

# ベンチャー・キャピタル市場の活性化と 政府の役割

内閣府 2022年2月21日

宍戸善一

# VC市場発展のための3要素 (Gilson 2003)

- VC市場が発展するためには以下の3要素が同時に存在することが必要
  - 起業家
  - リスクマネーを供給する投資家
  - 両者をつなぐ専門の金融仲介者
- シリコンバレー以外にこの3要素が初めから存在している地域はない

# VC市場を作り出すために政府 が果たすべき役割

- 専門の金融仲介者（VC）の誘致
- リスクマネーの供給
- 両者が揃えば、起業家は自ずから出現する

# 政府がなすべきこと、してはならないこと

- モニタリングとともに、強いインセンティブ構造の維持
  - イスラエルのヨズマ
- 政府による直接投資は事態をむしろ悪化させる
  - ドイツのWFG

# German WFG 1975

- 政府保証によるダウンサイド・リスクの回避、アップサイド・リターンは利子率程度に制限（起業家にコール・オプション）
- 少数株式への投資に限り、いかなる支配権も取得しない
- IRR マイナス25.07%

# Israeli Yozma 1993

- ヨズマは、40%の民間投資とのマッチングによって、9つのVCファンドに政府資金を投入
- VCの損失に対する補償なし
- VCへのリターンには上限を設けず、むしろヨズマへのリターンに上限を設けることでレバレッジを効かせた
- ヨズマは投資判断を行わず、投資のリスクとリターンの帰属主体に投資判断を行わせた
- 1997年には、すべてのVCファンドが政府資金を返済し、完全民営化された

# 日本政府によるVC支援の例

- 中小企業基盤整備機構のマッチングファンド
  - 資金を半分民間から集めてきたら、最大それと同等以下※についてマッチングする
- NEDOの認定VCと連携した研究開発型ベンチャー支援事業
  - 研究開発型ベンチャー企業が行う実用化開発等に必要事業費のうち、1/3以上をNEDOが認定したVC等が出資し、残りの2/3以下についてはNEDOから補助金を入れる

※80億円以内かつファンド総額の1/2以内(ただし、60億円を超えた額については1/3以内)

※上記の他、INCJ、JICにおいてもLP出資によるVC支援を実施。

# 株式会社産業革新投資機構(JIC)①

## JICの経営理念

JICは、オープンイノベーションによる企業の成長と競争力強化に対する資金供給を通じて民間投資を促進するとともに投資人材の育成等を行い、我が国の次世代産業を支えるリスクマネーの好循環を創出します。

## JICの投資戦略

- JICの経営理念に基づき、民業補完の原則の下、ファンド投資を通じて企業の成長と競争力強化に向けたリスクマネー供給を行う。
- 投資戦略として(1)JICが主体的に設立するファンドへの投資と(2)民間ファンドへのLP投資を実施。

# 株式会社産業革新投資機構(JIC)②

## 民間GP運営ファンドへのLP投資の状況

公表日	ファンド名	JIC投資額 (コミットメント額)	ファンド概要
2020年12月8日	Beyond Next Ventures2号投資事業有限責任組合	40億円	医療・ヘルスケア分野をはじめ大学・研究機関・企業の有する優れた技術シーズの事業化に注力。産学連携による技術系スタートアップへのインキュベーション投資を実施
2021年2月26日	CatalysPacific Fund, LP	30百万米ドル	国内製薬会社や大学等から化合物を導入し、グローバルでの開発を実施。創薬ベンチャーとの協業によるオープンイノベーション創出についての知見共有や人材育成により創薬エコシステム醸成に寄与
2021年4月19日	ANRI4号投資事業有限責任組合	29.5億円	ディープテック領域およびインターネットとディープテックの融合領域にリスクマネーを供給。研究開発型ベンチャーに対する人材面での支援を行うほか、女性キャピタリストや女性起業家の育成を通じたエコシステムのダイバーシティ推進も企図
2021年年5月7日	みやこ京大イノベーション2号投資事業有限責任組合	41億円	アカデミア発ディープテックベンチャーにリスクマネーを供給。Society5.0の実現に向けた高度な専門技術の開発や社会実装を支援。各地の大学との連携により、地方に眠る将来性ある技術の活用と技術系スタートアップのエコシステム醸成にも貢献

