

米国コーポレートベンチャーキャピタルの
ベストプラクティスの分析と
日本の大手企業における課題

倉林 陽

Best practices of US corporate venture capital and the challenges
facing Japanese large corporation

Akira Kurabayashi

ITEC Working Paper Series

14-04

June 2014

米国コーポレートベンチャーキャピタルの
ベストプラクティスの分析と
日本の大手企業における課題

**Best practices of US corporate venture capital and the challenges
facing Japanese large corporations**

同志社大学 技術・企業・国際競争力研究センター
ワーキングペーパー14-04

倉林 陽

同志社大学総合政策科学研究科

技術・革新的経営専攻

602-8580 京都府京都市上京区今出川通烏丸東入

Tel:075-251-3183

Fax:075-251-3139

E-mail:kurabayashi.akira@gmail.com

キーワード： オープンイノベーション、ベンチャーキャピタル、コーポレートベンチャーキャピタル、アントレプレナーシップ

本文内容の専門領域： 企業戦略、アントレプレナーシップ、コーポレートベンチャーキャピタル

著者の専門領域：
ベンチャー企業経営，ファイナンス

要旨：

米国のIT大手企業が時価総額やイノベーションの創出において圧倒的な存在感を示す一方、日本のIT企業の存在感は小さい。米国企業の成功の大きな要因として、M&Aやコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)を通じたオープンイノベーションの実現があったと思われる。本稿ではその中でも近年日本において再び注目を集めているCVCに注目し、米国での先行研究を分析した。その結果、CVCの成功要因として1)親会社からのCVC部門の独立性、2)親会社のCVC事業に対するコミットメント、3)CVC担当者の能力と適切な報酬形態の3つが常に主張されている事を確認した。現代の日本のCVCにおいてもそれら成功要因を反映しようという試みがみられるが、日本特有の人事制度の存在の影響もあつてか、特に上記3)の部分において改善を見る事が難しい。優秀な外部のプロフェッショナル人材に対して人材市場における適正な報酬を支払って採用し、CVCの運用を任せるという形態を取る事ができれば、スタートアップの勃興が起こる現在の日本において、CVCを活用したオープンイノベーションを成功裏に運用できるのではないかと思われる。

米国コーポレートベンチャーキャピタルのベストプラクティスの分析と日本の大手企業における課題

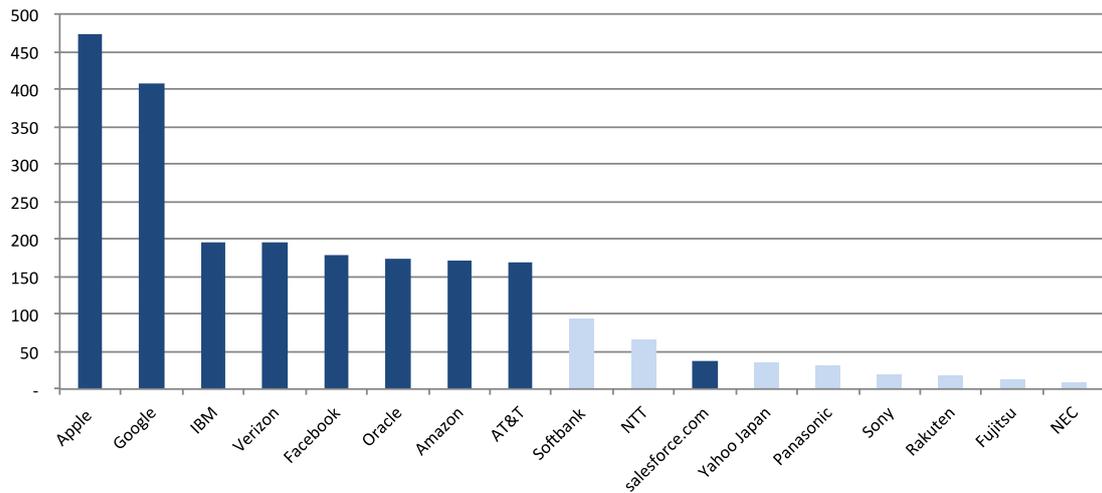
倉林 陽

1. はじめに

大企業が自社技術だけでなく、ベンチャー企業、大学などを含めた外部が持つ技術やアイデアを組み合わせて、革新的な商品などを生み出すオープンイノベーションの戦略的重要性が叫ばれて久しいⁱ。特に IT 業界においてはスタートアップ企業が新しいイノベーションの重要な源泉となっており、そしてそれを支えるベンチャーキャピタル(VC)の大きなコミュニティが存在する。それ故米国の IT 業界においては大手事業会社も積極的にシリコンバレーのベンチャー企業に出資を行い、更には買収も実行することで外部のイノベーションを取り込んでいる。技術的変化の激しい環境下では、新しい能力を継続的に身につける事が必要であるばかりか、既存の能力を活用できる期間が短くなっているため、既存勢力である大手企業は技術の活用と探索の両方に力を入れる必要があるとされている (Eisenhardt and Brown, 1997)。

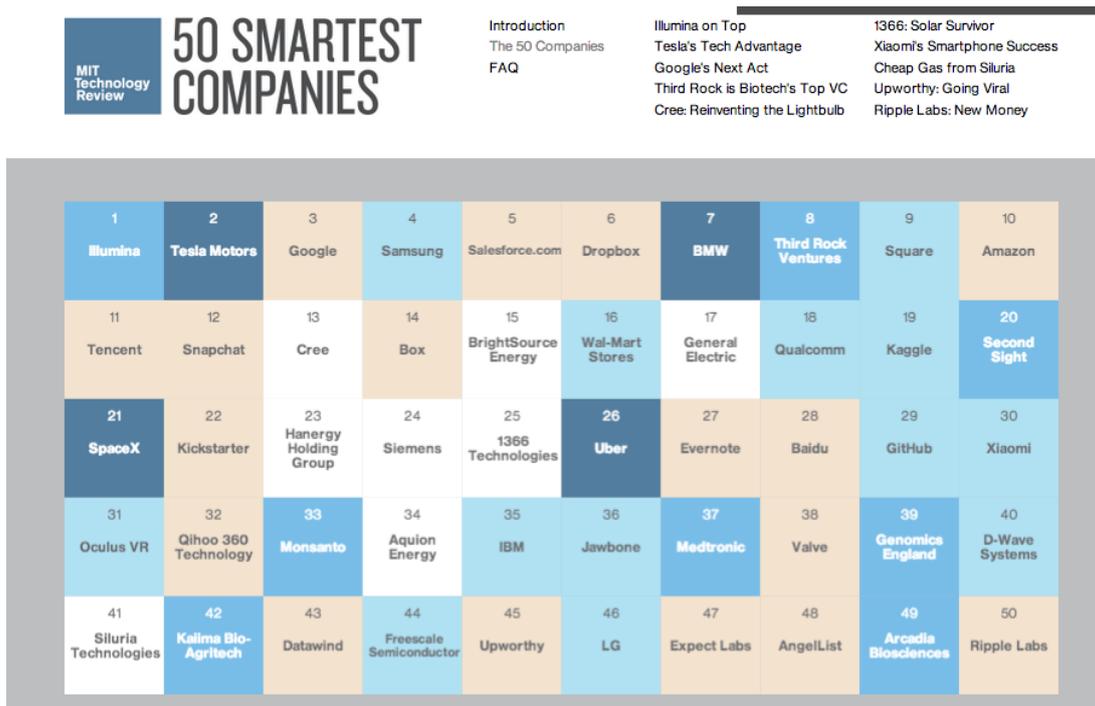
こうした大企業とベンチャーのダイナミックな連携は、特にプロダクトライフサイクルが短い IT 業界では有効な経営手段として考えられ、米国では事業開発上の標準的な手法として定着している。例えば Google は 2005 年から 2014 年 1 月までに合計 \$25 billion を使って 130 件の M&A を実施したⁱⁱ。またコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)部門として Google Ventures を立ち上げ、積極的に投資を続けている。それに対して日本企業は M&A や戦略的投資を活用した R&D の外部化を実現することができず、それが今日の日米 IT 大企業の時価総額、及びイノベーションにおける世界的な存在感の歴然とした差を作った大きな要因であると考えられている。図表 1 に日米主要 IT 企業の時価総額の比較 (2014 年 3 月時点) を示す。Apple、Google、IBM、Oracle 等の最大手と日本大手企業の時価総額の圧倒的な差が見て取れる。図表 2 には MIT が 2014 年に発表した 50 Smartest Companies のリストを示す。Google や salesforce.com といった米国 IT 大手企業や米国ベンチャー企業、そして Samsung や LG といった韓国大手企業もランキングに含まれるが日本企業は 1 社もノミネートされていない。図表 3 には BCG が 2013 年に発表した The Most Innovative Companies in 2013 を示す。ランキング上位には Apple、Google、Facebook、Amazon 等米国新興企業が名前を連ねるのに対し、日本企業では Top15 にはトヨタとソニーしかリストアップされていない。

図表 1 日米主要 IT 企業時価総額比較



出所：筆者調べ。2014年3月時点

図表 2 MIT 50 Smartest Companies



出所：MIT Technology Review

図表 3 BCG The Most Innovative Companies in 2013

2013 rank	Company	2011 to 2012 change (%)			
		Revenue	EBIT	TSR	R&D spending
1	Apple	44.6	63.5	32.5	39.2
2	Samsung	19.8	84.7	56.7	13.3
3	Google	32.4	9.3	9.5	31.6
4	Microsoft	5.4	2.9	5.8	8.5
5	Toyota	-2.3	-24.2	41.4	6.6
6	IBM	-2.3	1.1	6.0	0.7
7	Amazon	27.1	-22.5	44.9	56.9
8	Ford	-1.5	-17.3	22.6	3.8
9	BMW	3.1	-6.5	48.7	2.1
10	General Electric	2.3	-5.3	21.2	-1.8
11	Sony	-9.7	-133.6	-37.0	1.4
12	Facebook	37.1	-69.3	NA	260.5
13	General Motors	1.3	-92.3	42.2	-9.3
14	Volkswagen	11.7	-22.4	54.2	NA
15	Coca-Cola	3.1	2.8	6.4	NA

