は、民業圧迫を避けるために、投資額が大きくリスクが高い案件、特にディープテック分野を中心とした案件への投資に焦点を当ててきた。これら分野は成長に時間がかかり、不確実性が高く、成否は明暗を分ける。INCJ はこのような制約のもとで投資を行ったことは留意するべきであろう。

2.1 INCJ のスタートアップへの投資・経済的パフォーマンスの評価

本庄・高橋 (2025) では、INCJ のスタートアップ分野における投資パフォーマンスを INCJ により提出されたデータと他の複数のデータベースを組み合わせ分析した。

INCJ のスタートアップに対する直接投資のみでは MOC は 0.9 と 1 を下回り、戦略的 LP 投資を含めると MOC は 1.1 を超えプラスとなる。これらの結果だけ見ると必ずしも高いパフォーマンスというわけではないが、著しく低いというわけではない。ちなみに投資利益を上げることができた投資先は 34 件 (32%)、うち MOC5 を超える案件は 5 件 (5%) であったが、MOC10 を超えるホームラン案件はなかった。

次に INCJ と民間 VC とのパフォーマンスとの比較を経時的にみると、INCJ のパフォーマンスは年々改善しており、他の VC に比べ学習効果が高いことが推測された。INCJ は 15 年間という時間の縛りがなければ、より高いパフォーマンスを上げていた可能性があることを示している。

INCJ の出口戦略(投資回収)の特徴として M&A が 8 割であり、IPO は 1 割程度であった。日本全体では出口戦略として IPO が選ばれる傾向が強いが、INCJ が扱った案件で M&A が多かったのは、INCJ の持つ広範なネットワークが機能した結果であると思われる。また INCJ の出口戦略は支援先企業の規模の影響を受けており、規模が大きいほど IPO で投資回収をし、小さな案件は支援撤回をする傾向にあった。

さらに IPO した支援先企業の、IPO 後の株価パフォーマンスをみると、INCJ 投資案件であったということはそれほど影響を及ぼしているとは言い難い。他

方で、支援先企業を M&A をした企業の株価パフォーマンスは売却後に株価上昇がみられ、その理由として INCJ が保有していた企業であったということが評価されたのではないかと推測された。

2.2 INCJ のスタートアップ支援の検証

INCJ は、3 社を除いた全てのスタートアップ支援先に社外取締役として人を送りこみハンズオン支援を行ってきた。奥田・澤谷・金井 (2025)では、INCJ が投資先に提供した様々な支援の効果と、それによって得られた成果、またその支援が投資先からどのように評価されていたのかについて当事者へのアンケートおよびインタビューにて検証した。

INCJ が投資先に対して実施した支援活動を付加価値活動と呼び、その効果を見るために、具体的にどのような支援がどれだけ投資先企業の付加価値を付けたのかを、INCJ と支援先企業の主観をもとに測定をした。支援の内容を、①研究開発支援、②事業成長支援、③市場展開支援の 3 領域に分け、その成果を①売上成長・事業成長、②資金調達拡充、③シグナリング効果とし、それぞれの関係を確認した。

結果、関係者は INCJ からの出資があることは、企業の社会的信頼を高めていると感じていた。また INCJ の投資は、ステークホルダー(取引先、提携先、他の出資者)からの評価を高めていた。総じて INCJ による出資が企業の社会的認証を多面的に高めていることが確認された。また、INCJ と投資される側とで、支援効果については概ね同じような認識していた。

他方、個別支援内容にまで踏み込んでみると、支援する側・される側に認識のずれも見受けられた。例えば「INCJ による経営戦略や事業計画作成支援」は、支援先より、INCJ のほうがその価値を高く評価していた。他方、「INCJ による関係者の紹介支援」に対しては、INCJ が思っている以上に、支援先は高く評価していた。海外進出のための支援、研究開発支援は、双方とも弱いと感じていた。

さらに奥田・澤谷・金井 (2025)は、INCJ の投資および付加価値活動が、他の投資家や顧客、求職者など外部ステークホルダーに対し、信頼性や将来性を示すシグナリング効果をもたらしたことを、アストロスケール社の事例を通じて明らかにした。特に INCJ のアストロスケールへの巨額投資がシグナリングとなり、民間投資家が投資に追随した。