# 株式会社産業革新投資機構(JIC)③

公表日	ファンド名	JIC投資額 (コミットメント額)	ファンド概要
2021年12月3日	DRONE FUND3号 投資事業 有限責任組合	30億円	世界でも珍しいドローン・エアモビリティ特化型VC。 ハード・ソフト両面に加え、ドローン関連サービスや、ド ローンに応用可能なテクノロジーの開発・提供を支援。 地方発の案件発掘にも注力
2021年12月13日	UCヘルスケア・プ ロバイダー共同投 資事業有限責任組 合	240億円	地域の医療機関やヘルスケア事業者に対する支援を 行うとともに、各関係機関の連携を図り、ヘルスケア業 界における生産性の向上と、質の高いヘルスケアの効 率的な提供に寄与。国内初の総合ヘルスケア・プロバ イダーの創出を目指す
2021年12月24日	SozoVentures III, L.P.	50百万USD	北米の有カスタートアップに対する投資と、日本の事 業会社に対する事業提携の機会の提供等を主軸とし た投資戦略。米国内外のスタートアップ、ベンチャーエ コシステム、アカデミアに深いつながりを持ち、スタート アップの国際展開支援に取り組む
2022年1月26日	ANRI-GREEN 1号 投資事業 有限責任組合	30億円	先行投資と長期の運用を伴う、Climate Tech領域の ディープテック・スタートアップへ投資。同領域における 民間投資資金の流入や、産業の育成、アカデミア発の スタートアップへの支援を通じた研究開発や社会実装 の推進を企図
2022年1月31日	Genesia Venture Fund 3号 投資事業有限責任 組合	55億円	国内の独立系VCとして、プレシード／シード期のス タートアップに積極的に投資。東南アジアの日系企業 と現地スタートアップとの提携支援等に取り組む数少 ないファンドの一つ。現地のスタートアップエコシステム に参入し、業務提携や資本提携を締結させるなどの実 績を有する

# 株式会社INCJ①

## 株式会社INCJとは

株式会社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ました。

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ましたが、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ました。

株式会社INCJの全株式は、株式会社産業革新投資機構が保有することになりますが、株式会社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ます。したがって、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、活動をしていきます

「株式会社INCJ」のホームページより

<https://www.incj.co.jp/about/about/index.html>

# 株式会社INCJ②

## 戦略的LP投資

支援決定公表日	投資先	支援決定額	投資先事業内容
2016年2月25日	テックアクセル1号投資事業有限責任組合	35億円(上限)	技術シーズの事業化における高いハードルを越える為にベンチャー企業と事業会社が連携することで、グローバル市場で競争力のある有望なテクノロジー系ベンチャー企業(以下「テックベンチャー企業」)を創出を目指す
2016年1月4日	ユニバーサルマテリアルズインキュベーター株式会社	60億円(上限、UMIが組成・運営するファンドに対する戦略的LP投資)	素材・化学分野におけるベンチャー投資事業
2015年4月14日	EESIスマートエネルギー投資事業有限責任組合	50億円(上限、EESIが組成・運営するファンドに対する戦略的LP投資)	電力・エネルギー自由化を契機とした新事業創造及びスマートエネルギー領域におけるベンチャー投資事業
2015年2月23日	けいはんな学研都市ATRベンチャーNVCC投資事業有限責任組合	25億円(上限)	株式会社 国際電気通信基礎技術研究所(ATR)が有するBMI1の研究開発や人工知能などの研究を中心とした脳情報科学や、ライフ・サポートロボット、無線通信などの分野の技術シーズを対象に、成果の社会実装のための事業化を行うベンチャー投資事業