出所: BCG The Most Innovative Companies in 2013

しかし近年、後述するような国内でのスタートアップの盛り上がりを受け、日本の大企業による CVC ファンド設立の事例が増えてきた。またベンチャーと大企業の連携を促すイベントも多く開催される等ⁱⁱⁱ、オープンイノベーションの実現に向けた取組が盛んに行われている。また、米国に比して大手企業によるスタートアップ企業の買収が圧倒的に少ない事も周知の事実になりつつあり、日本の大企業が買収によって事業を拡大させ、R&D の外部化を実現していく必要があるのではないか、そしてそれがスタートアップ企業の株式売却手段として確立される事が更なる起業を促す筈であるという論調が展開されている。

こうした現状を踏まえ、これから大企業にとって重要な戦略となりえるオープンイノベーションのベストプラクティスを明確にすべく、米国の先行研究をレビューしていきたい。そしてその中でも特に日本企業において再び広まりつつあるコーポレートベンチャーキャピタルや自己勘定での戦略的投資に焦点を当て、成功に向けた日本企業の課題を明確にする事が本分析の狙いである。

2. 先行研究のレビュー

2.1 オープンイノベーションに関する先行研究

Henderson(1993)によれば大手企業は新規参入企業と比較し、漸進的イノベーション(incremental innovation)により多く投資するものの、根本的イノベーション(radical innovation)の創造においては生産性が低いとされている。既存勢力である大手企業は漸進的イノベーションにより多く投資する事で、過去の積み重ねも生かしながらより多くのマーケットシェアを奪おうとする。逆に自身の持つ既存の能力を脅かすような根本的イノベーションの導入に関しては、新規参入業者と比較して非常にパフォーマンスが悪い。またイノベーションは様々な知識の統合によって作り出される要素が大きいため、一つの会社の中で情報共有ではイノベーションを起こすための知識に乏しくなってしまう(Dushnitsky 2005)。以上からわかるように、大手企業が革新的で最先端のイノベーションを生み出す事は難しい。

そうした中、Chesbrough(2003)により、「企業は技術を発展させるためには内部と外部のアイデアを用い、また市場に対して外部と内部のルートを使う事ができ、またそうすべきだ」としてオープンイノベーションのコンセプトが定義され、更に Chesbrough, Vanhaverbeke, & West(2006)により「オープンイノベーションとは、企業内部のイノベーションを加速するための目的を持った双方向の情報の流れであり、イノベーションを外部で活用する事により市場を拡大する」とされた。インバウンドのオープンイノベーションとは外部から知見を取り込む事であり、知識の獲得の為に企業の R&D のプロセスをオープン化する事である。反対にアウトバウンドのオープンイノベーションとは企業内部から外部に情報を抛出する事であり、社内知識の活用や事業化の為に R&D プロセスをオープン化する事である。企業はインバウンドとアウトバウンドのオープンイノベーションの双方を駆使することができる。

その後 Lichtenthaler (2011)は、オープンイノベーションとは最近の一時的なトレンドではなく、長年の企業のイノベーション活動を反映したものであると指摘した。多くの企業にとってオープンイノベーションは経営上の単なるオプションではなく、今後はイノベーションプロセスのある程度のオープン化が必須となる為、そのやり方がイノベーションの成果を得られるかどうか大きく影響してくる。その為に企業はオープンイノベーションのプロセスを管理する組織的能力を構築する必要があるとしている。また、これまでのオープンイノベーションに関する研究は知識の探索だけに注目したものが殆どであるとし、外部知識の維持や獲得の 2 つを追加し、「オープンイノベーションとは、イノベーションのプロセスを通じて、企業内部や外部の境界線を跨って知識の探索、維持、獲得を行う事である」と定義した。その上で外部企業との関係性だけで

なく、オープンイノベーションを行う企業内部のプロセスやナレッジマネジメントに注目した研究が重要であるとしている。例えば企業の外部技術の吸収力は、社員の考え方や態度に影響される。彼らが NIH(not-invented-here)症候群であれば、吸収力を高めるための組織的な取組は難しくなる。また、オープンイノベーションの成功に必要な組織力の構築には年数を要する為、早期に結果を期待しない事も重要であるとしている。またオープンイノベーションの実行においてはその管理能力が必要であり、それは企業内部のイノベーション管理能力とは別のものであるとしている。オープンイノベーションの成功には、外部企業とのパートナーシップを管理する能力が絶対的に必要であり、この部分を認識していない企業が多いと主張する。

こうしたオープンイノベーションを通じて外部の技術をうまく獲得する事で、企業は短くなるプロダクトライフサイクル、製品の更新頻度の増加、R&D 費用の上昇等の問題を軽減することができる。ただし、R&D の外部化に伴う関連コストは、これらのベネフィットを削ってしまう。ある時点までは外部技術の取り込みは有効だが、あるポイントを過ぎるとむしろ逆効果になるケースがあるとしている。また過去の研究の結果によると、自社の R&D 投資を十分に行っている企業ほど、より効率的に外部技術を獲得できるという指摘がある。培った技術力があるが故に外部技術を正しく評価し、それを統合できるからである。つまり外部技術の取り込みと自社開発は競合でなく補完関係にあると考えるのが正しいとされている (Berchicci, 2012)。企業はオープンイノベーションにより R&D の外部化をするにあたっては、外部 R&D によるメリットを生かせるよう上手く内部 R&D とのバランスを取る必要がある。

オープンイノベーションの手段として、これまでテクノロジーアライアンス、CVC、M&A といった様々な手法が試されてきたが、特にベンチャー企業はイノベーションに関する情報ソースとして極めて重要であるとされ、Kortum and Lerner(2000)は起業家精神に溢れ、優れた人材が集まるベンチャー企業は成熟した企業より多くの特許を生み出すことを実証した。Ahuja and Lampert(2001)によればこうしたベンチャー企業の最新で先駆の技術に触れることで成熟した企業が革新的なイノベーションを作り出す確率を高めると考えられており、また Fulghieri and Sevilir (2009)はイノベーションに対する競争が激しくなると、企業はイノベーションの速度を速めて競合に対する競争優位性を獲得するため、内部での自社開発から外部組織、特にスタートアップ企業との共同開発プロジェクトにシフトしていくとしている。こうした背景もあり、Lichtenthaler & Lichtenthaler (2009)によれば、近年ではより多くの企業が企業を跨った関係性を維持する事で外部の知見を長期間に渡って維持するように

なっている。Cisco や salesforce.com といった米国の大企業は戦略的投資により多くのアライアンスパートナーのポートフォリオを構築し、彼らの知見へのアクセスを得ているのである。

こうしたベンチャー企業の技術を探索、維持、獲得するための手段としてオープンイノベーションが注目される中で、本稿の中では特に CVC に注目して分析をしていく。

2.2 コーポレートベンチャーキャピタルの定義、意義、有効性に関する先行研究

CVC については、図表 4 に示すような下記 3 つの実行形態がある。

1. 外部ファンドへの LP (リミテッドパートナー：有限責任組合員) としての参画
2. CVC 専用ファンドを社外設立
3. 自前の CVC 部門の組成

本分析においては Chesbrough(2002)同様、コーポレートファンドからベンチャー企業への直接の投資を CVC と定義し、外部のファンドへの投資は分析対象に含めない。具体的には企業が自己資金を使ってファンドを組成しベンチャー企業に投資を行う活動、及び自己勘定でベンチャー企業に直接投資を行う活動を指す。

図表 4 パターン別 CVC 戦略

CVC strategy

Open Innovation strategy seeking outside R&D capability

Strategy	Description
① Invest in VC funds	Invest in VC funds to gather market/ deal information
② Outsource CVC operation to outside VC	Become strategic sole LP and let VC manage the fund
③ Manage CVC fund & investment budget	Manage CVC program by themselves. Hire investment professionals from outside

出所：Gompers(2002)等を元に著者調べ

Winters and Murfin (1988)によれば CVC の戦略的ベネフィットは、下記の通りである。

1. 買収：CVC 活動を通じて、企業は興味のあるスタートアップについてより多くの知見を得る事ができ、更に競争環境を含めた市場動向についても把握する事ができる。投資を通じてこれら業界情報を把握し、戦略的適合性も把握した上で判断できる等、買収判断時の戦略的ベネフィットを得られる^{iv}。
2. 技術ライセンス：ベンチャー企業は製品開発のスピードが速い為、大企業にとってはその技術のライセンスを早期に得る事はメリットとなる。そうしたメリットを得る交渉をする為には **early stage** での投資が非常に有効である。
3. プロダクトマーケティング：ベンチャー企業にとって、大企業のマーケティング&販売チャンネルは魅力的である。その為、大企業にプロダクトマーケティングの権利を渡す事は双方にとってベネフィットのある提携となると考えられる。
4. 国際的事業機会：ベンチャー企業は米国市場に注力してビジネスを行っている場合が多いため、国際展開を手伝ってくれる大企業との提携は魅力的である。海外の大企業にとっても米国のビジネスを自国の市場で展開できることはメリットがある。
5. 技術窓口：大企業にとって CVC 活動は自社の製品開発や事業開発の補完的役割を果たすものである。CVC を通じて得た先端の知見をもとに、変化の激しい市場動向を把握し、自社の戦略立案に活用する事例もある。
6. 企業内部における起業家精神の育成：社内人材が直にベンチャー企業と接し、彼らがどのように事業を創っていくかを見る事で社内人材に起業家精神が養われる。
7. 業界人脈：CVC 活動を通じて、ベンチャーキャピタリストや TMT(Technology, Media& Communication)セクターの投資銀行、起業家、科学者、コンサルタント等の業界人脈を獲得可能である。

そして Dushnitsky and Lenox(2005)は、CVC によって少なくとも下記 3つの戦略的知見の学習ルートを確保できるとしている^v。

1. Due Diligence のプロセス
2. 投資後のモニタリング（社外取締役、もしくは取締役オブザーバーとして^{vi}）
3. 失敗したベンチャー（技術的な学習やマーケットが存在するかどうかの確認を行う事ができるとしている）

CVCは他のオープンイノベーションの手段に比べた場合の優位性を持っている。アライアンスと比較した場合、CVCは最新技術や新しい市場に対する知見を持つ起業家という集団をターゲットにしている点で異なる。またベンチャーキャピタルという通常の企業活動では得られない特殊技能を持った集団の助けを借りられる点もアライアンスと異なる部分である^{vii}。

Alter and Buchsbaum(2000)、Siegel et al.(1998)、Yost and Devlin(1993)によればCVCプログラム担当者は「新技術や市場へのアクセス」をCVCプログラムの目的の最上位におく事が多く、Maula et al.(2003)はより多くの共同投資パートナーネットワークを持つCVCほど、技術の非連続性に関する可能性について早く気づくことができ、技術的脅威に対して早く効果的に対応できるとしている。またDushnitsky and Lenox(2005)は外部のベンチャーファイナンスに携わる事でCVCはスタートアップの成功や失敗した試みを学ぶ事ができ、そうした知見を内部のR&Dに役立てる事ができるとしている。更にFulghieri and Sevilir(2009)は、企業はCVCを通じたスタートアップへの投資金額を増やす事でR&Dの成功確度を高める事ができるとしている。CVCで有望なスタートアップに投資をする事で、同じ市場で競合する大企業のイノベーションへの投資意欲を削ぐ効果もあるとされているからである。

図表 5 CVC 分類マップ

Mapping Your Corporate VC Investments

Combining an assessment of your company's corporate objective—strategic or financial—with an analysis of the degree of linkage—tight or loose—between your operation and a start-up receiving your funding reveals the four types and purposes of corporate VC investments.