上記の結果は、今後の官民ファンドが支援先を支援

する方法を考える時のヒントを与えてくれるであろう。

2.3 INCJ のスタートアップ支援が支援先のネットワークに与える影響

横山・大江・新藤(2025)、および浜松・一小路・中野・藤田(2025)は、INCJ の支援が支援先企業がもつネットワークに与えた影響について検討した。

横山・大江・新藤(2025)によると、INCJ は支援先に投資家や企業を手厚く紹介した(これを愛着と表現した)。これによって支援先企業のネットワークは拡大し、さらに支援先企業のネットワーク(エゴ・ネットワーク)内で、支援先企業はエゴ媒介中心性を獲得し、自社の立場を優位なものにしたことを示した。また支援先企業のエゴ媒介中心性が高くなると、将来のIPO 確立や特許創出数にプラスの影響を与えていることも示された。

また浜松・一小路・中野・藤田(2025)は、INCJ が支援し成功を収めた7社の詳細な事例分析を行った。そして支援先企業の成果は、GVC(=INCJ)と支援先企業、および支援先企業とそのステークホルダーとの関係の影響を受けているという前提のもと、これら主体間のどのような関係や条件が支援先企業の成果を高めることができるかについて考察した。

そして、①GVC が、民間VC では提供できない多額のリスクマネーを、イニシアティブをとって柔軟に支援先に供給すると、支援先企業の成果を高めること(財務支援)、②GVC が、行政機関やインフラを提供する企業を支援先に紹介すると、支援先企業の成果を高めること(事業支援・信用力補完)、③支援先企業がスピノフであった場合、GVC が支援先企業と親企業との間に立ち、親企業の影響を薄めると支援先企業の成果が高まること(スピノアウト支援)、といった仮説が提示された。

これら支援に関する研究成果は、INCJ からの支援とその成果を個別に見るのではなく、支援者間および支援内容間のシナジーを考慮する必要があること、またINCJ の支援は支援先のみならず、支援先に関わるステークホルダーにも影響を与えることを示している。今後スタートアップへの新たな支援のスキームを考える上で、重要な論点を示唆している。

3 INCJ による新市場の形成

INCJ は、社会性、インパクトといった観点から、

民間だと投資しにくい、リスクが高い、新しく立ち上がった市場(宇宙、製薬など)に積極的に投資を行った。INCJ によるそのような市場への大型投資が、民間企業の投資を呼び込むこととなった。

特に宇宙産業は新産業ではあると同時に、安全保障、防衛の観点から、海外では国家の手厚い支援のもと育成がはじまっている。日本でも政府が2017年に「宇宙産業ビジョン2030」を公表し、宇宙産業育成に着手したが、INCJ はそれ以前の2016年から宇宙産業の可能性を見出し、投資を始めていた。

宇宙産業は新市場であり、リスクが高く、投資額も大きく、民間企業が手を出せない分野と認識されており、日本でも複数のスタートアップが生まれ資金需要が高かったにもかかわらず、投資額はなかなか伸びなかった。そこにINCJ が大型投資をしたことによって、民間企業が追随し、INCJ の呼び水効果が発揮された。

Liu(2025)では、INCJ の宇宙スタートアップへの投資、具体的にはアストロスケール、QPS 研究所、ispace、アクセルスペースの4社へのINCJ のからの投資案件を取り上げた。そしてINCJ のそれぞれのスタートアップに対する支援の内容やコミットメントは、ビジネスのタイプの違いから様々であったが、結果として、これら4社中全て(アクセルスペースは8月に上場予定)がINCJ の支援を受け上場を果たした。

特に注目したのは、INCJ が宇宙ゴミ(スペースデブリ)を回収するビジネスを立ち上げたアストロスケールの事例である。同社に対しINCJ は2016年に3,000万ドル(当時約34億円)の出資を決めたあとに、同社の打ち上げ失敗があったが、それでもINCJ が2018年に追加投資を続けたことで、民間企業が離れずに追随した。この結果、同社は2024年にグロース市場に上場した。

