

# 基礎研 レター

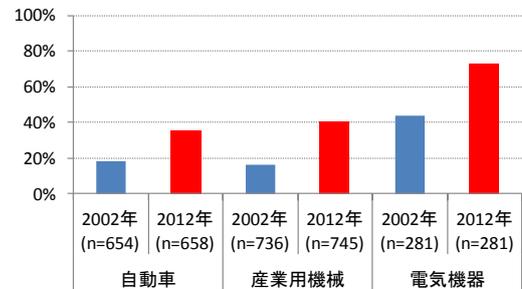
## 大企業のコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC) ～大企業によるオープンイノベーション～

総合政策研究部 主任研究員 中村 洋介  
(03)3512-1864 y-nakamura@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

昨今、「オープンイノベーション」の必要性が強調されている。自社内の技術やビジネスアイデアだけでなく、大学やベンチャー等外部の力を取り入れてイノベーションを起こすことが期待されている。自前主義で強みを築いてきた日本企業も、製品ライフサイクルの短期化(図表1)、消費者の好みの多様化、技術発展による業種の壁を越えた競争等への対応に迫られており、多くの大企業がオープンイノベーションに取り組み始めている。その1つの策が、「コーポレート・ベンチャー・キャピタル(以下、CVC)」だ。

(図表1)製品寿命が3年以下の製品割合



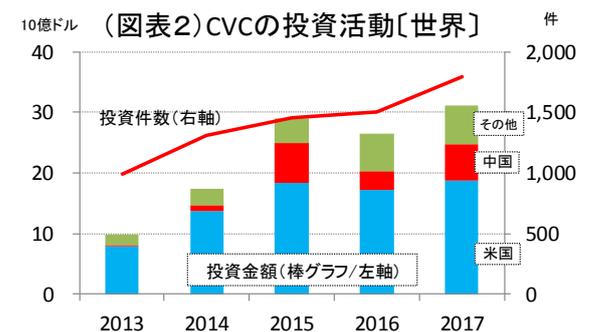
(資料) 経済産業省「通商白書2017」よりニッセイ基礎研究所作成

### 2—増加するコーポレート・ベンチャー・キャピタル

CVC は、事業会社が自己資金によるファンド組成等を通じてベンチャーに投資を行う活動組織を指す。自社の事業に対して、シナジー効果が期待される技術やビジネスモデルを持つベンチャーを発掘し、投資する。世界的にこのCVCの投資が増加傾向にある(図表2)。Google、Intel、セールスフォース・ドットコム、クアルコムといった米国勢だけでなく、サムスンやレノボといったアジア勢のCVCも積極的に投資活動を行っている。

2017年の投資金額は、米国が約2兆円、中国が6,600億円(いずれも、1ドル=110円で計算)。CVCも含めた、日本のベンチャーキャピタル(以下、VC)全体の国内投資額が2,000億円にも満たないことを考えると、米中との差は圧倒的だ。

日本企業も、2000年前後に大手電機メーカーでCVCに取り組む事例も見られたが、本格的な潮流とはならなかった。その後、スマホやソーシャル・ネットワークが登場し盛り上がりつつあった2000年代後半、ネット系



(資料) CB Insights The 2017 Global CVC Report よりニッセイ基礎研究所作成

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

企業や大手通信等がVC子会社を設立し、投資活動を展開。そして近年は、先端技術やオープンイノベーションに関心が集まり、ベンチャーへの注目度が大きく上昇。アベノミクスによる、景況感の改善や新興株式市場の活況も相まって、2012年、2013年頃から多くの大手企業がCVCを設立し、その流れが続いている(図表3)。ネット系企業に限らず、放送、メーカー、不動産、鉄道など幅広い業種にその動きは広がっている。一昔前のVC業界は、独立系・金融系の大手VCが中心だったが、こうしたCVCの登場によって多様性と厚みを増してきている。他のVCと組んでCVCを運営するケースもあれば、外部人材の採用や新規事業開発担当人材の登用を通じて自前で取組むケースもあるようだ。