		Corporate investment objective	
		strategic	financial
Link to operational capability	tight	Driving advances strategy of current business	Emergent allows exploration of potential new businesses
	loose	Enabling complements strategy of current business	Passive provides financial returns only

出所： Chesbrough, H., 2002 Making Sense of Corporate Venture Capital

M&A と比較すると、革新的なアイデアを発見するという目的において、CVC は明らかに投資効率がよい。CVC は通常独立系 VC と共同で投資を行う為、自身はマイノリティ投資で足り、M&A と比較すると圧倒的に小額の投資で新たな技術や市場に関する知見を得ることができる(Dushnitsky, 2011)。Eisenhardt and Brown(1997)によれば、CVC やアライアンスは少ないリスクでの技術の探求に適し、M&A は既存技術の活用に適するとされている。

Chesbrough(2002)によれば、CVC は図表 5 に示すような形でタイプ分けが可能である。Chesbrough は二つの軸として目的が戦略的かフィナンシャルか、そしてCVC 本体企業とのビジネス的繋がりが強いか弱いかという軸を用いている。分類された 4 つの CVC タイプは下記の通りである。

1. **Driving Investment** : 戦略性の最も強い CVC 投資。既存の戦略、製品、市場を強化する為の投資であり、本体企業のビジネスとの強いシナジーが求められる。Microsoft が .Net 普及のために \$1 billion を投資したケースが該当する。結果として Microsoft は 2000 年の第 3 四半期だけで \$980 million の減損を計上しているが、次世代のインターネットサービスの標準化競争に勝つ事でこれらフィナンシャルな損失を上回る戦略的リターンをあげている。尚、Driving Investment の弱点としては大手企業が既存戦略の延長線上でしか投資を行わないため、破壊的イノベーションを捉まえるのが難しい事が挙げられる。
2. **Enabling Investment** : 戦略性に重きを置くものの、CVC 本体企業とのビジネス連携については緩やかな状態でも許される投資である。ベンチャー投資により本体企業の経済圏の拡大や既存製品の補完を狙うもので、Intel Capital の投資の多くの部分がこのセクターに該当する。(Gompers, 2002)。欠点としては、投資により市場を拡大する事で競合の市場も拡大してしまう事が挙げられる。その為、広がる市場の大部分を獲得できるマーケットリーダーに適した戦略と言える。
3. **Emergent Investment** : 本体企業のビジネスと密接に関連し、フィナンシャルリターン獲得が期待できるベンチャー企業に投資するものの、自社の既存戦略の拡大への寄与をあまり期待しないケースを指す。しかしながら、ビジネス環境や本体企業の戦略が変化した場合には、これらの投資はフィナンシャルリターンを上回る戦略的リターンを生む可能性がある。つまり一義的にはフィナンシャルリターンを目指しつつ、究極的には成長市場や技術へアクセスするというオプションを手に入れる事になる。それ故、Emergent Investment は Driving Investment を補完する効果も期待される。Intel Capital の Berkeley Networks への投資がこの事例に当てはまる。Berkeley Networks は Intel のチップを使って Intel にとっては新市場となる低価格のネットワークスイッチやルーター

を開発していたが、Intel は彼らによる自社プロダクトの新市場開拓は期待できないと判断しており、主としてフィナンシャルリターンを目的として投資していた。その後この投資検討を通じて Intel はネットワークスイッチ市場の可能性を確認し、更には Intel 社内で開発を検討していた Ethernet 標準対応の製品でなく、Berkley Networks が押し進める競合規格を採用するという意思決定も行った。言うまでもなく Berkley Networks は Intel による成長市場の発見を早めたのである。

一方、Emergent Investment の多くは戦略的オプションにならず、本体大手企業の戦略に影響を与えない事から、フィナンシャルリターンが獲得できている事が大事になってくる。フィナンシャルリターンをきっちり出す事を前提に厳しい審査をしつつ、戦略的オプションを獲得するアプローチが必要になってくるのである。

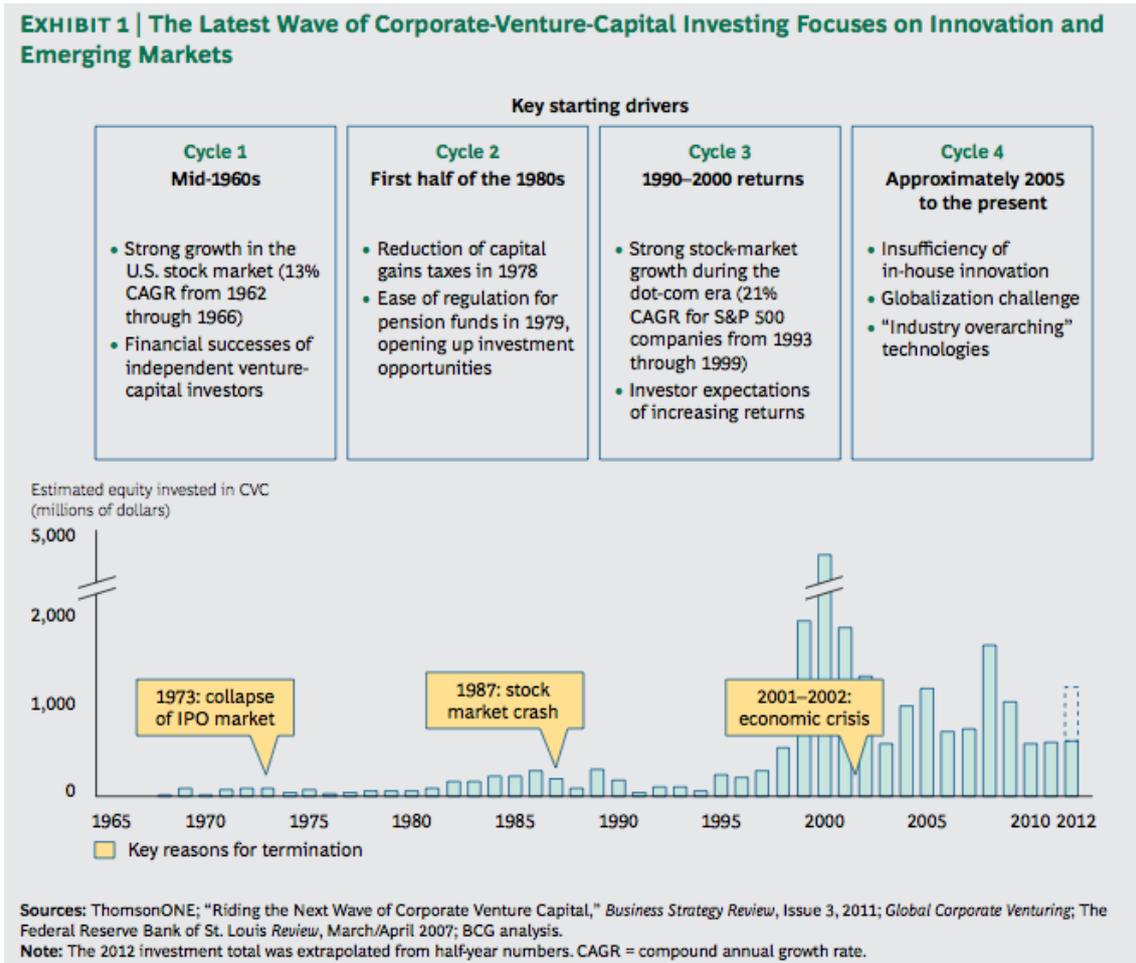
4. **Passive Investment** : 本体企業のビジネスとの繋がりもなく、戦略的目的もない投資である。この場合 CVC は単なるフィナンシャルリターンを求める投資家の一つに過ぎず、本体大手企業の株主の金を間違ったやり方で使っている事になる。こうした VC は本体大手企業の技術や経験を生かして良い投資先を発掘すると主張するケースがあるが、その実績となる事例は少ない。

米国では大企業が CVC に取り組んできた長い歴史があり、図表 6 のように過去 3 回の大きな波が存在した。

Gompers(2002)によれば 1 回目の勃興は 1960 年代中頃、Fortune500 企業の 1/4 が独立系 VC の成功に続いてベンチャーキャピタル事業に参入して発生する。主な CVC プレイヤーは GE、DEC、Memorex、Raychem、Scientific Data Systems 等のエレクトロニクス系企業であった。当時の CVC は主に三つの変化をもたらした。大企業の多角化、投資資金の過多、独立系 VC の成功と投資先ベンチャーの輝かしい業績である。しかし 1973 年の IPO 市場の崩壊によりベンチャーキャピタル市場の盛り上がりは途絶えると、CVC の 1 度目の波は終わりを迎える。

2 度目の波は 1980 年代前半に訪れる。アメリカの年金制度改革により、年金基金が莫大な資金をベンチャーキャピタル業界に投資するようになった事で VC 市場が盛り上がりを迎え、再び CVC はそのトレンドに追随する形で参入する。主な CVC 企業は Control Data や Eli Lilly 等ハイテクや医薬系企業であった。1986 年までに CVC ファンドの運用額は \$2 billion に達し、ベンチャーキャピタル全体の 12% を占めるまでになる。しかし 1987 年の市場崩壊により VC 市場が冷え込むと、独立系 VC と CVC 両方の活動が急速に落ち込む事になった。