ディープテックは、設立から7~8年経過しないとM&A やIPO に至らず、その成功確率は1割に満たないと言われている。それを考慮するとINCJ による宇宙、創薬分野への投資は高い成果を上げたと評価できる。

またこれら新産業へのINCJ の投資を受けて、国内にディープテック領域をカバーするVC、例えばANRI, Beyond Next Ventures, リアルテックホールディングス、Coral Capital 等が、複数現れてきた。

さらに日本のディープテックスタートアップのIPO は、海外VC からの注目を集め、海外からの投資は2014年には全体の5%であったが、2024年には8%へと緩慢ではあるが増加した。INCJ の投資がこ

の流れの加速に大きな役割をはたしたことが推察される。

4 INCJ によるオープンイノベーション推進と事業再編

日本企業の課題の一つに、企業の中で眠る未利用資源を活かせていないという認識は長らく共有されている。例えば、日本企業の特許取得は多数するものの、その利用率は半分程度にとどまっている（特許庁、2024）。また研究開発によって生み出されたシーズがあったとしても、それが事業化されるプロセスで、組織内の様々な政治やパワー関係によって押し潰され、実現しないことは大きな課題となっている。そのような問題を解決する一つの手法として、カーブアウトがある。INCJ はオープンイノベーション、特にカーブアウトにも取り組んできた。

福嶋(2025)は、株式会社日本電子の NMR 事業部のカーブアウトとカーブインの事例を取り上げた。本事例は、INCJ にとって最初の成功事例であり、規模は小さいものの MOC は 2 となった。

しかしそのプロセスは山あり谷ありであった。日本電子の赤字部門であった NMR 事業へのカーブアウト投資に関し、INCJ 内部での投資意思決定の合意形成に難航した。また支援プロセスでも INCJ と支援先と文化や考え方の違いから様々な葛藤があった。しかし経営人材の投入、仕事の仕方の修正、多額の研究開発費の投入など、INCJ が徹底したハンズオンを行い、支援先側の意識を徐々に変化させ、開発速度を加速化し、結果的にカーブアウトさせた企業の業績を著しく高めることに成功した。他方で、親企業である日本電子も、NMR 事業部のカーブアウトを機に、自身の組織変革に取り組み、遂行した。まさに本件は INCJ の資金力や、広範にわたるネットワークを介した資源調達力、ハンズオン能力がいかに発揮された理想的な事例であった。

カーブアウトは、スタートアップに比べ、利害関係者が多く、しかも既存の柵も多いため、関係者の調整やマネジメントは複雑で難度は高い。しかし民間企業では手に負えなくなった事業を切り出し、官民ファンドが介入することで、大企業に眠る資源の価値が発現されるためのマネジメントの一例を本事例は示した。またカーブアウトは、親会社自体の組織全体の再構築の機会になることも示された。

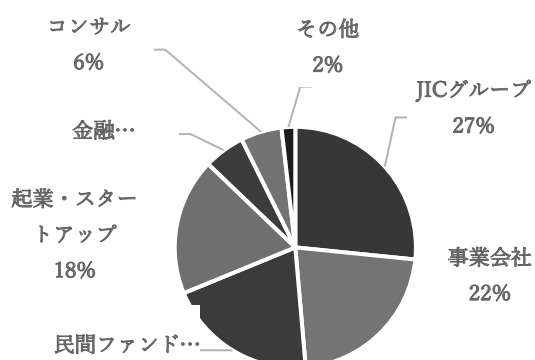
5 INCJ の投資プロフェッショナルの供給と育成

INCJ のコアコンピタンスとなっているのは、人材であることは間違いない。産業革新機構が設立されたのは 2009 年で、リーマンショックの直後、優秀な人材が流動化した時期であった。INCJ の投資事業に関与したプロフェッショナル職員の総数は 145 名という（明石、2025）。そのバックグラウンドはファンド、証券会社、コンサル、メーカー、アドバイザー、銀行、商社、情報通信、法律・特許事務所と多様である。INCJ に集まったメンバーの多様性が、支援先企業に提供する経営資源やサービスの多様性に貢献していたことがうかがえる。