事例としてよく取り上げられるのが、KDDI Open Innovation Fund<sup>1</sup>。VCのグローバル・ブレイン(東京都)と組んで、2012年以降、合計3本、総額300億円のファンドを運用している。2018年4月に立ち上げた最新ファンドでは、AI、IoT、ビッグデータ、ヘルスケア、ロボティクス等、5Gの時代を見据えた分野・領域を主な投資対象としている。日本だけでなく海外の企業も対象だ。これまでの投資先には、レアジョブ(オンライン英会話)、アイリッジ(O2O<sup>2</sup>ソリューション)のようにIPOした企業や、Origami(スマホ決済)のように経済産業省のベンチャー支援プログラム「J-Startup」<sup>3</sup>の「特待生」企業として選定された企業もある。nanapi(生活情報サイト)のように、KDDIが買収して傘下に置く先も出た。KDDIはCVC以外にも、2011年からKDDI∞Labo(ムゲンラボ)<sup>4</sup>という起業・ベンチャー支援プログラムにも取組んでいる。また、古くは2006年に上場前のグリー(SNS、ゲーム)に出資、直近では2017年8月にソラコム(IoTプラットフォーム)を買収して話題になったように、KDDI本体によるベンチャー企業への出資・買収にも前向きだ。起業・ベンチャー支援プログラム、CVC、事業会社本体での出資・買収と、様々なラインアップでベンチャー企業へのアクセスを展開しており、起業家やベンチャーキャピタリストの間では、「ベンチャーとの連携に積極的な企業」というプレゼンスが確立され、良質の情報やシーズ、経営者が集まるようになってきていると思われる。

他のCVCの投資事例にも触れてみたい。アシックス・ベンチャーズは、東北大発ベンチャーで「導電性繊維」の開発を手掛けるエーアイシルクに投資。素肌から生体情報を取得できるスポーツウェア、「スマート衣料」の開発を目指しているようだ。JR西日本イノベーションズは、手荷物預かりシェアリングサービスを行うechoに投資。同社は、「荷物を預けたい人」と「荷物を預かるスペース」を持つ店舗をつなぐサービスを展開するベンチャー。西日本旅客鉄道は同社と業務提携し、手荷物預かり所やコインロッカーの不足緩和等に繋げることを目指している。こうして、各社が投資候補先を探索し、イノベーションに繋げていくことを模索している状況だ。

(図表3)2012年以降に設立されたCVCの一例

企業名	設立したCVC (ベンチャーキャピタル子会社やファンド)
KDDI	KDDI Open Innovation Fund
ヤフー	YJキャピタル
フジテレビ	フジ・スタートアップ・ベンチャーズ
TBS	TBSイノベーション・パートナーズ
楽天	Rakuten Ventures
オムロン	オムロンベンチャーズ
富士通	富士通コーポレートベンチャーファンド
電通	電通ベンチャーズ
クレディセゾン	セゾン・ベンチャーズ
三井不動産	3I VENTURES
三越伊勢丹ホールディングス	三越伊勢丹イノベーションズ
ソニー	Sony Innovation Fund
アシックス	アシックス・ベンチャーズ
西日本旅客鉄道	JR西日本イノベーションズ
資生堂	資生堂ベンチャーパートナーズ
パナソニック	パナソニックベンチャーズ
朝日新聞社	朝日メディアラボベンチャーズ
東日本旅客鉄道	JR東日本スタートアップ

(資料) 経済産業省「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き(第二版)」及び各社ホームページからニッセイ基礎研究所作成

<sup>1</sup> KDDI ウェブサイト、KDDI Open Innovation Fund <http://www.kddi.com/ventures/koif/>

<sup>2</sup> Online to Offline の略。ネット上(オンライン)から実店舗等(オフライン)へ消費者の行動を誘導する施策のこと。

<sup>3</sup> 経済産業省 J-Startup ウェブサイト <https://www.j-startup.go.jp/>

<sup>4</sup> KDDI ウェブサイト、KDDI∞Lab <http://www.kddi.com/ventures/mugenlabo/>

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

### 3—コーポレート・ベンチャー・キャピタルに求められるもの

多くの大企業が取組み始めた CVC、今後も設立や投資は増えそうだ。成長戦略で重要視されているベンチャー創出・育成を進めていく意味でも、CVC のベンチャー投資・支援が一層活発化されていくことが期待されている。とは言え、ベンチャー投資は簡単に実績が出るわけではない。CVC を展開する上で、どのようなことが求められるのだろうか。改めて考えてみたい。