図表 6 米国における CVC の歴史



出所: Boston Consulting Group, Corporate Venture Capital 2012

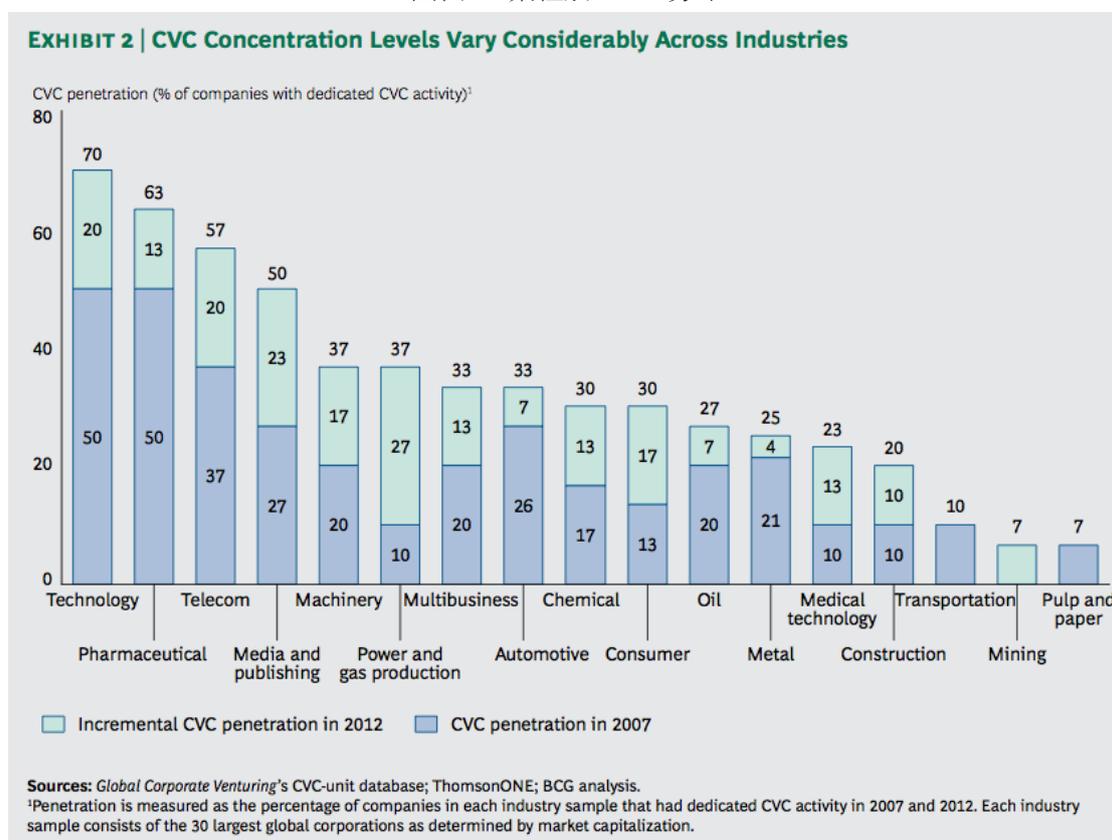
3回目の波は1990年代に独立系VC市場の盛り上がりの影響を受けてスタートする。技術の発展やインターネット関連のベンチャー企業の成功を受ける形で400社以上のCVCプログラムがスタートした。UPSやTribune、ソニーといった伝統的大手企業がインターネットやテレコムの新しい波に乗るべくCVCをスタートさせたのが特徴である。そして2000年迄には大企業はVC市場において重要な位置を占めるようになり、CVCは独立系VCの運用額の15%程度にあたる\$16 billionを運用するまでになった。そして過去の歴史同様、その後の市場崩壊により多くのCVCと独立系VCの活動が停止する事になる。Chesbrough(2002)によれば四半期のCVC投資額は1998年の終わりに\$468 millionだったが、2000年初頭には\$6.2 billionまで増加し、その後2001年の第3四半期には\$848 millionまで減少した。

その後21世紀になり、現在新たなCVCの波が始まっている。McCahery et al.によれば2000年のインターネットバブル崩壊以降のCVCの高まりには下記3つの要因がある。

1. 独立系 VC の投資余力が無くなってきた為、起業家としては別の資金調達源として CVC が必要であったこと
2. 株式市場の崩壊によりベンチャー企業の株式の売却手段として M&A が重要になったため、そのルート確保として CVC の投資が独立系 VC から見ても重要になったこと
3. 2008 年の金融危機を期に大企業が社外のノベーションの獲得や統合に対してよりクリエイティブに取り組むようになったこと

オープンイノベーション理論の高まりもこれに影響を及ぼしていると考えられる。そして今日に至るまで様々な危機があったが、多くの業界のリーダー企業が CVC 活動から撤退せずに投資を続けているのが現在の 4 度目の波の特徴で、これまでと異なる部分となっている。2000 年から 2009 年までに作られた 350 以上の CVC プログラムが平均して 3.8 年以上継続して運用されており、1990 年代の CVC の平均寿命 2.5 年と比較すると継続的な投資が実現されていることがわかる。2009 年の調査では Fortune500 企業の 20% が CVC 部門を保有している。また今回の波のその他 2 つの特徴としては、図表 7 の通り米国以外の地域で CVC が広がっている事、IT や医療分野の業界以外にも CVC が広がっている

図表 7 業種別 CVC 分布



出所: Boston Consulting Group, Corporate Venture Capital 2012

ることが挙げられる (Dushnitsky, 2011)。一方 Dushnitsky and Lenox(2005) は CVC が企業のイノベーションに重要な役割を果たす業界としてデバイス、半導体、コンピューター業界を挙げている。これはベンチャー企業がイノベーションの重要なソースとなっている事が原因として挙げられる。多くの革新的な起業家がいる領域では、社内 R&D に投資するよりも CVC 投資をした方が限界利益を上げられるのである。言い換えれば、VC が活躍する領域では CVC 投資は理にかなうという事である。その中でも特に特許による保護が難しい領域において、ベンチャーの成功ノウハウにアクセスでき、また既存の組織の中で雇うことができないエンジニアや起業家にアクセスすることでイノベーションを創出する仕組みとして CVC は非常に有効であるとしている。

被投資先であるベンチャー企業から見た場合の CVC の価値についても研究がされている。

Winters and Murfin (1988) は CVC から投資を受ける際のベネフィットとして、資金、大企業の会社名や信用、そしてマーケティングや販売ネットワークを挙げている。同様に Dushnitsky and Lenox(2005) は CVC が投資先に提供する価値として下記を挙げている。

1. CVC は他の独立系 VC 同様に投資先に経営アドバイス等の価値提供を行う。
2. 親会社のリソースを活用して補完的資産（開発設備、顧客や販売チャネル等）の提供を行う。
3. 投資を通じてベンチャー企業に親会社のお墨付きを与えることで、信用の上昇や宣伝効果を提供する。

Maula(2001) は CVC から投資を受ける事のメリットとして大きく

1. リソースの獲得
2. 知識の獲得
3. 推奨のベネフィット

を挙げている。そしてベンチャー企業へのアドバイスとして、推奨のベネフィットを得るために存在感と知名度のある CVC を選ぶ事が重要である事、そして CVC 投資のベネフィットを得られるかどうかは、CVC 担当者との人間関係に左右されるとしている。また、共同投資をするベンチャーキャピタルには、CVC とベンチャー企業の補完関係が存在するかどうかを確認すべきとしている。

Gompers P. and Lerner J. (2001) は図表 8 の通り、投資先の上場確率という基準でみた場合、親会社の本業と投資されるベンチャー企業の事業内容に類似性があれば、CVC に投資されたベンチャー企業のパフォーマンスは独立系 VC に投資された場合と同様に高いものであると実証している。また、それら上場もしくは買収された企業の時価総額は投資時の時価総額と比較し少なくとも 3 倍

になっており、また CVC に投資された企業の倒産確率は、独立系 VC のみに投資された場合より低いとしている。また CVC によって投資されたベンチャー企業の方が独立系 VC だけに投資された企業より IPO 時の時価総額が高いという報告もある (Ginsberg et al., 2002; Maula and Murray, 2001)。また CVC に投資された企業は長期的なリターンが高いことも指摘されている (Ginsberg et al., 2002)。このように被投資先からの視点においても、CVC は価値ある投資家となりえると言える。

図表 8 Status of Corporate and Independent Venture Investments

	Entire Sample	CVC Only	IVC Only	CVC and Strategic Fit
Status at End of Analysis:				
Initial Public Offering Completed	31.1%	35.1%	30.6%	39.3%
Registration Statement Filed	0.7%	0.2%	0.7%	0.3%
Acquired	29.0%	29.0%	30.3%	27.5%
Still Privately Held	20.6%	21.1%	19.7%	18.3%
Liquidated	18.7%	14.6%	18.7%	14.7%

Note: The sample consists of 32,364 investments in privately held venture backed firms between 1983 and 1994

出所: Gompers P. and Lerner J. 2001 The Money of Invention

以上の研究の成果により、CVC が非常に有効な経営手段であることが証明されている。Chesbrough and Tucci (2004)は、CVC は企業がイノベーションに関連する分散した知見に効率よくアクセスし、企業にとって社内 R&D では発見できない新しい市場や興味のある技術を見つける為の手段であるとし、これらは CVC が無ければ実現できないとしている。また Dushnitsky and Lenox(2005)は CVC を行う企業の方が、そうでない企業に比べてより多くの価値創造をしていると主張しており、彼らによって CVC 投資と企業の特許申請数は正相関にある事が指摘されている。

2.3 コーポレートベンチャーキャピタルのベストプラクティスに関する先行研究

前述の通り、外部技術やノウハウの獲得手段として CVC は非常に有効であり、現在では多くの大企業が CVC はイノベーション活動において欠かせない戦略であると認識している。Global Corporate Venturing 紙によれば現在では世界で 750 社を超える企業がベンチャー投資部門を保有している。イノベーションに対するプレッシャーが高まる現代では伝統的な R&D の生産性が落ち、多くの企業がベンチャー投資に活路を見出そうとしているのである (BCG, Corporate Venture Capital, 2012)。一方、これまでなかなか結果を出せずに撤退していく企業が多かったのも事実である。果たして CVC を成功裏に導く為の成功要因と