INCJ の人材育成効果について検討をした小林・大平(2025)は、INCJ 投資プロフェッショナル 145 名のキャリア履歴について分析を行った。うち 109 名の転職先を調べたところ、INCJ グループ（JIC）内転職者 29 名、民間ファンド・VC への転職者は 22 名、起業・スタートアップへの転職者は 20 名と、全体の 65% が投資する側・される側になった（図 1）。特に INCJ 経験者の中から、ファンドの組成を行うエマージング・マネージャーが複数名現れてきているのは注目に値する。

また本プロジェクトでは組織としての INCJ の経営理念とその浸透について言及されている。設立時の社長であった能見公一氏は、「採用において優秀さより、パブリック・マインド、協調性、好奇心などを重視した採用を行った」と述べている（小林・大平、2025）。また募集の際には投資経験は問わず、OJT 重視の人材育成が行われ、経営トップ、上司などが、多面的にフォローアップや評価を行うことを旨としてきた。また年報・ボーナスに加え、キャリアの配分も行われており、インセンティブを与える報酬体系となっており、待遇は民間ファンドの大きく劣るものではなかったことも明らかされた。またこの方針は次の志賀俊之会長、勝又幹英社長にも引き継がれていった。

図1 INCJ からの転職先



出所) 小林・大平 (2025)

このように INCJ には多様なバックグラウンドを持つ人材が集まり、INCJ の中でパブリック・マインドやミッションを刷り込まれ、INCJ は投資のプロフェッショナル育成の場となっていっただ。そして、その中から複数名がプロフェッショナルな投資家や起業家が生まれてきている。

INCJ で経験を積み、ファンド、起業、スタートアップに転職していった人々が、今後 INCJ アルマナイ (同窓生) としてのつながりを維持しながら活動を続けられることが期待される。

6 INCJ と地域振興

INCJ の役割の一つに地域経済の活性化も期待されていた。民間 VC の投資先は 77% が東京であり (2023 年の数字、2024 年ベンチャー白書、2025)、投資先地域は偏っている。INCJ も確かに地域への投資は限られたものになっているが、東京以外への投資は 30% であり、支援先の所在地域は分散している (表 1)。

表 1 INCJ の地域別投資先 (％は海外除く)

都道府県	件数	都道府県	件数
東京	80 (70%)	千葉	1 (0.9%)
大阪	10 (8.8%)	静岡	1 (0.9%)
神奈川	8 (7.0%)	岐阜	1 (0.9%)
兵庫	3 (2.6%)	愛知	1 (0.9%)
宮城	2 (1.8%)	滋賀	1 (0.9%)
福岡	2 (1.8%)	徳島	1 (0.9%)
北海道	1 (0.9%)	京都	1 (0.9%)
茨城	1 (0.9%)	海外	36

出所) INCJ ホームページより

また、INCJ が行った地方のスタートアップへの支援の結果、地域経済の活性化につながったものがある。玉井・高橋(2025)は、首都圏のスタートアップに比べ、地方のスタートアップは VC へのアクセスについて不利であることを指摘しながらも、INCJ が地方のスタートアップに投資した事例、具体的には地方企業でありながら INCJ からの支援を受けられた QPS 研究所を取り上げた。

QPS 研究所は小型 SAR 衛星の開発に取り組む宇宙産業スタートアップであり、福岡を拠点とし、地域にありながらも地元 VC の紹介や人的ネットワークを辿り INCJ にたどり着き、投資対象として知られることになった。さらに同社の可能性を認識した INCJ のメンバー 1 名が同社に入社するに到った。

その後、宇宙産業に対する国の政策の追い風もあり、同社は INCJ からの投資を受けることに成功し、2023 年 12 月 6 日に東京証券取引所グロース市場に上場した。同社は設立以来、九州地方のものづくり中小企業 20 社とも連携していたため、同社の IPO と成長は九州に宇宙クラスターの形成につながると期待されている (Liu, 2025)。

