

コーポレート・ベンチャー・キャピタルに関する一考察

—日本の大手電機メーカーの CVC 活動を通しての分析—

A Study on Corporate Venture Capital Activities

—Analysis through the CVC operations of major Japanese electronics companies—

早稲田大学 長谷川 克也

要旨

大手電機メーカー6社の事例研究を通して、日本企業のコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)活動を分析した。各社とも技術開発の自前主義を補う手段としてのCVC活動を1990年代半ばから展開しているが、その目的は投資益の追求よりも戦略目的を重視するものが多い。情報収集を主な戦略目的とする場合には独立VCに対してLPとして投資する形態が選択され、事業に直結した成果を追求する場合にはベンチャーへの直接投資機能を社内組織として持つ傾向が強いが、直接投資でも相当の情報収集機能を達成できることが多く、いずれを出発点とした場合にもCVCとしての経験蓄積と共に自前ファンを持つ方向に進むパターンが多いことがわかった。従来からCVCの課題と指摘される外的要因に起因するCVC活動の継続性欠如は、日本企業でも大きな課題だが、CVCは投資回収を前提にした各種戦略目的を追求する活動と位置づけ、目的に適合した推進形態を採用すれば、CVCは外部技術を新規事業に取り込む手段として有力な手法と考えられる。キーワード：コーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)、研究開発の外部化

Abstract

We analyzed corporate venture capital (CVC) activities of Japanese corporations through the case studies of six major electronics companies. Most of them emphasize strategic return rather than financial return as a mission of CVC. Those who want CVC to be a technology window tend to invest through external venture capital funds and those who seek for more direct contribution to its business would prefer having internal direct investment functions, but the direct investment usually can also provide window functions.

Continuity of the CVC operations, which is often regarded as one of the common weaknesses of CVC, is also a problem in Japanese corporate, but when a CVC is structured to seek for strategic purpose on the condition of recouping investments, CVC is an effective way of incorporating external technologies into new businesses for corporations. Key words : Corporate Venture Capital (CVC), R&D Outsourcing

1 はじめに

オープン・イノベーション(Chesbrough, 2003)との言葉に代表されるように、事業会社、特にハイテク企業における新規技術の研究開発は、従来のように自社研究所内での研究開発に依存する自前主義から、様々な形態で外部技術を導入する形態に大きくシフトしている。事業会社の行うベンチャー企業への株式投資(直接投資または外部VCを通じた間接投資)は、一般にコーポレート・ベンチャー・キャピタル(以下CVCと略す)活動と呼ばれ、ベンチャー企業の新技術に大企業がいち早くアクセスして事業に取り込む手段として注目されている。

CVCは米国企業では1960年代から始まり、80年代半ば、90年代後半と3回の大きなピークを経てきたが(Gompers and Lerner, 2004)、日本企業、特に製造業で注目されるようになるのは、内部研究開発への潤沢な投資が難しくなる90年代以降である。

本論文は、日本の大手電機メーカーのCVC活動の分析を通して日本企業のCVCの特徴を明らかにしようとするものであり、以下のように構成される。第2章ではCVCに関する先行研究を総括する。第3章では大手電機メーカー6社のCVC活動事例を、その時間的変遷を含めて分析する。第4章ではいくつかのキーポイントから6社のCVCを比較し、先行研究と対比しつつ考察を加える。以上を総括した結論を第5章に、今後の研究課題を第6章にまとめる。

2 先行研究

CVC に関する学術研究の多くは、CVC の成功（または失敗）要因を、投資目的、組織形態、投資形態、メンバー構成などの観点から分析したものである。

CVC の活動目的には常に投資リターン（キャピタル・ゲイン）と事業への戦略的貢献という二つの要素がある。この二つのバランスについては、戦略目的を重視しないと CVC は成功しないとする主張（Gompers and Lerner, 1998; Chesbrough, 2002; Dushnitsky and Lenox, 2006 他）と、キャピタル・ゲイン重視の CVC の方が戦略面でも成功可能性が高いとする主張（Hardymon et al, 1983; Siegel et al, 1988; Weber and Weber, 2005 他）とがある。