はどういったものなのであろうか。図表 9 に示した過去の論文の分析からは、常に主張されている成功に欠かせない下記 3 つの要因が存在する。

1. CVC の独立性と親会社との良好な関係
2. CVC 担当者の能力とその報酬形態
3. 親会社のコミットメント

図表 9 KSF of CVC Investment

KSF□	Siegel (1988)	Winters etc. (1988)	Gompers (2002)	Dushnitsky etc. (2005)	McCahey etc. (2012)
1□ Independency & Good relationship with parent□	✓	✓	✓	✓	✓
2□ VC skill/ experience□	✓	✓	✓	✓	✓
3□ Compensation□	✓		✓	✓	✓
4□ Parent Commitment□	✓	✓	✓	✓	
5□ Strategic Objective □			✓	✓	
6□ Financial Objective□	✓	✓			
7□ VC Network□		✓			
8□ Internal R&D & absorptive capacity□				✓	

出所：過去の論文を元に著者作成

コーポレートベンチャーキャピタルという事業の特性上、親会社は長期にわたる取り組みとなる覚悟に加え、CVC 運用部門への権限委譲と事業部門との良好な関係構築によりスムーズな意思決定を行う環境を提供しなければならない。加えて、CVC 担当者には VC 経験者を採用し、ベンチャーキャピタル業界との関係や信頼を構築できる人物を配置しなければならない。そして彼らを採用し、そして維持する為にも適切な報酬形態が必要となってくる。

Siegel et al.(1988)は、まず親会社の影響を受けにくい独立した存在としての CVC と、意思決定等のプロセスについて親会社に依存している CVC を分類し、前者でなければ成功しないと定義した上で、改めて成功要因を下記の通り纏めている。

1. CVC は独立した組織として組成されるべきである。これにより CVC 担当者は親会社の関与を最低限に抑える事ができる。彼らの調査によれば、

CVC 運用者は親会社の戦略基準を徹底する事が却って CVC 活動の実施に重度の問題を発生させると認識していた。

2. CVC の運用は能力を持ったベンチャーの専門家によって行わなければならない、独立系 VC 経験者か CVC 経験者によって構成されるべきである。
3. 報酬形態：それら CVC 担当者には、能力に応じて独立系 VC 担当者同様の適切な報酬と権限が与えられなければならない。尚、当時の調査では 24%の CVC しか成果報酬型の報酬形態を提供していなかった。
4. 企業は CVC を設立する場合、人材と資本に対して完全にコミットし、そして限定的な役割を受け入れる必要がある。限定的な役割に徹する事ができないのであれば、他の VC ファンドに LP として参加すべきである。

同時期に発表された Winters and Murfin (1988)による CVC の成功要因は下記の通りである。

1. 質の高い投資案件へのアクセスの最大化
2. CVC の経営陣：ベンチャーキャピタル業界との窓口になる人材は最もクオリティの高い人物でなければならない、理想的には技術とビジネス両方の専門性を持っている事が望ましい。CVC の評判は、担当者によって影響をうけるのである。また、社内人材に CVC をやらせたケースの多くは失敗に終わっている。
3. ベンチャーキャピタル業界との積極的な関わり：CVC 担当者は案件が持ち込まれるのを待ってはいはならない。自ら主体的に業界でアクティブに関わっていく事で投資案件を発掘する必要がある。
4. 長期的コミットメント：CVC 事業はすぐに結果が出ない事を認識する必要がある。
5. 共同投資家の選定：early stage の会社に単独で投資をしてはならない。他の VC と共同投資する事でリスクを抑える事ができる。
6. 企業内部のコミュニケーション

また、彼らは CVC は少ない投資額でも戦略的目的を達成可能とし、小額を分散投資することでリスクを最小化すべきだとしている。

Gompers(2002)は成功要因として市場知識、リソース、そして親会社の CVC プログラムに対する姿勢をあげている。そして 2 つの失敗要因として、社内で CVC プログラムの目的やメリットについて合意をとれていないケース、そして社外関係者との関係構築ができないケースをあげている。Gompers は多くの事業会社が CVC プログラムのデザインが結果に大きく影響を与える事を理解していないと指摘している。事例として 1964 年の Exxon の事例を挙げ、CVC 担当者の経験不足、経営陣の CVC プロジェクトに対する理解不足、そして CVC 担

当者に対する間違っただインセンティブプラン（CVC 担当者に対する標準的な給料+ボーナスでの報酬を提供）を失敗原因として挙げている。

Dushnitsky and Lenox(2005)も同様に、CVC 担当者に独立系 VC と同じような魅力的な報酬形態を示せない事を CVC の課題として挙げている。この結果担当者のやる気を十分に引き出せないばかりか、そもそも優秀な人を採用する事が難しくなる。更に CVC は本体の事業部の社内政治やプレッシャーにさらされている為、CVC 設立後早期に十分なリターンを出せなかった場合には、ファンド運用が中止される可能性がある。こうした構造的問題を乗り越えて初めて戦略的価値やフィナンシャルリターンを実現できるのである。

その後 McCahery 他(2011)は CVC の失敗要因として下記 3 つを挙げている。

1. CVC 部門の戦略分野、目的が不明確である事。キャピタルゲインのための投資と戦略的目的の為の投資がまざりあって多くの投資を行ってしまう事により、その成否の判断基準の設定が難しくなり社内で混乱を生むケースが多く、これが CVC 部門の短命の原因となっている。
2. ベンチャーキャピタル経験、専門能力不足。CVC 部門はベンチャー投資の経験がないため、有名な独立系ファンドの投資先に無邪気に共同投資してしまうケースが多く、これがネガティブな結果をもたらすケースが多い^{viii}。
3. CVC 部門の非効率なガバナンス構造と報酬形態。これが原因で CVC 部門は運用が保守的になる為 later stage での投資が多くなり、戦略的価値を享受するには遅すぎるケースがある。

CVC 担当者への適切な報酬について、Dushnitsky and Shaprira(2008)は、成功報酬があれば、CVC 担当者は独立系 VC と然程変わらない動きをすることができるとしている。然しながら、CVC 担当者の成功報酬が無いか小さかった場合には独立系 VC とのパフォーマンスの差が大きくなる事も説明している。これはプロジェクトの成功よりも失敗をしない事が重視されがちな大企業の評価、報酬体系と密接に関連している。CVC 担当者が成功報酬によるインセンティブを貰えない場合、失敗を避けるようになるため保守的なアプローチを取る事となり、プロダクトも完成し顧客もいる late stage での投資が多くなる。また他社も評価している案件に入るケースが増える為、他 VC との共同投資が増え、持分が小さくなる。この結果、高い Valuation の案件に小額で参加する事が多くなる為、フィナンシャルリターンを望めないケースが増える。Dushnitsky and Shaprira(2010)によれば現段階において殆どの CVC 担当者は固定給を受け取っており、ごく少数のプログラムしか成果報酬を提供していない為、この傾向は顕著に表れる。

一方、Dushnitsky and Shapira(2008)の分析では成果報酬を適用すると CVC もより早いステージで投資を行う傾向があることが見られた。そして (Dushnitsky, 2011) によれば多くの企業が過去存在したこの問題点を克服しようと試みており、報酬形態については現在においても固定給をベースとしたものが主流だが、過去の経験をいかしより独立系 VC に近い報酬形態を提供する VC が増え始めているとのことである。

以上見たように成功の共通要因については各論文の一致を見る一方で、CVC ファンドのあるべき目的については様々な議論が存在する。

Winters and Murfin (1988)は CVC が成功して存続していくには戦略的価値に加えてフィナンシャルリターンを生む事にはっきりと注力すべきであるとしている。更に Siegel 他(1988)は全ての CVC はフィナンシャルな目的を達成する事を主要目的としなければならず、フィナンシャルリターンの観点で評価基準に合致しない案件については、投資以外のアライアンス形態を模索すべきであるとしている。彼らによれば事業的リターンの見込める案件は親会社からは歓迎されるかもしれないが、それが財務的観点で魅力に欠けるものであれば、逆にリソースを無駄にする結果となるとしている。また CVC の評価基準と独立系 VC の評価基準は異なっており、独立系 VC が起業家の能力を重視するのに対し、CVC は戦略性を重視するため、起業家の能力やリーダーシップが欠けていてもそれを受け入れてしまうとしている。言わば CVC は戦略的リターンを確保する為に、フィナンシャルリターンや起業家の質について妥協していると指摘する。一方で親会社の影響を受けず独立性の高い CVC はフィナンシャルリターンを重視する傾向が強く、その為親会社に依存している CVC と比較すると起業家の質や財務的分析を重視する傾向があるとしている。また、彼らはフィナンシャルリターンにおいて依存型 CVC を上回るだけでなく、戦略的リターンについても同程度の実績を残しているとしている。

一方、Gompers(2002)が一環して主張しているのは親会社と投資先の事業の相関があるかどうか成功の鍵となるという事である。逆に事業シナジーが無く、親会社の事業と無関係の市場への投資の成功率は著しく低いとしている。Gompers and Lerner(1998)は戦略的目的の無い CVC プログラムは安定せず、数社の投資実行後オペレーションを停止する事例が多く、逆に戦略的目的のある CVC プログラムは独立系 VC 同様安定した運用ができるとしている。実際に親会社との事業相関のある CVC 投資が年々増えているというデータもあり、Gompers(2002)の調査では 76-77%の投資が親会社と相関のある事業への投資であったとしている。Stage 別では early stage での投資の方が later stage の投

資と比較するとより事業相関が強く、親会社は early stage の会社に重要な価値を提供できるとしている。また Chesbrough(2002)は、本業と無関係の企業に投資する CVC は株主の金を無駄にしていると指摘している。企業が事業を分散させることは株主にとって価値を全く与えず、また投資先の分散は株主によって可能であるからとしている。また Gompers and Lerner (1998)は、CVC は投資時に高いプレミアムを払わされるケースがあるのでキャピタルゲインという観点では不利な状況にあるが、戦略的リターンの見込める案件への投資においては、プレミアムは高くないとしている。

更にその後 Dushnitsky and Lenox(2005)は CVC が Financial Return より優れた技術の取り込みに主眼を置いた場合の方が価値を生み出している事を主張している。それを裏付けるように、Yost and Devlin (1993)では彼らのサンプルの 93%の CVC 担当者が戦略的価値を主要目的としていると答えている^{ix}。