黒田・杉本・野村(2025)は、INCJ による地方経済活性化に資する LCC への支援を取り上げた。INCJ は日本空輸 (ANA) の社内ベンチャーであった Peach Aviation 社設立時に投資した。その後、同社は地方路線の拡大を図り、発着地である地域の活性化にも取り組んだ。INCJ は地方路線を拡大しようとする Peach Aviation 社の経営陣の意思決定を支持し、彼らに対する親会社である ANA からの介入がないように配慮したと言われている。

このように INCJ は投資を通じて、直接・間接的に地域振興に貢献してきた。もともと投資家は投資先地域を限定する傾向にあると言われている。日本では、企業やスタートアップは首都圏に集中するので、どうしても投資先は首都圏が主となる。他方、地方のスタートアップはポテンシャルを持つ企業もある。しかし彼らが投資家にリーチするのに首都圏のスタートアップに比べコストがかかる。そのため地方のスタートアップは、大学関係であるか、政策的支援など特別な優位条件がなければ、なかなか注目されず投資対象になりにくい。このような状況の中、INCJ は地方の農業分野やものづくり中小企業にも目配りをし、広範にわたるネットワークを駆使した高いソーシング能力を有していたといえるであろう。

7 INCJ の成果と今後の課題

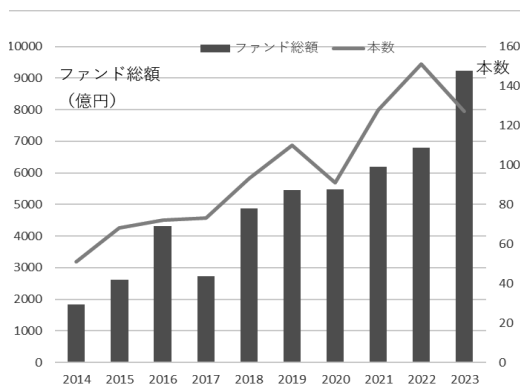
7.1 官民ファンドとしての INCJ の成果

官民ファンドである INCJ は、金銭的な成果ばかりが目をつけられるが、INCJ は既述のように非金銭的な成果を残してきた。また INCJ は投資のような直接的な活動だけではなく、その存在自体が間接的に日本のスタートアップ環境に影響を与えたと思われる。

まず 2009 年以降、日本におけるスタートアップ、VC の数は着実に増えている。2022 年には日本政府もスタートアップ5か年計画を策定し、国を上げての支援をはじめた。このような流れができたのは INCJ だけの貢献というわけではないが、INCJ の投資が引き起こした呼び水効果が、間接的にでも国の政策を推進し、国内のスタートアップの機運を高め、リスクマネーの増加、ファンド設立を促進したという側面があることは否定できない。

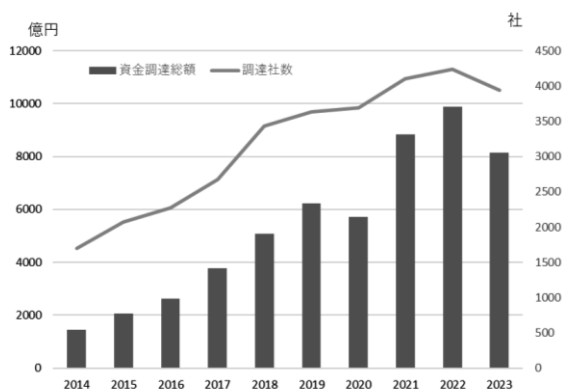
また資金の面だけではなく、人、ネットワーク形成、知識や情報の面からも、INCJ は国内のスタートアップエコシステム形成に貢献してきたことが今回の調査で明らかになったと思われる。

図2 国内スタートアップの資金調達額と社数



出所) スピーダスタートアップ情報リサーチ

図3 国内スタートアップ、ファンド設立動向



出所) スピーダスタートアップ情報リサーチ

7.2 INCJ が残した課題

他方で INCJ の経験から残された課題には以下のものが考えられる。第一に出口戦略についてである。INCJ の IPO 案件は規模が小さいという批判がある。INCJ は成長に時間がかかるディープテックへの投資が多かったにもかかわらず、INCJ はサンセット条項により時限組織であったため、「時間をかけてじっくり育てる」ことができなかったことに起因すると思われる。今後、INCJ の活動の一部は JIC に引き継がれるが、JIC の投資期間は長く、2050 年まで存続することとなっている。投資対象がディープテックのように時間がかかるものの場合、出口戦略のタイミングを選べる余裕があることは必要である。