# 株式会社INCJ③

## 戦略的LP投資

支援決定公表日	投資先	支援決定額	投資先事業内容
2015年1月5日	インキュベイトファンド 3号投資事業有限責任組合	50億円(上限、 IFが組成・運営 するファンドに 対する戦略的 LP投資)	起業段階からのインキュベーションを通じた日本の次世代産業の創出・育成並びにベンチャーエコシステムの拡大再生産を狙うベンチャー投資事業
2014年1月8日	WiL Fund I, L.P.	100百万USD (上限)	テレコム・メディア・テクノロジー分野などの投資を通じ、国内大手企業連合による日米ベンチャーの掛け橋を目指す投資事業
2013年11月22日	グローバル・ブレイン 5号投資事業有限責任組合	100億円(上限、 GBが組成・運営 するファンドに 対する戦略的 LP投資)	ソーシャル、アドテク、セキュリティ、クラウド、「リアル市場のネット化」分野など、産業界のニーズを反映した有望な領域について悉皆調査のうえ、創業段階から相当額のコミットを実施するベンチャー投資事業
2013年10月16日	UTEK3号投資事業有限責任組合	100億円 (UTEKが組成・運営する ファンドに対する 戦略的LP投資)(上限)	ヘルスケア、ICT(情報通信技術)、ものづくり分野を中心に、技術力に立脚した創業前、創業初期のベンチャーに対する支援、投資事業

# 日本の現状と課題

- ヨズマを導入した1993年当時のイスラエルと現在の日本とでは状況が異なる
- 独立系VCの成長
- CVCの増加
  - 利益相反未解決
- 海外VCの参入機運
- 税制を含む法制度の整備
  - 転換条項付き優先株式の普通株式への転換時期に関する東証の規制
  - スウェット・エクイティの税務上の容認は経済効率的な政府援助 (Gilson & Schizer 2003)
- 若年エリート層の意識の変化
- 大学発・大企業発ベンチャーをはじめとするディープテック・ベンチャーの増加
  - 知的財産権のライセンス契約交渉における混乱
- マザーズ市場によるIPOの容易化
  - M&A市場の未発達
  - 低時価総額上場企業の多さとユニコーンの少なさ
- 政府の資金援助
  - 政府による直接投資も存在
  - 年金基金の不参入

# 提言①インセンティブ構造の改善

- 主要なプレーヤーのインセンティブに着目して、パレート・フロンティアを広げる
  - 起業家、ベンチャーキャピタリスト、アセットマネジャー  
etc.
- 優勝劣敗の貫徹(齊藤＝中神)
- インセンティブは金銭的なものに限らない
  - 「面白いことをやりたい」
- 人材の流動化によるエコシステムの醸成(富山)
  - 企業間、政府・企業間、大学・企業間、国内外
- 人材の国際的マーケットの存在は所与
  - 会社共同体ではやっていけない

# 提言②レイター・ステージへの政府資金の投入

- シード、アーリー・ステージを手掛けるVC、リスクマネーは既に存在
- レイター・ステージを手掛けるVC、リスクマネーの不足
- その結果として、時価総額100億円程度の小規模IPOが多くなり、その後の資本市場からの資金調達を通じた企業成長が困難になっている
- 既にトラック・レコードのあるVCを厳選してレイター・ステージへの投資に十分な資金を投入
- 海外VCの誘致
- VCのインセンティブを阻害しない工夫
- 公的資金は呼び水として使い、政府は直接投資を控える
- 誰がVCを選択するか？
  - ファンド・オブ・ファンドのマネジャーのインセンティブ
    - 米大学エンダウメントのファンドマネジャーの目利き力

# 提言③理論武装の必要

- Egalitarian社会が特定産業への政府支援とインセンティブ構造維持の必要性を受け容れられるか
- スタートアップの重要性
  - 破壊的イノベーションはスタートアップにしかできない(富山)
- ベンチャー・キャピタリストの重要性
  - 投資判断に公的機関が介入しない
  - 専門の金融仲介者にリスクとリターンを取らせて投資判断をさせることによって、はじめて公的資金の生きた使い方が可能になる
- 公的資金はあくまでも呼び水
  - 官民ファンドの完全プライベート化を目指す
    - 成功すれば、公的資金は大きくなって戻ってくる
- 優れた専門家のインセンティブを刺激することによって、社会全体の富を拡大する: パレート効率性の確認

# References

- Ronald J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, 55 Stan. L. Rev. 1067 (2003)
- Ronald J. Gilson & David Schizer, Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock, 116 Harv. L. Rev. 874 (2003)
- 齊藤惇＝中神康議(対談)「人間の本性を使って社会を変革する」  
Misaki News Letter vol.18 (2022.2)
- 宍戸善一「産業革新投資機構の挫折に日本経済の将来を憂う」  
ビジネス法務2019年5月号1頁
- 宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム (VLF)『スタートアップ投資契約—モデル契約と解説』(商事法務、2020)