以上、過去の研究においては戦略性とフィナンシャルリターンのどちらかに重きを置くべきなのかについては相反する指摘が存在する。近年のトレンドとしては戦略性に重きを置き、本業と補完関係にある案件にのみ投資すべきとする論調が強いが、フィナンシャルリターンとのバランスを取る事も重要であろう。これらは前述の Chesbrough(2002)のフレームワークを使用して分類する事が可能である。Siegel 他 (1998)や Winters and Murfin (1988)が主張するフィナンシャルリターンを重視する評価基準は、Emergent Investment として非常に重要な観点である。一方 Gompers(2002)、Dushnitsky and Lenox(2005)が指摘する戦略性重視の評価基準は Driving Investment、Enabling Investment の目的を達成する上で外せない観点であろう。CVC を運営する本体の大手企業の戦略や投資先案件毎に、適宜戦略性とフィナンシャルリターンのバランスを取りながら投資を実施していく柔軟性が求められると考えられる。

その他の成功要因としては、社内キャッシュフローや R&D との相関に関する分析が散見された。Dushnitsky and Lenox(2005)は CVC 実施企業のキャッシュフローが多く、技術吸収力が高い企業程 CVC に積極的であり、また戦略的リターンを多く取り込める事も証明している。CVC 活動を行うかどうかは本業でのキャッシュフローに影響される理由としては二つある。一つは CVC 投資では情報の非対称性がある為、外部のベンチャー企業に投資する方が内部 R&D に投資するよりコストが高い事。もう一つは内部 R&D 予算は本業のキャッシュフローの影響をあまり受けなため、CVC 投資の予算が影響を受けるというものがある。ここでの技術吸収力とは企業の外部技術を開拓する力の事で、企業は吸収すべき外部技術に関する知見を事前に入手しておくことが必要であるとして

いる。Cisco はこの点に優れて上手く外部技術を取り込んでいる為、Lucent と比較して少ない内部開発予算を埋め合わせているとしている。興味深い事に、社内開発と CVC は予算を奪って競い合うようなものではなく、むしろ補完し合うものである事も指摘されている。Benson and Ziedonis (2008)は社内 R&D は CVC 投資による知識の刈り取り能力を高めるだけでなく、買収によって得られた技術や人材、資産を有効活用する能力にも影響するとしている。R&D 部門から人を派遣する CVC プログラムも数多く存在する(Lichtenthaler and Lichtenthaler, 2009)。Chesbrough and Tucci (2004)は CVC 投資と社内 R&D は補完関係にあり、社内 R&D 投資が増えるタイミングで CVC 投資も増え、また社内 R&D 投資が削減されるタイミングで CVC 投資も削減されると指摘している。つまりこの二つの投資額は正相関にある。

3. 日本における CVC の分析

3.1 2010 年以前：国内 IT 大企業の CVC に対する取り組み

長らく大企業がイノベーションの中心を担っていた日本では、ベンチャー企業やベンチャーキャピタルの存在感が小さい時代が続き、本格的にそれらの業界が注目を浴びたのは 90 年代の IT 産業の勃興のタイミングであったと考えられる。90 年代後半になりマザーズ等の新興市場が設立されると、ソフトバンク、楽天やサイバーエージェントといったインターネット関連企業が成長を遂げた。様々な独立系 VC が設立され、複数の外資系ベンチャーキャピタルファンドの参入もあった。こうした背景をうけて 2000 年代を中心に図表 10 に示すような様々な CVC が誕生する事になった。それら日本の CVC においては、まず 1990 年代前半に新規事業の育成、ノンコア事業のスピンアウトを目的とした社内ベンチャー型のプログラムが登場した。大企業に眠る優秀な人材をスピンアウトさせる事で優れた事業が作れるという論調が当時存在した事も彼らの背中を押した。特に富士通は 1994 年の社内ベンチャー制度、2000 年のスピンアウトプログラム策定を実施し当該分野ではかつて国内でリーダーシップを発揮していた。また 2000 年には米国ベンチャーキャピタルである Walden International と共同で国内スピンアウトベンチャー向けのファンドも設立した。パナソニックも 2001 年にスピンアップファンドを設立し、社員の起業を促す仕組を推進した。その後 Chesbrough(2003)と前後してオープンイノベーションのコンセプトは国内でも広く普及し、日立製作所、ニフティ、ビッグロブ、リクルート、そして前述の富士通といった IT 各社が外部技術や情報の取り込みを主眼としたコーポレートベンチャーキャピタルファンドを設立する事になる。

図表 10 国内 CVC の成り立ち

会社名	ファンド名称	GP	設立年	ファンドサイズ	主な投資先
富士通	WIIG Nikko IT LLC (Walden Japan)	Walden International	2000	35億円	フリービット、東京めたりっく通信等4社 (途中解散)
	富士通グローバルイノベーションファンド1号	富士通	2005	100億円	TSonNet (韓国)、Tensilica (米国)、QDLレーザー、篠田プラズマ
	富士通グローバルイノベーションファンド2号	富士通	2010		
日立製作所	日立ネクストハンズオンパートナーズ	日立製作所	2000	100億円	国内12件含む33件への投資を実行
ニフティ	WING	グローバルブレイン	2005	15億円	コムニコ、リアルグローブ等
リクルート	リクルートインキュベーションパートナーズ	リクルート	2006	20億円	Sansan、じげん、サイジニア含め24社
ビッグロブ	BIGLOBEファンド	ビッグロブ	2007	30億円	HEROZ、WEIC等7社
旭化成	CVCファンド1号	旭化成	2008	10億円	3年間で30社に投資
	CVCファンド2号	旭化成	2011	30億円	
電通	電通デジタルファンド	電通デジタルホールディングス	2010	100億円	ラクスル、クラウドワークス、ウフル等。過去の投資含め40社
グリー	グリーンベンチャーズ	GREE	2011	20億円	スターフェスティバル、Retty、KAIZEN Platform等7社
Klab	Klab Ventures	KLab、SBI	2011	30億円	Beatrobo、Live Styles、リサーチアンドイノベーション等8社
KDDI	KDDIオープンイノベーションファンド	グローバルブレイン	2012	50億円	ルクサ、MONOCO、ランサーズ等。過去の投資含め28社
NEC	イノベティブベンチャーファンド	NEC、SMBC VC	2012	35億円	ミドクラ
NTTドコモ	ドコモイノベーションファンド	NTTドコモ	2013	100億円	ミドクラ、Retty、gumi、ロイヤルゲート等。過去の投資含め23社
フジテレビ	フジスタートアップベンチャーズ	フジテレビ	2013	15億円	MONOCO、ジモティー、ポケットメニュー、スマートエデュケーション等7社
TBS	TBSイノベーションパートナーズ	TBS	2013	18億円	マネーフォワード、Spicy Cinnamon (シンガポール)

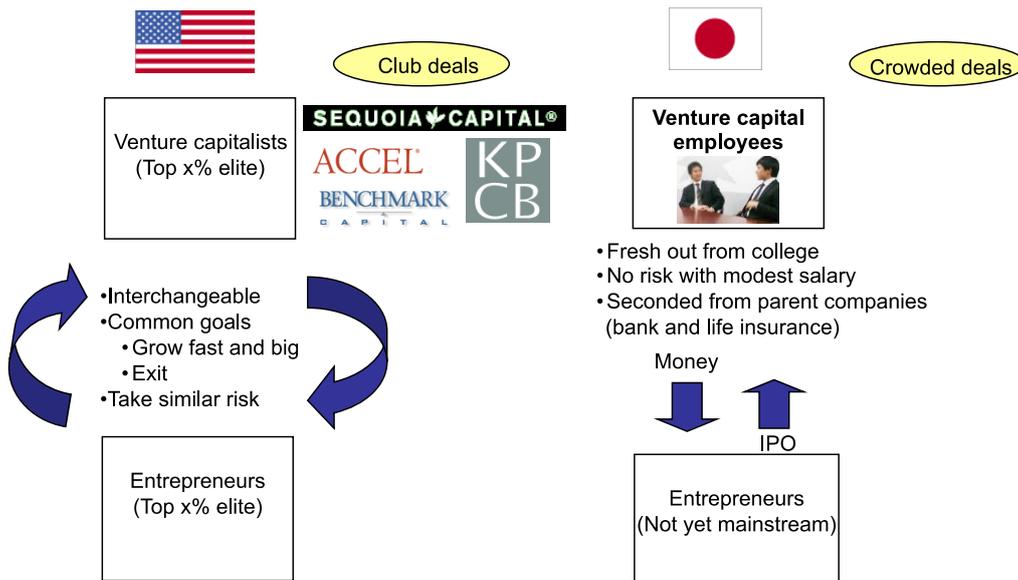
出所: アントレペディア、各社 HP を元に著者調べ

しかしながら、2000年代に設立されたプログラムで、戦略面、フィナンシャル面双方で結果を出せた CVC はごくわずかであると考えられる。当時の国内のベンチャー企業で大企業が必要とするような技術や人材、ビジネスモデルを持ったベンチャー企業は少なかった。またそこに投資する日本のベンチャーキャピタルは金融機関の子会社が中心だった事もあり、米国のベンチャーキャピタルのように経験と投資先を育成するスキルを持った存在ではなかったため、CVC としても頼りにできる存在ではなかった。図表 11 に当時の日米のベンチ

図表 11 日米ベンチャーキャピタル、起業家の比較図

Comparison between US and Japanese VCs

Venture Capital Industries are not the same, so we should adjust our expectations from other VCs