CVC の最適な組織形態も、二つの立場によって異なる。キャピタル・ゲイン重視の立場に立つと、CVC も VC と同様の組織、運営が最適であるが、戦略性重視の立場からは、CVC 組織は本体と密接な関係を持つ必要がある一方で、CVC が新事業開拓や本体事業の補完を目指す以上、本体からある程度離れて自由に動けないと役に立たないというジレンマがある。

CVC には、ベンチャーへの直接投資を行なう CVC と、LP(Limited Partner)として VC への間接投資を行なう CVC の二つの形態があるが、Rind (1981)はこれらを比較して間接投資の有効性を論じ、また Sykes (1990)や Markham et al (2005)は、間接投資は案件情報や VC との関係構築に有用だが、事業提携の促進には直接投資が適すると分析している。即ち、一口に戦略目的と言っても、意図する内容によって最適な投資形態は異なるとの分析である。さらに Kann(2000)は投資目的だけでなく保有知財の強さによって最適な投資形態が異なると論じている。

CVC が有効に機能するためには、VC と同様に単なる資金提供だけでなく、十分なリソースを投入して投資先に対して価値を創造する必要がある（Markham et al, 2005）。投資家として提供する価値の VC と CVC の違い（Maula et al, 2005）、および CVC のタイプによる提供価値の違い（Knyphausen-Aufseß, 2005）についての研究も行なわれている。

Lerner (2001; 2006)は CVC が失敗する構造的要因を 3 つに集約している。1 点目は明確な目標設定の欠如である。CVC の成し遂げうる幅広い機能の内何が目的か不明確なまま CVC を始めるべきでないと主張する。2 点目は全社的コミットメントの欠如である。自前主義にこだわる技術陣、CVC 担当役

員交代による方針変更、トップと担当役員の意識の相違、企業収益や景気動向等の外的要因に左右される CVC の運営などが、CVC の成功を妨げる要因となる。3 点目は CVC メンバーの報酬体系である。CVC 担当者に十分な成功報酬を提供しないと優秀な人材が集まらず、質の高い投資ができなくなる。

以上のような分析は、Lucent (Chesbrough, 2000; 2003), Xerox (Hunt and Lerner, 1995), Intel (Yoffie, 2005; Leamon, 2000), Microsoft (Higuera, 2002), Exxon (Sykes, 1986)等の米国企業に関しては事例研究やケース教材としても取り上げられているが、日本企業に関しては松下電器の事例（Chesbrough et al, 2002a）がケース教材になっているだけである。

本論文は、日本企業の CVC が上記の観点や論点に対してどう対応をしているかを、大手電機メーカーの事例により分析するものである。

3 大手電機メーカーの CVC の分析

3.1 分析方法

本論文では、日本を代表する製造業である電機メーカーに焦点を当て、売上高 5 兆円超の上位 6 社の過去 10 年余りの CVC 活動を対象とした²⁾。これらの企業は世界的に事業展開する巨大な企業体であり、各事業部門が独自に行なう投資活動も多いが、事業部門が事業活動の一環として行なう投資は除外し、本社機能としての CVC に焦点を絞った。この 6 社で日本企業全体の CVC を網羅するものではないが、多くの日本企業はこれらを先行事例として研究して CVC に参入しており、その意味からもこの 6 社の事例は日本企業を代表する CVC と考えられる。

第 4 章で詳述するように CVC 活動は多様な要素がからみ、さらに時間と共に大きく変化することが多いので、ある時点でのアンケート調査のような手法は必ずしも有効とは言えない。以下の事例分析は、各社の CVC 担当者及び責任者（過去のメンバーも含む）へのインタビューに基づいて行なった³⁾。