第二に、INCJ が企業、特に大企業へ与えた影響である。INCJ ではいくつかカーブアウトの成功事例を作り出してきたし、スタートアップを M&A に紹介したりして、日本企業のオープンインベシションに貢献してきた。しかしその成果がどれだけ大企業に影響を与え、大企業側のスタートアップへの見方や意識を変えることができたか。

最後に、リスクマネーをいつまで官に依存するのかという GVC 存在そのものに関わる問題は残されている。社会の中には税金をリスクマネーに投じることに對する批判は常に存在しており、実際 INCJ はその矢面にたってきた。

確かに GVC はないに越したことはないが、産業活性化やスタートアップ育成のために、米国、イスラエルなどを除く民間 VC が未発達な国では、GVC の役割は益々高まってきたというのが現状である。日本も同様に GVC の存在意義はまだ大きいと思われる。

他方で GVC に対する批判に対して、GVC は自社の存在理由を理論武装する必要はあると思われる。また今後、日本で民間 VC が成長してきた際に、GVC がそれらとどのような関係を持つべきなのか、GVC の存在意義をどこに見出すのかについて引き続き検討しておくことは不可欠であろう。

7.3 INCJ 研究の課題

本プロジェクトは、前述したように INCJ の活動を網羅的に評価できたわけではないが、様々な活動について調査をした。例えば INCJ による海外進出支援（富山他、2025）、INCJ の大学発ベンチャーへの支援（福島・三井、2025）、INCJ の投資先に対するメンタリングや壁打ちの役割と効果（油井、2025）、INCJ による融資誘発効果（小林、2025）、スタート

アップへの投資とジェンダー・DIE (鹿住、2025) など。それ以外にも、インパクト投資や ESG に重きを置いたファンド運営、他のスタートアップ支援 (民間 VC、自治体、銀行など) との相互作用やシナジー効果、呼び水効果の測定方法の開発、個別の投資の失敗事例についての検証等々、INCJ プロジェクトでは網羅しきれなかった論点がたくさん残されている。

特に国際化については今後、萎みゆく国内市場に直面する日本のスタートアップが成長するために検証すべき活動であったが、処々の事情で叶わなかった。

本プロジェクトは、様々な制約があり、取り組むことができたテーマは限られていた。特にデータの制約については、投資案件は機微な情報を含むし、また投資が終わったとしても投資先企業はまだ活動しているので、利害関係者への配慮から情報を提供していただけなかったり、インタビューやデータの提供を拒否されたりもした。社会科学を研究するものは往々にしてこのような障壁にぶつかるものであるが、今回もそれは同様であった。また約 1 年弱とプロジェクトの期間がもともと決まっており、時間の制約もあった。

いくつか後悔はのこるものの、15 年にわたる INCJ の経験の検証は貴重であり、スタートアップを研究するアカデミアにとっても実務者にとっても示唆に富むものになるだろう。この中のいくつかの論考は国際的に発表され、他国との比較調査が行われていくべきと考えている。また可能であれば引き続き調査を進めていきたい。

INCJ の経験が、後世に生かされ、スタートアップの創生、オープンイノベーションがさらに加速し、日本の経済に、新たなチャンスと活力がもたらされるようになることを心より期待したい。

【参考文献】

- 明石芳彦 (2025) 「事業再編と日本の産業活動の活性化—産業革新機構の投資経験からの教訓」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- Avnimelech, G., & Teubal, M. (2006). Creating venture capital industries that co-evolve with high tech: Insights from an extended industry life cycle perspective of the Israeli experience. *Research Policy*, 35(10), 1477-1498. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.09.017>
- 福岡路(2025)「事業再生プロセスにおける INCJ の役割—株式会社日本電子 NMR 事業のカーブアウト&カーブインの事例—」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)
- 浜松翔平、一小路武安、藤田真弥、中野剛治(2025)「政府系ベンチャ

