

オープン・イノベーションに役立つ コーポレート・ベンチャーキャピタルの活用法

富田 賢 CVC JAPAN (株) 代表取締役社長



《PROFILE》

略歴：

慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科・後期博士課程修了，博士号（Ph.D.）取得。
京都大学大学院経済学研究科修了，経済学修士。慶應義塾大学総合政策学部卒業。
2008年から12年間で，約200社の新規事業，アライアンス，営業支援などのコンサルティングを実施。
2017年～，東証一部上場企業のCVCファンドを受託運用。
米国，星国，豪州，日本のスタートアップに投資。
著書に、『新規事業のためのCVC活用の教科書』，『新規事業立ち上げの教科書』，『IoT時代のアライアンス戦略』など。
2017年度～2019年度，立教大学大学院ビジネスデザイン研究科（MBA）・教授（特任）。
元・UCサンディエゴ・客員研究員。

1 はじめに

本稿では，コーポレート・ベンチャーキャピタルとは何かを解説し，オープン・イノベーションの推進に，どのように活用していくかを紹介する。

まず，通常のベンチャーキャピタルとコーポレート・ベンチャーキャピタルの違いや，CVCファンドの設立形態・設立までのステップについて解説する。

そして，その後，投資先ベンチャー企業との協業のパターンや，CVC投資からのオープン・イノベーション案件の取り扱いの注意点などについて，述べる。

クローズド・イノベーション（自前主義）ではなく，オープン・イノベーション（外部からの新技術を導入して，社内の既存技術と組み合わせるなどして新しい製品開発をする）の促進がテーマである。

本稿の全体として，富田（2020）を参考にしている。

2 コーポレート・ベンチャーキャピタルとは何か

通常のベンチャーキャピタルは，資金をファンドの形で複数の投資家から集め，未公開企業（スタートアップ企業と呼ぶことも多く，本稿ではベンチャー企業と同義として扱う）を発掘・投資し，育成して，投資先が株式上場（IPO，Initial Public Offerings）するか第三者に売却（M & A）された際に，売却し，キャピタルゲイン（株価値上がり益）を獲得し，投資家に利益を分配する。

つまり，フィナンシャルなりターンを求める金融商品と言える。

一方，コーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）は，メーカーなどの事業会社が行うベンチャーキャピタル投資のことである。目的は，フィナンシャルなりターンではなく，事業シナジーや新規事業のシーズとなる新技術やビジネスモデル等の獲得といったストラテジックなりターンとなる。ここが大きな違いである。

表1 一般のVCとCVCの比較

	一般のVC	CVC
出資者	様々な投資家	事業会社
目指す目的	資金的なりターン	事業シナジーや新規事業シーズの獲得など、戦略的なりターン

詳しくは，米倉・清水（2015）に解説を譲るが，オープン・イノベーションには，外部の技術を取り込むパターンと，内部の技術を提供するパターンがあるが，CVCは，前者のパターンとなる。そして，星野（2015）では，エージェント活用探索型及び仲介業者のことが紹介されているが，後述する外部VCと組んだ形のCVCは，外部の新技術等を探索する“エージェント”の役割を果たす。

3 CVC ファンドの設立形態と設立ステップ

3.1 CVC 運営の 4 つの形態

事業会社がコーポレート・ベンチャーキャピタルを運営するにあたっては、主に 4 つのパターンがある。

(1) 本体勘定から直接投資する

これは、CVC ファンドや子会社 VC を設立せず、本体から直接投資するパターンである。

この形は、意思決定に時間がかかったり、VC 投資ノウハウを自社ですべて持たなければならなかったりなどの課題やハードルがある。

(2) 子会社のベンチャーキャピタルを設立する

これは、100%子会社として、自社のベンチャーキャピタル会社を作ってしまうパターンである。ベンチャー投資担当者を採用したり、養成したりすることが必要なだけでなく、ファンドのように期限がないため、ガバナンスが効きにくいという課題がある。

(3) 外部のベンチャーキャピタルとともに二人組合を設立する

これは、外部のベンチャーキャピタルとともに、民法上の任意組合または投資事業有限責任組合を、2社で設立し（2社だけで設立するファンドのことを「二人組合（ににんくみあい）」と呼ぶ）、共同で、専用のファンドを運営していく形である。このパターンは、ファンドの投資委員会で意思決定ができるように、権限移譲することができたり、ファンドがあることのアナウンスメント効果があったり、様々なメリットがある。詳しくは、第 4 項で解説する。

(4) 外部ベンチャーキャピタルのファンドに他の投資家とともに LP 出資する

これは、ベンチャーキャピタルが組成するベンチャーファンドに、他の複数の投資家とともに、LP(リミティッド・パートナー)として、投資するパターンである。この形の場合、自社の関心のない分野に投資されてしまったり、投資された有望案件の取り合いになったりという課題がある。