3.2 各社の CVC 活動概要

以下に 6 社の CVC 活動の概要をまとめる。

(1) A 社の事例

A 社は 1998 年にシリコンバレーに研究開発部門傘下の CVC 組織を設立した。CVC は「研究開発のアウトソーシング」と位置付け、A 社からの直接投資を通して、外部技術の積極的な取り込みを目指し

たものであった。A 社は、優良ベンチャーへのアクセスのためにはシリコンバレーに人的ネットワークを持つ VC 業界の人材を採用すべきと判断し、投資益に連動した VC 並の報酬体系も導入した。

CVC 組織は、上記ベンチャー・キャピタリストを中心とする現地採用メンバーと日本の本社技術部門からの出向社員とで構成され、投資家の目を見た会社評価と A 社技術者の目を見た戦略性評価の両面からの投資判断を基本とした。投資の最終判断は CVC 部門を統括する A 社本社の研究開発担当役員の決裁であるが、基本的には現地の評価が尊重される原則であった。投資に際しては A 社の将来事業への寄与の可能性が重要な評価項目だが、必ずしも投資時点での事業部門からの事業提携のコミットは必要としない枠組みであった。CVC 部門および日本側の受け皿部門は、ベンチャー・コミュニティと A 社を繋ぐ全社的窓口として機能し、投資後は事業部門と投資先との間の事業開発を推進する役割を担った。

設立当初の数年間には積極的に投資を進めたが、その後は投資件数が大きく減少した。これはシリコンバレーでのネット・バブル崩壊の時期と重なったこともあるが、CVC 部門を統括する研究開発担当役員（実質的 CTO）の交代が大きく影響している。設立時の CTO が、事業部門への外部技術調達支援や社外技術への先行的投資も幅広く本社研究開発部門の任務と考えたのに対し、新 CTO は投資に際しても本社研究開発部門での技術開発への寄与度を重視したため、投資対象は大きく限定された。このような状況変化により、設立当初に採用したベンチャー・キャピタリストは投資家としての活動量が減少して退社し、現地人メンバーの大部分が入れ替わった。

その後 CTO はさらに交代して投資活動は幾分活性化し、シリコンバレーでの経験を生かして日本や欧州への投資も、少ない件数ながら行なわれている。2007 年に至るまで CVC 組織の投資活動は継続しており、設立からの投資件数は 20 件を越えている。

(2) B 社の事例

B 社は 2000 年に研究開発部門傘下に CVC 部門を設置した。その本拠は日本の本社に置くものの、シリコンバレーに多くのメンバーを配し、ワシントンやボストンにも展開している。CVC 部門としては 100 億円の投資枠を持つが、事業部門とのマッチング投資も行なうなど、戦略的投資を通じて B 社のビジネス機会の拡大を図ることを使命としている。地域的には世界中に投資するが、案件の豊富さからア

メリカでの投資割合が大きい。A 社同様、CVC 部門は B 社全体とベンチャー・コミュニティとのインターフェースを担うとの立場を取り、投資分野も広く B 社事業領域をカバーしている。

B 社の CVC 投資は、先進ベンチャー企業との事業連携の推進および新技術、新規事業機会の探索が主目的であるが、同時にキャピタル・ゲインの追求も目的の一つに掲げ、また CVC を通した自社社員の起業家精神醸成を目的の一つとして掲げている。

B 社 CVC の投資活動も、設立直後の活発な時期から、ネット・バブル崩壊の影響でスローダウンした時期を経て、近年はまた少しペースが上がっており、設立以来の投資件数は 30 件を越えている。

また 2005 年には日本でのベンチャー投資に特化した専用ファンドを設立し、活動を強化している。このファンドは、B 社と投資先ベンチャーとが相互の優れた技術を活用して両者の新規事業を立ち上げ拡大させることを目的として設立され、B 社と公的資金提供機関が折半出資した総額 40 億円の投資事業有限責任組合である。この専用ファンドも B 社 CVC 部門メンバーを中心に構成される B 社子会社が運用しており、既にバイオマスやナノカーボン技術から保険業や医療サービスまで幅広い分野の国内ベンチャー 10 社以上に投資している。キャピタル・ゲインの追求と同時に B 社事業機会の拡大を目指すのは前述した CVC 部門と同じだが、海外技術の B 社への導入を主眼とする CVC 部門に比べて、国内専用ファンドでは、より能動的に B 社の技術や事業を活用して投資先ベンチャーと共に新規事業を創造することを目指している。この違いは、B 社とベンチャーとの力関係、即ち B 社のベンチャーへの影響力が、海外と日本で違うことの反映と考えられる。