#### 1 | 目利き力、経営支援力

より大きな投資の果実を得るために、経営者やベンチャー企業を選別する「目利き力」、そしてその経営者や企業の成長を支える「経営支援力」が必要だ。

CVC は、ストラテジック・リターン(経営上のシナジー効果)と、ファイナンシャル・リターン(IPO や M&A 等を通じた投資収益)の両方を視野に入れなければならない。例えば、米国インテルの CVC であるインテルキャピタルは、1991 年の設立以来、世界各国 1,500 社以上、120 億ドル以上の投資を実行しており、600 社以上の投資先で IPO や M&A による投資回収を果たしている<sup>5</sup>。今までの投資先は、ブロードコム、レッドハット、ヴィエムウェアやエルピーダメモリにまで及ぶ。投資先が大きく成長することによって、インテルの製品の用途や販売先、言うなれば「インテル経済圏」が拡大することにも繋がっている。なお、どちらのリターン獲得にどれぐらい重きを置くのかについては、各 CVC によって異なろう。

ストラテジック・リターンを得るために、新規事業開発を担当していた人材や、イノベーションを必要としている領域に精通した人材を CVC に配置する会社もあるだろう。もし、起業間もないステージ(シード、アーリーステージ)のベンチャーも対象にするなら、その技術やビジネスモデルはまだまだ荒削りの状態であり、より目利きが難しくなる。CVC に専門領域の分かるスペシャリストを配置するだけでなく、CVC と大企業本体のスペシャリストとの連携を強化する等、最新技術やビジネスモデル、及び経営上のシナジー効果をしっかりと評価出来る体制作りが求められる。

ファイナンシャル・リターンも重要だ。投資が何倍にもなって返ってくれば、それを原資として新しいファンド設立する等、投資を拡大・継続していくことが出来る。逆に、投資採算度外視で赤字続きとなれば、グループ内で投資事業の継続性に疑問符が出ることもあろう。一般的な VC は、ファイナンシャル・リターンを求めて投資をしているので、共同投資・支援を期待するのであればファイナンシャル・リターンの視点も外せない。投資候補先や他の VC から、不利な条件(割高な株価等)でも投資してくれる「お得意様」として扱われるリスクもあるので、ファイナンシャル・リターンのための目利きも必要だ。

どちらのリターンを求めるにしろ、経営者、経営チームを目利きする力も重要だ。実績あるベンチャーキャピタリストは、シード・アーリーステージになればなるほど、経営者、経営チームの評価を重視する。どんなに良い技術やアイデアを持っていても、ベンチャーは事業を進める中で多くの困難にぶつかる。その困難を乗り越えるには、経営者、経営チームの力によるところも大きいのだ。

そして、ベンチャー投資は「投資して終わり」ではなく、その後の経営支援が成長を左右する。経営上のシナジーを得るには、ベンチャーが一定成長することが必要であり、粘り強く支援をしていく必要がある。もし、資金面だけでなく、経営上のアドバイスや営業支援、研究・開発設備やオフィススペースの提供等、大企業

<sup>5</sup> インテルキャピタルウェブサイトより <http://www.intelcapital.com/asset/docs/Intel-Capital-Factsheet.pdf>

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

のリソースを活用出来るのであれば、ヒト・モノ・カネが足りないベンチャーにとっては魅力的だ。ベンチャー投資に注目が集まり、有望な投資先の獲得競争が激しくなる中、他の投資家と差別化された経営支援力は有力投資先の発掘・獲得にも大きく貢献するだろう。

経済産業省がまとめた「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き」の中で、ベンチャー連携に適した人材の特徴が示されている(図表4)。このような特徴と目利きや経営支援の能力を兼ね備えた人材が社内にいるとは限らない。社内人材を育成していくとともに、必要に応じて外部の力も取り入れていく必要がある。投資運用をVCに委託する方法もある。ベンチャーキャピタリスト等、実績・経験のある外部人材を採用し活用するのであれば、成功報酬のように一層のインセンティブが働く報酬・評価体系の検討も必要だ。

(図表4)ベンチャー連携に適した人材の特徴

マインドセット	熱意があり、自走できる (⇔やらされ感があり、受身) ベンチャー企業に対して経緯を持って接する。 (⇔上から目線で接する)	全員が充足しているべき、必須の条件
スキルセット	社内ネットワークが豊富 ベンチャーコミュニティにネットワークがある 事業開発やベンチャー投資の経験がある	これら全てをハイレベルに兼ね備えた人材は通常いない。外部も含めた人材の組み合わせで充足させる