3.2 「CVC4.0」の時代

筆者は、上記のように、外部ベンチャーキャピタルとともに自社専用の CVC ファンドを設立する形態が最も適切なパターンだと考えているが、昨今、この形態が、「CVC4.0」と呼ばれている。ウッツァマン(2019)によれば、次のような時系列の流れがある。

「CVC1.0」は、1980年代から始まった様々な企業が、外部の VC のファンドに投資して、自社とシナジーが出そうなスタートアップとの提携を模索した動きである。しかし、VC は、シナジーより財務的なりターンを重視するため投資戦略にギャップが出た。また、複数の投資家が存在するため、投資後の協業がうまくいかなかった。前述の(4)のパターンである。

2000年代にはいると、事業会社の子会社として、ファンドを作り、自社の社員をファンドマネージャーにする「CVC2.0」が出てきた。事業会社の意思決定を反映できるようになったが、ファンドマネージャーがスタートアップ投資のプロではないため、投資先の支援が十分できないという課題が出てきた。前述の(2)のパターンである。

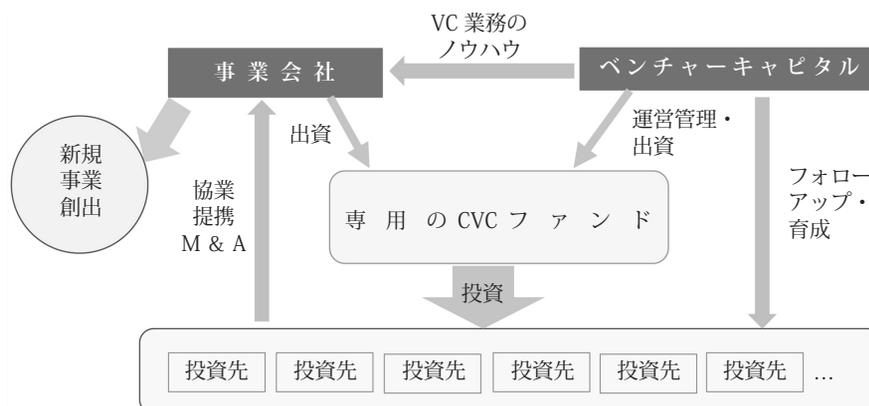


図1 外部 VC との共同の二人組合

次の「CVC3.0」では、ファンドは子会社として社内
で運用し、ファンドマネージャーは外部から専門家を雇
うというモデルとなった。ファンド運営は改善したもの
の、事業会社の色が強すぎ、スタートアップ側が技術や
アイデアを盗まれることを警戒し、うまく提携につな
がらないという課題が生まれた。これも、前述の(2)
のパターンの応用である。

そのような中で、事業会社が組成したファンドを外
部VCが運用する、すなわち、事業会社と外部VCで、
共同で二人組合を設立し運用する「CVC4.0」が生まれ
た。これが、上記の(3)のパターンである。これによ
り、事業会社の色が薄くなり(最も濃いのが、前述では、
(1)のパターン)、様々なスタートアップとビジネスの
チャンスを探れるようになった。特に、専用ファンドの
ため、複数の投資家が存在しないので、事業会社の希望
を反映した戦略的投資が可能になった。

3.3 CVC ファンド設立までのステップ

CVC ファンドを立ち上げるまでのステップを、簡略
に示すと、次のようになる。

- ① 何のためにCVCを立ち上げるのかの目標の明確化
- ② どのような形態で設立するか の制度設計
- ③ どのような投資対象(ターゲット)に投資するかの
検討
- ④ ファンドのフィーなどの条件設定や意思決定の仕
組み設計
- ⑤ 社内の合意形成や意思決定に向けたスケジューリ
ング
- ⑥ ファンド設立のための予算確保・執行
- ⑦ CVC ファンドの設立・運用スタート

以上のような流れで、CVC ファンドを設立すること
となる。とりわけ、研究開発部門がオープン・イノベ
ーションのために、CVC ファンドを設立する場合には、
①において、どのような領域、すなわち、既存の社内
でのR&Dとの距離感がどの程度分野に投資するかを
よく議論・検討して、決めていくことが大切となる。

4 CVC ファンドを有することのメリット

CVC ファンドを設立・運営することのメリットとし
ては、次のようなことがある。

4.1 有望なベンチャー企業と付き合えるようになる

投資をすることで、関係作りができるということがま
ずは大きなメリットである。有望なベンチャー企業は、
昨今、投資をしてくれない大企業となかなか面談など
をしてくれなくなってきた。他方、ベンチャー企業
は、一般的には、資金が不足していることが多いため、
投資をすることは歓迎される。出資によって、技術開発
面等での連携へのきっかけを作るとともに、投資先企業
としてグリップしていけるようになる。