B 社 CVC 部門の責任者は研究開発部門出身者が務め、メンバーも技術系社員が多いが、財務や企画部門の出身者も含まれる。シリコンバレーの拠点では日本からの出向社員の他、投資経験を有する人材を採用しているが、特別な報酬体系はとっていない。投資案件の評価、判断は CVC 部門主体に行なうが、関連する事業部門が評価作業に参画する場合が多く、前述したように事業部門とのマッチング投資も多い。

(3) C 社の事例

C 社は 1997 年に直接投資機能を持つ CVC 組織を日本の本社内に設け、その後活動拠点をシリコンバレー、欧州にも設けた。組織上 CVC 部門を統括する設立当時の CFO は事業部門出身で、本社の経営

企画部門をも掌握する立場にあったため、事業戦略面を重視した活動であった。「ネットワークの時代」との全社方針の下、CVC 部門は直接投資を通じて先端ネットワーク関連コア技術を発掘して、エレクトロニクス事業に結び付けることを使命とした。

投資の最終決裁権は CFO にあったが、投資判断に際しては事業部門の技術評価および事業化に対する何らかの意思表示が必要とされた。CVC 部門のメンバーは大部分が C 社日本人社員で構成されており、シリコンバレーの拠点では現地メンバーも採用したが、特別な報酬体系は準備されなかった。

C 社 CVC 部門は 90 年代末から 2000 年にかけては積極的に投資活動を展開したが、2002 年には投資機能を持たない戦略提携部門へと発展的に解消された。投資活動停止の直接的原因は CVC 部門の問題ではないというのが担当者の見解である。C 社の経営状態が当時急激に悪化し、全社的に各種活動の見直しが行われ、直接の事業活動でない CVC 投資も例外ではなかった。また同時期に経営陣の交替があり、新 CFO が前任者に比べて財務的視点を重視するようになったため、長期的視点が必要な CVC 活動のプライオリティーが低くなった。さらに、バブル期には C 社の事業部門やアメリカ本社が独自にベンチャー投資を行なったため、CVC 部門が全社を代表する立場に必ずしも立てなかった上、他部門の投資損失が CVC 活動全般に対する逆風となった。

(4) D 社の事例

D 社は 1997 年に CVC 活動を本格的に開始した。しかし A,B,C 社のような自社組織での直接投資部門は持たずに、社外に独立したベンチャー・キャピタル会社を設立する形をとった。D 社は \$45M の資金を投入し、日本の商業銀行からの出資と合わせて \$60M のファンドをシリコンバレーに設立した。ファンドは通常の VC と同様にベンチャー・キャピタリストによるパートナーシップとして構成された。従って、個々の投資判断やファンド運営の決定権はパートナーシップが持ち、D 社は技術領域を大枠で設定する外にコントロール権は持たない仕組みであった。D 社は、このような独立性の高い CVC 形態をとることで、ベンチャー企業の巨大企業に対する警戒感を和らげ、最先端のアーリー・ステージ・ベンチャーへのアクセスが容易になると判断した。

独立したパートナーシップ形態をとるものの、D 社の目的はキャピタル・ゲインではなく、あくまで戦略目的である。ただ戦略目的と言っても、シリコ

ンバレーの新技术、新事業の動向に関する情報入手に重点を置く。情報を事業に展開する受け皿としては、日本の本社内の経営企画部門に担当部署を設ける他、シリコンバレーに本社機能のリエゾン組織を設置して各事業部門からの出向者を配置し、案件情報、業界動向や投資ノウハウ等を吸収すると共に、ファンドの投資先を事業部門に繋ぐ役割を持たせた。