(資料)経済産業省「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き(第二版)」

CVCを別会社(子会社)として設立すれば、大企業の本体以上に、柔軟に報酬・評価体系を設計することも可能になる。また、ベンチャーの特徴を良く知る外部人材が、ベンチャーの特徴も良く知らないままに大企業の論理を押し通す上司・同僚と、大企業にも強気で接してくる引く手あまたの有望ベンチャーの間に挟まれて、その実力や経験をうまく発揮出来ずに「飼い殺し」になってしまうようなことは避けねばならない。外部人材と内部人材をうまく融合させ、機能発揮させていく必要がある。

## 2 | 社内・外のネットワーク

優れた投資家、優れた経営者の周りには、良い情報、優れた人が集まる。ベンチャーとの連携や投資を考える上で、いかに良い情報の集まるコミュニティとネットワークを築けるかが重要だ。投資候補先のベンチャー企業ばかりを探すのではなく、VCやエンジェル投資家、有望な経営者、事業会社の新規事業開発担当者、大学の産学連携担当者等とのネットワーク構築にも注力する必要がある。投資候補先の発掘、営業支援、ビジネスマッチング、資金調達先探し、EXITに向けた売却先探しと、あらゆる面でネットワークが役に立つ。

とは言え、そうした社外ネットワークがすぐに構築できるわけではなく、地道な取り組みが必要だ。他のVCとの共同投資等、様々な”Give and Take”を繰り返す中で、人脈と信用が作られていく。注目のベンチャーのファイナンスに絡めば、業界内のプレゼンスも向上する。他のプレイヤーから「大手事業会社ならではの知見・リソースが、一緒に組む上で役に立つ」、「ベンチャーのことをよく理解していて、支援に熱心だ。」といった認知を獲て、Win-Winの関係を築けるようになることが重要だ。そうすれば、良い情報、良い案件が集まるようになってくる。大企業の名を振りかざしても、全くなびかない起業家や関係者も多いことには留意したい。

社内のネットワーク作りも重要だ。CVCでアンテナを張って良いシーズを見つけても、大企業の中でそれをうまくキャッチする人がいなければ花開かない。ベンチャー企業とその支援をするVCが、売り込みのために大企業に接触するも、「ライトパーソン」に辿り着けずに苦勞することも多い。同じようなことが自社内、グループ内でも十分に起こりえる。大企業になればなるほど、事業領域も幅広く組織も大きくなる。見つけたシーズや情報をどこに繋げば良いのか、新事業に繋げていくには誰を巻き込めば良いのか、社内にどんなニーズがあるのか等をCVCが常に把握し、ライトパーソンとのネットワークを構築する必要がある。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

### 3 | 目的と目指す成果の明確化と、その共有化

オープンイノベーション白書では、日本のオープンイノベーションの課題として、目的や目指す成果があいまいであることを指摘している(図表5)。CVC も、あくまでオープンイノベーションの1つの手段に過ぎない。どのような目的、成果を達成するのかをしっかりと見定める必要がある。目的、目指す成果によって、「どの分野・領域を投資対象とするのか」、「リスクをとって起業間もないステージも対象とするのか」といった投資方針・戦略も変わってくる。目的や目指す成果があいまいなまま投資を進め、大企業の真のニーズや重要な課題解決に繋がらないシーズばかり探索しても、経営上のシナジー効果は獲得出来ない。上場株式と異なり、未上場のベンチャー企業の株式はすぐに売却出来ないし、売却しても投資元本が回収出来ないケースも多く、「後戻り」が難しい点には留意が必要だ。経営トップの中に、明確な目的や目指すべき成果のイメージがあったとしても、そのイメージが共有化出来ていなければ、投資担当者が方向性に合わないシーズばかり探索してしまう可能性もある。投資担当者、投資の意思決定者、新規事業開発の担当者といった関係者全てに、大きな方針を共有化し、浸透させておくことが必要だ。

(図表5)日本のオープンイノベーションの課題

オープンイノベーションの阻害要因の1つとして、**オープンイノベーションによって自社内で何を実現したいかという定義や目的があいまいであることがあげられる。オープンイノベーションはあくまでも手段であり、企業がオープンイノベーションに取り組む際には目的や期待する効果がある。この目的や効果は企業毎に異なるものであり、この点が明確になっていなければ、どのようなオープンイノベーション活動に取り組めば良いか、成果をどのように評価すれば良いかが具体化できず、短期的な成果を求められて取り組みが頓挫する、あるいは、期待された成果が得られないことになりかねない。**