- ーキャピタルによるスタートアップ企業のリレーションシップ構築支援」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)
- 本庄裕司、高橋秀徳 (2025) 「政府系 VC の投資パフォーマンス—INCJ 投資先企業にもとづく実証分析—」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)
- 鹿住倫世 (2025) 「スタートアップ投資におけるジェンダー・ギャップ—INCJ 投資先等へのインタビュー調査から得た研究の視点—」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- 黒田達也、杉本等、野村尚司(2025)「官民ファンド INCJ の投資のあり方についての研究 —Peach Aviation 社のケースを通じて—」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- 小林稔 (2025) 「The Role and Significance of Government Venture Capital for Early-stage Firms in Creating and Nurturing Next-generation Industries in Japan :A Study on INCJ's Investment Activities」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- 小林和成、大平愛子(2025)「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—投資領域の拡大及び人材の育成・供給—」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- 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 University Press.
- Liu, Simon J.H.(2025) 「How Venture Capital Firms Can Contribute to National Economic Strategy —A Case Study of INCJ's Investments in Space Ventures—」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)
- Mazzucato, M. (2013). *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs. Private Sector Myths*. Anthem Press (『企業家としての国家』小川育男 (訳、葉事日報社 2015 年))
- McCloskey, D. N., & Mingardi, A. (2020). *The myth of the entrepreneurial state*. American Institute for Economic Research.
- 日本経済新聞「官民ファンド 6 割が赤字」、日本経済新聞 2025 年 5 月 17 日
- OECD (2025), Benchmarking government support for venture capital: A comparative analysis, *OECD SME and Entrepreneurship Papers*, No. 71, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/81e53985-en>.
- 奥田聡、澤谷由里子、金井伸郎(2025)「官民ファンドによる付加価値活動評価とシグナリング効果—投資先及び投資担当者による官民ファンドの付加価値活動とシグナリング効果の構造化と評価—」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)
- スピードスタートアップ情報リサーチ
- 玉井由樹、高橋 陽二「政府系 VC の投資プロセスと地域間エクイティ・ギャップ—投資判断プロセスと成果に見る構造的要因の検討—」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)

Tesi <https://tesi.fi/en/>

特許庁 (2024) 特許行政年次報告書 2024 年版

(<https://www.ipo.go.jp/resources/report/nenji/2024/document/index/0102.pdf>)

富山栄子、佐伯靖雄、垣谷幸介、鈴木広樹 (2025) 「中小企業海外展開における官民ファンドの制度的補完機能—INCJ「衆智達」支援事例の分析—」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)

福島健太、三井祐介 (2025) 「大学発ベンチャーに対する投資判断の特徴的要素—INCJ の投資状況分析より—」『INCJ プロジェクト論文集』『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)

横山恵子、大江秋津、新藤晴臣(2025)「スタートアップとベンチャーキャピタル間の愛着と投資効果—日本の官民ファンドにおけるインパクト投資戦略—」『VENTURE REVIEW INCJ 特集号』(in print)

油井毅 (2025) 「ベンチャー企業の成長ステージに応じたビジネス介入の実態と課題 人間のメンターと生成 AI の補完可能性を探る実証研究」『INCJ 研究プロジェクト論文集』(in print)

財務省理財局 (2014) 『財政投融资リポート 2014』

(https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/9597291/www.mof.go.jp/filp/publication/filp_report/zaito2014/pdf/filp2014.pdf)

【謝辞】

本調査に多大なるご協力いただいたINCJの皆様、および支援先、関係者の皆様に心より御礼申し上げます。特に学会と窓口となり本プロジェクトに伴走いただいた芦田耕一様（当時：執行役員）、同じく大重信二様（当時：執行役員）には心より御礼申し上げます。また本プロジェクトをサポートしてくださった INCJ の遠藤 弘哉様、松田怜佳様、平野徳士様、本田章平様、寺田優子様、河村抄子様にも深い感謝の意を表します。また江戸川泰路先生、田村真理子事務長をはじめとする学会事務局のご支援は、プロジェクト遂行に不可欠なものでした。