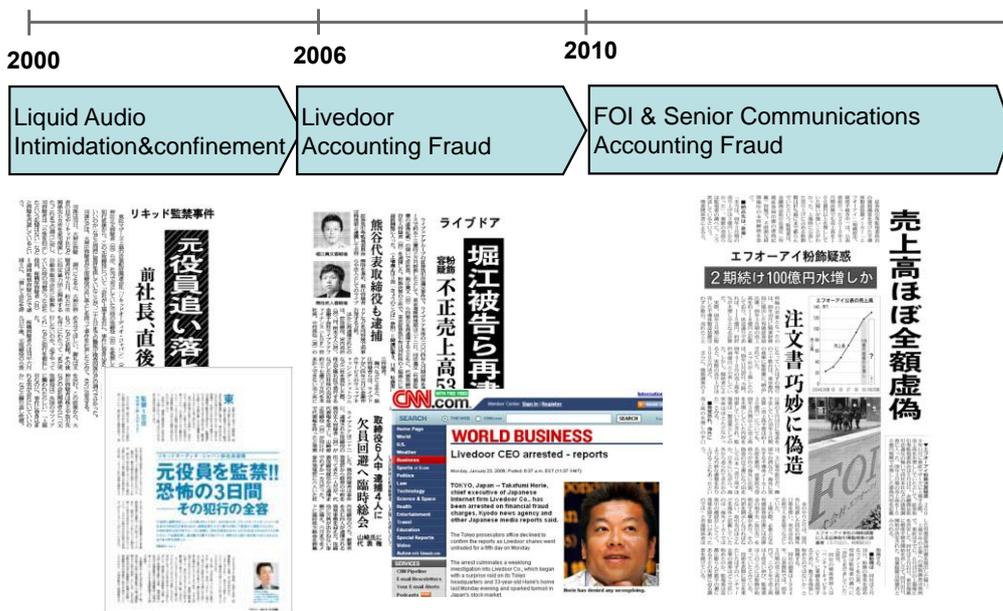
出所: 著者調べ

チャーキャピタル、及びベンチャー企業経営者の比較を示す。当時の日本は CVC が成功する土壌に乏しかったと言える。

更にその後 IT バブル崩壊、通信バブル崩壊、リーマンショックといったマーケットの低迷期や、図表 12 に示すようなリキッドオーディオ事件、ライブドア事件、エフオーアイによる粉飾事件等の度重なる不祥事によるベンチャー企業そのものに対する信用低下を経て、多くの CVC プログラムが結果を出せずに活動を縮小していった。また親会社の本業の業績の低迷も縮小の大きな原因である。日本の大手企業は幾多の経営危機に直面してきたが、将来の事業開発の為の投資である CVC 予算は業績低迷時の削減項目として優先順位が高く、活動の継続性が妨げられるケースが多い。こうした事例は列挙にいとまがなく、この結果「日本企業による米国の IT ベンチャー企業への投資、買収は元々難しく、また日本には投資、買収すべきベンチャー企業が見当たらない」、「ベンチャー企業が大企業のショッピングリストに見合う製品を開発すれば、連携を検討する」というオープンイノベーション戦略自体を否定的、あるいはあくまで補完的にとらえる論調が広まる事となった。当然これら過去の CVC プログラムの運営手法、戦略自体が、前述のような過去の歴史を踏まえたベストプラクティスを踏襲していない部分も多いにあったと思われる。

図表 12 日本のベンチャー企業による不祥事の歴史

Continuous scandals crashed Japanese emerging market



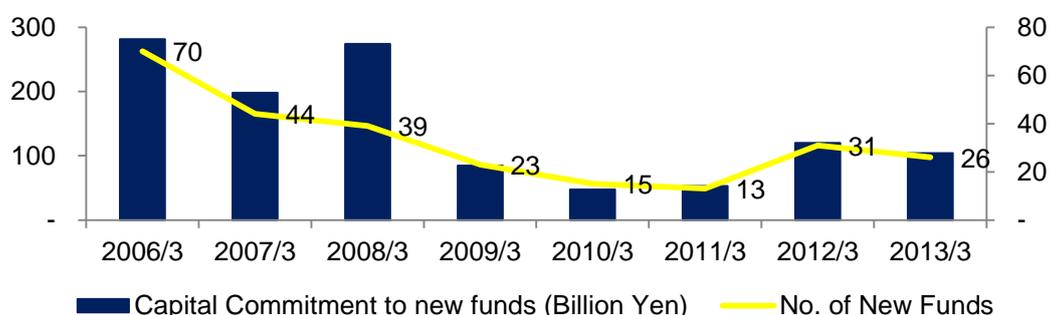
出所： 日経新聞等を元に著者調べ

3.2 2010年以降：国内ベンチャー企業の台頭とCVC戦略の再検討

前述の通り、リーマンショックに端を発した金融危機の影響は2009年以降の日本の新興市場にも大きな影響を与え、その後の新規IPOやファンド設立数に大きな影響を与えた。しかしその後米国のトレンドに習ったSocial、Mobile、Cloudを中心とした次世代のインターネットサービス分野の勃興や、創業間もない段階の起業家に小額出資を行うシードアクセラレーターの登場を含めた独立系VCファンドの組成が増えた事により、再び多くの優れたスタートアップが生まれる事となった。何より日本の起業環境にインパクトを与えつつあるのは価値観の多様化である。大学卒業後は大企業に定年まで勤めあげるといった画一的な価値観がこれまで一般的であったが、近年では優秀な学生、若手社員による起業、もしくはスタートアップへの参画が多くみられるようになった。不況により大手企業が存在感を無くし、また大企業の不祥事も相次いだ事も逆に幸いしたと考えられる。今後もスタートアップ分野に優れた人材が集まる事を期待したい。

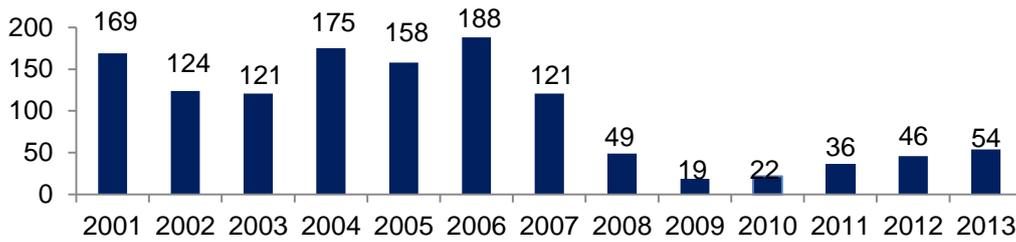
こうしたベンチャー企業の盛り上がりを受け、ベンチャーキャピタル業界も復活を遂げた。IPO数も2013年にはリーマンショック前の2008年の水準まで回復し、大手ベンチャーキャピタルファンドの新規ファンドに加え、近年では多くの独立系ファンドが組成されており、市場は既にリスクマネーが十分供給される状態になりつつある。図表13は国内VC設立数とファンドへのコミットメント額の推移である。2014/3期はファンド数、コミットメント額双方において更なる増加が見込まれる。図表14は国内IPO数の推移である。2011年から見られる回復基調は2014年も続くと思われる。図表15は国内VCの投資件数、及び1社当たりの投資金額の推移である。1社当たり投資額については、ファンド数、ファンドサイズの増加の影響もあり2014年は更に増加すると思われる。

図表13 国内VC設立数及びコミットメント額推移



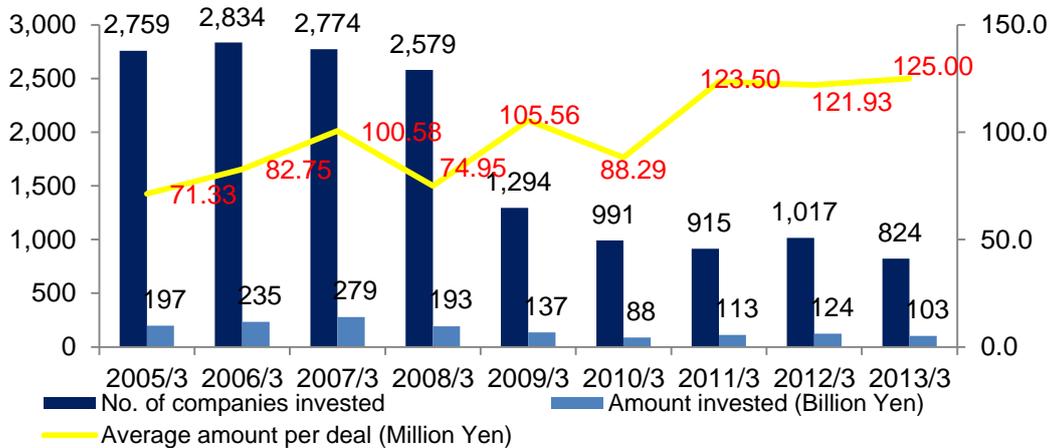
出所：日本ベンチャーエンタープライズセンターのデータを元に著者作成

図表 14 国内 IPO 数推移



出所：東京 IPO 等のデータを元に著者作成

図表 15 国内 VC 投資件数、投資額推移



出所：日本ベンチャーエンタープライズセンターのデータを元に著者作成

こうした背景もあり、近年再び CVC が注目を集める事となった。主に上記コンシューマーインターネット分野での新しいサービス、メディア、ビジネスモデルの獲得を目的に、大手通信キャリア（docomo、KDDI）や TV 局（フジテレビ、TBS）が参入してきたのが今回のトレンドである。また上場済のソーシャルゲーム事業者も続々と CVC を設立し、次世代のサービスの種の発掘を急いでいる。まさに現在は日本の CVC の 2 回目の勃興のタイミングと言える。現在の主要プレイヤーの中には親会社から意思決定において独立し、迅速に投資を行える CVC が増えてきている。一方 CVC 担当は引き続き親会社の人材が担う事が多い。

4. 結論

米国の先行研究のレビューからは、オープンイノベーションが IT 企業の成功において必要不可欠な戦略であるという共通理解の上で、その主たる手段の一つであるコーポレートベンチャーキャピタル事業をいかにして成功に導くのか、そしてその要因を親会社のコミットメント、CVC の独立性に加え、運営チ

ームの組成とインセンティブに見つけようという観点が重要であるという示唆を得ることができる。米国では CVC 担当者には主として外部の投資経験者を採用する事が一般的であり、またその運用は CVC チームに権限委譲されている。更には独立系 VC と同じような成功報酬を提供する事すら検討されている。こうしたプロフェッショナル人材の採用や権限委譲は IT セクターのオープンイノベーション成功にとって必要な要素であると考えられる。しかしながら、それらは従来の日本の大企業のカルチャーや人事制度とは合わないものばかりであり、現在においても導入は然程進んでいない。

かつて日本企業の独特の雇用、報酬形態は継続的で漸進的なイノベーション、特にプロセスにおけるイノベーションを生み、他国の研究対象となった(Quinn and Rivoli, 1993)。ただし変化が激しい根本的イノベーションに対する対応が求められる業界において終身雇用、年功序列、硬直的な給与形態を維持する場合、外部人材の登用をベースに優れたチームを構成し、スピード感と結果責任を伴ったプロフェッショナルリズムを発揮する事は難しいのではないか。世界でも独特の人事制度を持つ日本の大企業が、それが故にコーポレートベンチャーキャピタル事業をこれまで成功に導けなかったとすれば、現在再び勃興期にある CVC 事業者がこれら米国のベストプラクティスを取り入れれば、大きな成果を生み出す事ができると考える。