(資料)オープンイノベーション・ベンチャー創造協議会、新エネルギー・産業技術総合開発機構「オープンイノベーション白書(第二版)」よりニッセイ基礎研究所作成

### 4 | 継続性

目利き力・経営支援力を持った人材・組織を育成・採用し、有力なネットワークを構築し、そして業界内のプレゼンスを向上させていくには、それなりの時間が必要だ。ベンチャーキャピタリストの育成には、シーズの発掘、条件交渉、投資実行、投資後の支援とモニタリング、投資資金回収までの、通常は数年かかるサイクルを一通り経験させることが重要だ。CVCの担当者を短期間の異動でローテーションさせてしまうと、ノウハウやネットワークが定着しない。短期間で成果が出ないことも多く、腰を据えた取組みが求められる。

また、ベンチャー投資は、年によって「当たり外れ」が出る傾向がある。景気や株式市場の状態によって、ベンチャーの事業環境、投資する株価、売却する株価が大きく変わってくる。また、iPhone や SNS の登場で、関連事業を手掛けるベンチャーが大きく増えたように、技術革新等のトレンドの影響も大きく受ける。景気の良い時期に高値掴みしながら集中投資したが、その後の景気後退期で投資先の運転資金が尽きて追加の資金調達も出来ず、元本を大きく割れて投資回収することも十分にある。逆に、リーマンショック後、ベンチャーの事業環境が一気に厳しくなり、投資を撤退・縮小する VC もいた中で、投資を止めずに安値で有望ベンチャーに投資し続けた VC は、その後のアベノミクスによる株価上昇、景気の後復で大きな収益を獲得した。景気の厳しい時期にも、ノウハウやネットワークを蓄積・維持してプレゼンスを保ってきた VC は、現在大きなメリットを享受している。一度失ったノウハウやネットワーク、プレゼンスを得るのは簡単ではない。続けることが重要なのだ。

### 4—これから真価が問われる CVC

まだ投資を開始して数年の CVC も多い中、その真価が問われるのはこれからだ。

ベンチャーの収益はJカーブ曲線の形状をとることが多い(図表6)。CVCが投資したベンチャーの多くは、しばらく赤字が続く。研究開発やビジネス展開が一定進んでくると、壁にぶつかることもあれば、資金が底を

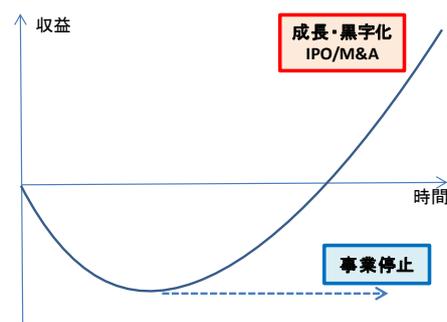
(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

尽きることもある。壁を乗り越え、追加の資金調達が出来れば前に進めるが、事業停止に追い込まれるベンチャーも出てくる。ベンチャー投資は、成功よりもどちらかと言えば失敗が先行して出現することが多い。大企業としては、投資先のベンチャーが一定成長して事業継続しないと、経営上のシナジー効果が十分に獲得出来ない。最初に失敗事例が出てきて、後になってやっと成功事例が見え始めることも十分にある。

投資してしばらく経過してくると、色々な困難に直面するベンチャーが増えてくる。まさにこれから、CVCの投資先の成否、優劣が少しずつ見え始めるタイミングを迎える。全ての投資先が順調にいくわけではなく、最初の失敗事例に直面するCVCも出るだろう。ベンチャー投資は成果よりも失敗が先行する中、失敗に直面した際にそこで足を止めてしまうのではなく、失敗から学んで次に繋げて継続していけるのが重要だ。また、困難にぶつかった投資先に如何に対応するかで、起業家や他のVCはCVCが今後も一緒に組める相手なのかを見定めることもあるだろう。ベンチャー投資に新しくチャレンジした大企業の動向に注目が集まっている。

困難に直面しても、景気後退期に入っても、長く続けた者がその果実を得る。多くのCVCが中長期的な視点で投資を継続して、日本のベンチャー・エコシステムに根付き、ベンチャー創出・育成の一翼を担う大きな存在となることを期待したい。

(図表6) Jカーブ



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。