最初のファンドが財務的に成功したため、D 社は同様の形態でのファンドへの出資をその後も継続させた。\$25~40M 程度の大型出資により D 社色の強いファンドを継続的に数件維持すると共に、\$数 M 程度の出資を 10 余りの VC に対して行なっている。

(5) E 社の事例

E 社も D 社と同様、独立 VC ファンドへの出資中心の CVC 活動を 1995 年から展開してきた。出資対象ファンドは、E 社事業領域および周辺技術領域で人的ネットワークを構築してベンチャー情報を網羅できるよう、技術分野、地域性などを考慮したポートフォリオ管理を行い、世界中の 10 余りのファンドに出資してきた。ファンド出資は本社経営企画部門が担当し、事業部門と出資先ファンドとの間の情報チャネルの役目も担う。ファンド出資を通して、新技术、新事業への早期アクセスおよび投資先との事業連携機会発掘を推進し、同時にキャピタル・ゲインも追求するのは、D 社の戦略と共通である。

一方 E 社は 2005 年に 100 億円規模の自社ファンドも設立した。このファンドは 100% 子会社として E 社社員が運営し、組織的には A,B,C 社における直接投資機能に近い。本ファンドからの投資は、基本的には投資先と事業部門との提携を前提にした投資で、個々の事業部門が事業判断に基づいて行なう提携先ベンチャーへの投資をグループ全体で扱う組織と位置付けられる。ベンチャーとの提携に際しては、ベンチャー企業の命運を握る VC との連携が重要であり、VC との関係を統括する本社 CVC 部門が担当することで、全社的な情報共有化やノウハウ蓄積が可能になる。2007 年時点では、E 社からのスピンオフも含む国内外数社への投資実績がある。

(6) F 社の事例

F 社は事業部門でのベンチャー投資は活発なものの、コーポレート・レベルでの CVC 活動としては米ベンチャー・キャピタルとの提携が唯一の目立った活動である。この VC はボストンに本拠を構えるグローバル・ファンドであるが、事業会社の戦略的 CVC 出資を受け入れる独自の仕組みを持つ。LP と

なる事業会社に対して投資リターンを返すだけでなく、投資先ベンチャーとの提携機会の提供や、案件情報等のサービスを提供する。さらに\$数十M規模の一定額以上を出資すると、VC内に社員を常駐させてVC活動の現場に参加できる。F社は1996年に経営企画部門の主導で本ファンドに大口出資し、社員2名をボストンに駐在させた。1名は経営企画部門の社員で、VCの仕組みを理解、習得してF社での新規事業創造の仕組み作りに生かすことを目的とし、もう1名の技術部門出身者は新技術を発掘して事業提携に結びつけることを目的としていた。その後、日本側の受け皿部門は経営企画部門から技術部門に移管され（一時期は事業部門に移管されていた）、ファンドへの駐在者は1999年に技術者1人に、さらに3年後にはゼロになった。VCの仕組み習得の面では当初目的をある程度達成したものの、その社内での活用及び新技術の発掘、事業提携の実現という面では当初期待したほどの成果が得られず、駐在者の終了とともに日本側受け皿部署も縮小された。

4 考察

第2章で述べたようにCVCではキャピタル・ゲイン追求と戦略目的追求のバランス、投資形態、CVC組織の形態、意思決定の仕組み、メンバー構成

と報酬体系等がキーポイントになる。これらの観点からA～F各社CVCの要点を表1にまとめた。（表中の「CVCの類型」は4.3節での定義を表す。）6社とも90年代半ば以降シリコンバレーを中心に活動を開始し、その後日本や他地域に展開している点はほぼ共通だが、その活動内容は各社各様である。本章ではこれらのキーポイントにつき考察を加える。