一方で、日本の独立系 VC の報酬形態は米国程魅力的でないケースが多いと思われ、また未だ大企業に優秀な人材が集まりやすい文化がある。Chesbrough and Tucci(2004)は CVC 担当者と社内の他部門の人材の報酬形態を別のものにする社内に不協和音が湧くとするが、果たして日本ではどのような報酬形態とすべきか、日米間の環境の違いを含めた分析が必要であろう。

長らく経済成長のドライバーとして期待されつつもかつて存在感を十分に出せなかった日本のベンチャー企業が、現在遂に日本のイノベーションのドライバーとして優れたサービスや製品を提供しつつある。こうしたベンチャーのイノベーションを取り込み、オープンイノベーションを成功に導く為にも、米国のベストプラクティスの更なる適用が求められると考える。

ⁱ 各務茂夫「VB 経営虎の巻」日経産業新聞、2011 年 1 月 25 日

ⁱⁱ 日経新聞、2014 年 2 月 15 日

ⁱⁱⁱ 関東ニュービジネス協議会 Connect!(2011 年、2013 年)や経済産業省主催新事業創出カンファレンス(2014 年)等が実施されている。

^{iv} Benson and Ziedonis (2009)は CVC 投資によって得られる情報が M&A のパフォーマンスを向上させるとして CVC 投資の新たな価値側面について発表している。彼らによれば CVC 投資を通じて企業はスタートアップの技術や市場にアクセスし、製品開発をモニターする事で買収のターゲットになるようなスタートアップを発掘し、評価する能力を高める事ができる。CVC 投資は買収企業の内部情報を強化させる効果があるため、前者の R&D 予算に占める CVC 投資の割合が多い程、買収のパフォーマンスが高くなる。一方で CVC の占める割合が 13-15%を超えると M&A のパフォーマンスが上がらない事もわかっており、社

内 R&D は CVC 投資による知識の刈り取り能力を高めるだけでなく、買収によって得られた技術や人材、資産を有効活用する能力にも影響するとしている。また CVC 投資を継続的に続けている企業の方が、不定期に CVC 投資を行う企業より買収のパフォーマンスが高い事も証明している。これは業界で優れた投資家としての評判を構築する事により、より優れたスタートアップや共同投資家との関係を構築できる事によるベネフィットであると考えられる。

^v 一方で情報の非対称性を取り除く事が難しいという CVC の構造的な問題も指摘している。ベンチャー企業は大企業に技術やノウハウを奪われるのを恐れ、CVC の投資検討時に十分な情報を提供しない可能性がある。

^{vi} Maula(2001)の調査によれば、1990 年代の IT セクターの事例では CVC は 31%のケースで社外取締役を派遣し、40%のケースで取締役会オブザーバーを派遣していた。

^{vii} Kortum and Lerner (2013)によれば、ベンチャーキャピタルによるイノベーションは 1982-1992 年の 10 年間の産業革命の 8%を占め、1998 年には米国のイノベーション活動の 14%を占めるまでになったとされている。

^{viii} Bygrave (1998)によれば VC は金融的リスクを分散し、それぞれの知見を持ち寄る為に信頼するパートナーと共に共同投資を行うが、投資対象企業の事業の不確実性が高い程共同投資の比率が高くなるとしている。また一流の VC 程、関係の強く信頼する VC との共同投資を選ぶ傾向が強いとされている環境下で、まだ実績の無い CVC に共同投資を持ちかける場合は十分に注意を払う必要があると考えられる。Lerner (1994)によれば経験豊富なベンチャーキャピタルは 1st round の投資については同程度の経験を持つ VC と行い、later round になると同じか、より未経験な投資家を選ぶとされている。

^{ix} Ernst and Young (2002)の調査でも全世界の CVC の 67%が戦略的目的の為に CVC を運用していると答えている。

参考文献

Ahuja, G. and Lampert, C. (2001) Entrepreneurship in the large corporation, *Strategic Management Journal* 21, 267-294

Alter, M. and Buchsbaum, L. (2000) Corporate Venturing: Goals, compensation and taxes, D. Barry. Ed. "The Corporate Venturing Directory and Yearbook. Asset Alternatives", Wellsley. MA, 25-29

Benson D. and Ziedonis R. H. (2008) Corporate venture capital as a window on new technologies: implications for the performance of corporate investors when acquiring startups, *Organization Science*, Published online in *Articles in Advance*, 6 November 2008 DOI: 10.1287.

Berchicci, Lica (2012) Toward an open R&D system: Internal R&D investment, external knowledge acquisition and innovative performance, *Research Policy* 42(1):117-127

Block, Z. and MacMillan, I. (1993) "Corporate Venturing: Creating New Business within the Firm", Harvard Business School Press: Boston, MA.

Brander, J. A., Amit, R. and Antweiler, W. (2002) Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis, *Journal of Economics and Management Strategy* 11(3): 423-452.

Bygrave, W. (1988) The structure of the investment networks of venture capital firms, *Journal of Business Venturing* 3(2): 137-158

Chesbrough, H. (2000) Designing corporate ventures in the shadow of private venture capital, *California Management Review* 42(3), 31-49

Chesbrough, H. (2002) Making Sense of Corporate Venture Capital, *Harvard Business Review* R0203G: 4-11

Chesbrough, H. and Tucci, C. (2002) Corporate venture capital in the context of corporate innovation, Paper presented at the 2003 Academy of Management

Chesbrough, Henry (2003) "Open innovation: the new imperative for creating and profiting from technology", Harvard Business School Press

Dushnitsky, Gary and Lenox, Michael J. (2005) When do firms undertake R&D by investing in new ventures?, *Strategic Management Journal* 26(10):947-965

Dushnitsky, Gary and Lenox, Michael J. (2005) When does corporate venture capital create firm value?, *Journal of Business Venturing* 21(6):753-772

Dushnitsky, Gary and Lenox, Michael J. (2005) When do incumbents learn from entrepreneurial ventures?: Corporate venture capital and investing firm innovation rate, *Research Policy* 34(5): 615-639

Dushnitsky, Gary and Shaver, J. Myles (2007) Limitation to interorganizational knowledge acquisition: The paradox of corporate venture capital, *Strategic Management Journal* 30(10): 1045-1064

Dushnitsky, Gary and Shapira, Zur (2010) Entrepreneurial Finance meets organizational reality: Comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalist, *Strategic Management Journal* 31(9): 990-1017

Dushnitsky, Gary (2011) Riding the next wave of corporate venture capital, *Business Strategy Review* 22(3): 44-49

Eisenhardt, K. M. and Brown, S. L. (1997) The art of continuous change: Linking complexity theory and time-paced evolution in relentlessly shifting organizations, *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 1-34.

Ernst, Holger, Witt, Peter and Brachtendorf, German (2005) Corporate venture capital as a strategy for external innovation: an exploratory empirical study, *R&D Management* 35(3): 233-242

Ernst & Young (2002) Corporate Venture Capital Report, Ernst & Young Venture Capital Advisory Board.
[http://www.ey.com/global/download.nsf/Canada/VCAG_Venture_Capital_Report_2002/\\$file/VentureCapitalReport2.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Canada/VCAG_Venture_Capital_Report_2002/$file/VentureCapitalReport2.pdf)

Fulghieri, Paolo and Sevilir, Merih (2009) Organization and Financing of Innovation, and the Choice between Corporate and Independent Venture Capital, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(6) 1291-1321

Ginsberg, A., Hassan, I. and Tucci, C. (2002) Unpacking agency effects of corporate venture investing: do equity markets value information or discipline?, Working paper, NYU Stern School of Business, Berkeley Center for Entrepreneurial Studies.

Gompers P. (2002) Corporations and the financing of innovation: the corporate venturing experience, *Economic Review* 87(4): 1-17

Gompers, P. and Lerner, J. (1998) The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives and Complementarities, NBER, #6725: Cambridge, MA.

Gompers P. and Lerner J. (2001) "The money of invention", Harvard Business School Press

Gompers P. and Lerner J. (1999) "The venture capital cycle", The MIT Press

Henderson, R. (1993) Underinvestment and incompetence as responses to radical innovation: evidence from the photolithographic alignment equipment industry, *The Rand Journal of Economics* 24 (2), 248-271

Knowledge@Wharton (2005) “How Corporate Venture Capital Investing Increases Innovation”

Knowledge@Wharton (2008) “Want to Crank Up Corporate Venture Capital Performance? Consider Matching Independent VC Pay Packages”

Kortum, S. and Lerner, J. (2000) Assessing the contribution of venture capital to innovation?, *The Rand Journal of Economics* 31(4), 674-692

Lerner J. (1994) The syndication of venture capital investments, *Financial Management* 23:16-27

Lichtenthaler, Ulrich and Lichtenthaler, Eckhard (2009) A Capability-Based Framework for Open Innovation: Complementing Absorptive Capacity, *Journal of Management Studies* 46(8):1315-1338

Lichtenthaler, Ulrich (2011) Open Innovation: Past Research, Current Debates, and Future Directions, *Academy of Management Perspective* 25(1):75-93

Maula, M. (2001) Corporate venture capital and the value-added for technology-based new firms, Doctoral dissertation, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology

Maula, M. V. J., Keil, T. and Zahra, S. A. (2003) Corporate Venture capital and recognition of technological discontinuities, Working paper, University of Minnesota, Minneapolis

McCahery, Joseph, Vermeulen, Erik and Banks, Andrew (2012) Corporate Venture Capital: From Venturing to Partnering, *The Oxford Handbook of Venture Capital*: 211-245

Quinn D. P. and Rivoli, P. (1993) The effects of American and Japanese-style employment and compensation practices on innovation, *Organization Science* 2:323-341

Schildt H. A, Maula M. V. J. and Keli, T. (2005) Explorative and exploitative learning from external corporate ventures, *Entrepreneurship Theory & Practice* 29(4): 493-515

Siegel. R., Siegel, E., and MacMillan, I. (1988) Corporate venture capitalists: autonomy, obstacles and performance, *Journal of Business Venturing* 3: 233-247

Teece, D. J., Pisano, G. and Shuen, A. (1997) Dynamic capabilities and strategic management, *Strategic Management J.* 18(7): 509-533

Timmons J. A. (1994) "New Venture Creation (4th edn)", Richard D Irwin

Winters T. E. and Murfin, D. L. (1988) Venture capital investing for corporate development objectives, *Journal of Business Venturing* 3: 207-222

Yost, M. and Devlin, K. (1993) The state of corporate venturing, *Venture Capital J.* 37-40