4.2 ベンチャー企業の情報が集まるようになる

CVC ファンドを設立することによって、ベンチャー企
業に投資するというメッセージを出すことができるよう
になる。すなわち、アナウンスメント効果がある。事業
会社の場合、会社名に、キャピタルやインベストメント
といった名称が入っていないため、投資する意向がある
ことのメッセージが、ファンドを作らないと世の中に伝
わらないということがある。そして、まとまった投資資
金があるところには、投資案件の情報が集まると言える。

4.3 権限移譲による意思決定の迅速化

日本の大手企業の場合、ベンチャー企業への投資を
行って、オープン・イノベーション戦略を実行する場
合、最大の課題となるのは、社内稟議などにより、時間
がかかりすぎ、機動性が損なわれるということである。
大手企業の経営会議などで、相対的に規模が小さいベン
チャー投資案件のことを検討しては、組織としてコス
トがかかりすぎるということもある。ファンドを設立
し、ベンチャー投資案件のことは、ファンドの投資委員
会に権限移譲することによって、意思決定を迅速化する
ことが可能となる。

4.4 IR効果がある(株価の向上)

会社全体として、利益を内部留保として、貯めている
だけでなく、新しいビジネス・チャンスを獲得するた
めに、外部に投資している企業のほうが、株式市場(投資家)
からの評価が上がる。CVC ファンドを設立し、CVC 投
資を行うことをプレスリリースしただけで、株価が上昇

し、PBR(株価純資産倍率)が向上した企業の事例もある。CVC ファンドの設立は、株価対策にもなるのである。

5 CVC 投資による新規事業開拓の進め方

5.1 投資先ベンチャーとの協業の模索

CVC 投資では、投資しただけでは意味がなく、投資後、いかに、投資先ベンチャー企業と協業するかが、ポイントとなる。

(1) 共同研究

自社にとって新しい技術を有するベンチャー企業に投資した場合は、その技術の PoC (Proof of Concept, 概念実証) を共同で行っていくこととなる。出資の形で、資金提供するだけにとどまらず、必要に応じて、委託開発費を出すことも検討・実行することとなる。

なお、技術面での連携としては、自社が行っている製品開発・研究開発に欠けている技術領域を補完する補完型と、本来、自社内で行うべき研究開発の PDCA を代替してもらう代替型の 2 通りがある。これらについての代表事例のオムロンの事例については、KPMG FAS (2018) を参照されたい。

(2) 優先的に開発をしてもらう

(1) とも関係するが、投資することによって、自社が求めている製品開発を、優先して請け負って、実行してもらうということも、協業の一つである。

とりわけ、AI (人工知能) ベンチャーは、現在、繁忙にしている先が多く、協業による新しい製品・サービスの開発をしようとしても、なかなか競争が多く、進まないこともある。そういう時こそ、CVC 投資で、資金提供することで、関係構築をして、優先的にこちら側の希望するものを開発してもらうことは妙味がある。

(3) 日本等での独占販売権の獲得

投資先ベンチャーが海外企業である場合、日本での総販売代理店、つまり、ディストリビューターとなることは、重要な戦略の一つである。特に、排他的・独占的な日本での販売権・事業展開権を得られれば、成功しやすい新規事業にできる可能性がある。

筆者は、米国カリフォルニアやシンガポール、オーストラリアでの投資活動をしているが、いずれの国のベンチャー企業も、総じて、日本市場を引き続き、魅力あるマーケットとして見ている。日本での販売代理店のポジ

ショニングを取ることを想定した投資は、忘れてはならない海外投資における視点である。

5.2 投資先ベンチャーの EXIT 戦略

CVC 投資の EXIT (投資の出口) について、触れておくこととする。主に、次に記すようなパターンのいずれかを、EXIT ストラテジーとして、目指して、投資候補の探索、審査、投資後のフォローを行っていくこととなる。

- ① ファンドの期限が来た後も、ファンドの持ち分を本体で買い取って、関係性を維持する。(独立したまま成長してもらう。)
- ② ファンドの期限が来た頃に、経営陣や他の投資家の持ち分も含め、本体で 100% 買収する。(自社に内部化してしまう。)
- ③ 第三者に売却するか、経営者に買い取ってもらい、投資を手じまう。
- ④ 株式上場 (IPO) する案件の場合は、上場後、市場で売却する。(一部、本体で保有し続けることもありうる。)

なお、未公開株式は、流動性がないため、「リビング・デッド」(倒産もしないが、IPO も M & A にもならない案件のこと) となってしまうことが、大きな課題の一つであることに留意しておきたい。

5.3 オープン・イノベーション推進の留意点

CVC 投資によるオープン・イノベーションの推進にあたっての留意点について、いくつか述べておきたい。

(1) “他人の皮膚を移植するようなもの”

オープン・イノベーションによって、外部の技術を社内に取り込むことは、形成外科で言えば、“他人の皮膚を自分に移植するようなもの” と言えよう。それは、それほど簡単なことではない。

たとえば、新技術を外部から取り込んで、事業化しようとする際、社内での予算配分において、既存の社内で開発されて軌道に乗ってきている案件と比較して、まだ何年か赤字が続く見通しなどとなる外部からの新技術の案件は、やはり、劣後して取り扱われてしまうことがある。

つまり、オープン・イノベーションで、外部から新技術を獲得しようとしても、結局、社内の理解が得られなかったり、抵抗にあたりして、実っていかないのである。

また、“ケミカル”の問題も発生することもある。NIH 症候群（Not Invented Here で、自社内で開発されたもの以外を受け付けないシンドロームのこと）のある会社においては、外部から入ってきたものに対して、相性として、合わないと感じてしまって、協力的になってくれない、結局、誰も推進をしないという状況に陥るケースもある。

このように、外部からの新技術の導入には、障害が多いことをまず、覚悟することが必要であろう。

(2) 社内のファシリテーター、サポート役が大切

上述のような課題が発生しがちなオープン・イノベーションにおいては、社内にコーディネートをするファシリテーターの存在が必要となる。それも、できれば、出来るだけ、上層部の経営層に、サポート役となってくれる方がいるかどうかが大切になってくる。

そのようなファシリテーター、サポート役がいるかどうかで、せっかく、投資案件を発掘して、投資をしても、技術を社内に取り込むことに成功するかどうか、その果実を得られるかどうか、まったく異なった結果となってくる。

さらには、オープン・イノベーションを担う方が、理工系バックグラウンドの研究者タイプの場合には、苦手なこと、たとえば、会計や法律などがあれば、それら苦手なことを補う人材を、オープン・イノベーションのチームに投入することも必要となる。

(3) 曖昧すぎる形で投資せず、提携等のストーリーを明確にして、投資する

CVC 投資は、買収に比べて、曖昧な投資ストーリーで投資せざるを得ない面がある。すなわち、まだアーリー・ステージの段階で、なんらかの協業ができそうだという予想・目論見がある段階で投資し、投資してから、さらに吟味していくという形にならざるを得ない。しかし、そのような曖昧な段階で投資するとしても、投資段階で、どのように提携・協業するのか、追加で資金や人員などのリソースをどのくらい投入するのか、最終的なEXITをどうするのかといったことを、出来る限り、明確にすることが大切である。

それがあやふや過ぎる状態で、投資してしまった場合、投資後にフォローアップをどのようにすればよいかわからなくなるだけでなく、場合によっては、投資先ベンチャーを中途半端な状態としてしまい、衰退させてしまうことにもなりかねない。

CVC 投資にあたっては、なんとなく、おもしろそうだという曖昧な感覚で投資判断せず、出来る限り、明確な提携・協業、そして、EXIT のストーリーを描いて、それが可能な案件にのみ投資する意識が大切であろう。

6 おわりに

以上のように、コーポレート・ベンチャーキャピタルとは何か、その設立形態やメリット、投資後の投資先ベンチャーとの協業、オープン・イノベーションにおける留意点について述べてきた。

2020 年 4 月 28 日の日経新聞の報道によれば、2020 年は前年に対して投資額を減らすとのアンケートに回答した大企業が 9 割に上っている。

本体勘定から CVC 投資をしている企業の場合、新型コロナウイルスの本業への悪影響によって、CVC 投資を減額しなければならない事情はわかるが、CVC ファンドを組成している場合には、景気後退及び株価下落となっている時期は、安い価格で投資ができるチャンスでもある。ベンチャーキャピタルの投資は、上下の波が必ずくるものであり、それがゆえに、恒常的に、安定して、投資活動を続けていくことが何より必要である。

日本における CVC 投資によるオープン・イノベーションの活動の推進は、まだまだ道半ばである。新型コロナウイルスの影響は、多少はあるであろうが、今後とも、引き続き、オープン・イノベーションの促進に向けて、CVC 投資が活発に行われていくことが期待される。

参考文献

- 1) アニス・ウッツァマン, 経済界, 2019 年 10 月号, (2019 年), 96-97 ページ
- 2) KPMG FAS, 実践 CVC ~戦略策定から設立・投資評価まで, 中央経済社, (2018), 160 ページ
- 3) 富田賢, 新規事業のための CVC 活用の教科書 ~オープン・イノベーションの実践ツール, 総合法令出版 (2020 年)
- 4) 星野達也, オープン・イノベーションの教科書 ~社外の技術でビジネスを作る実践ステップ, ダイアモンド社, (2015), 54 ページ及び 95 ページ
- 5) 米倉誠一郎・清水洋, オープン・イノベーションのマネジメント ~高い経営成果を生む仕組み作り, 有斐閣, (2015), 4~6 ページ及び 89 ページ