4.1 CVCは成功しているのか？

学術研究においても現場での実践においても、CVCが成功しているかどうかの判定は容易でない。評価の尺度としては投資リターンと戦略的リターンの二側面があるが、一般に企業はベンチャー投資の実績は公表しない。アメリカ企業では公開情報からの分析例(Allen and Hevert, 2007)もあるが日本企業では難しく、本論文の6社の事例でも投資結果の財務的データは入手できない。しかし、インタビュー及び独立VCの投資実績や個別案件のEXIT状況等から総合的に判断して、直接投資に関しても独立VCへの間接投資に関しても、90年代半ばの投資はゲインを得たと考えられる一方、2000年以降の投資は回収できていない可能性が大きいと推定される。⁴⁾

一方、戦略的リターンに関しては（CVC関係者の自己申告であることを割り引いて聞く必要はあるが）大部分で一定の成果があがっている。例えば、

表1 各社CVCの特徴

	A社	B社	C社	D社	E社	F社
CVCの類型	タイプ1	タイプ1+タイプ2	タイプ1	タイプ2+タイプ3	タイプ3+タイプ1	タイプ3 (タイプ2)
活動概要	・1998年から活動 ・シリコンバレーに本拠	・2000年から活動 ・日本に本拠、シリコンバレー他に拠点	・1997年から活動。2002年に積極的投資停止 ・日本に本拠、シリコンバレー、欧州にも拠点	・1997年にシリコンバレーにファンド設立 ・以降ファンド投資活発 ・投資管理は日本から	・1995年からファンド投資開始 ・投資管理は日本から	・1996年にファンドへの大型投資
投資規模	・3年間で一定額(約50億円)の予算枠(3年毎に更新)	・100億円の投資予算枠 ・2005年に40億円の専用ファンド(日本国内向け)設立	・\$100M規模の投資枠	・自社色の強いファンドへ最大\$45Mの出資 ・その他に十数ファンドへの少額の出資	・十余りのファンドへLP投資(\$数~20M) ・2005年に100億円規模の自社ファンドを設立	・\$数十M規模の投資
組織形態	・海外R&D部門傘下の社内組織 ・技術担当役員(CTO相当)が担当	・研究開発部門傘下の社内組織 ・技術担当役員(CTO相当)が担当	・本社直轄の社内組織 ・CFO(経営企画部門も掌握)が担当役員	・経営企画部門管轄	・経営企画部門管轄	・日本側受け皿は経営企画部門から技術部門に移行(一時期は事業部門が管轄)
メンバー構成	・ベンチャー・キャピタリスト+技術部門社員 ・キャピタリストにはVCと同等の報酬体系	・社員(技術部門出身者+財務部門出身者) ・アメリカでは現地採用 ・報酬体系は一般社員	・社員(アメリカ人+日本人) ・報酬体系は一般社員	・管理は経営企画部門 ・自社色の強いファンドには自社社員派遣や自社出身GP	・自社ファンドも含めて経営企画部門が運営	・F社社員(1~2人)を6年間にわたって出資先VCに派遣
CVC活動の目的	・研究開発のアウトソーシング	・新事業機会探索 ・キャピタルゲイン ・社内起業家精神啓蒙	・コア技術の探索	・案件へのアクセス ・各種情報収集 ・キャピタルゲイン	・新規事業機会探索 ・キャピタルゲイン	・VCの新規事業創造力の吸収 ・新規技術の発掘
投資決定の仕組み	・CVC部門主体に投資決定(本社投資委員会がチェック機能を持つ)	・CVC部門主体の投資決定(事業部門は評価に参画)	・CVC部門が主体だが、基本的には事業部門の賛同が前提	・自社色の強いファンドには自社社員を派遣	・自社ファンドからの投資に関しては、事業部門の提携コミットが前提	・ファンドに駐在員を派遣してモニター
事業開発の仕組み	・CVC部門社員の活動 ・事業部門の駐在員とのオフィス共有 ・日本側の受け皿部署	・CVC部門社員の活動	・CVC部門社員の活動	・シリコンバレーに、リエゾンオフィスを設置 ・本社経営企画部門	・本社 経営企画部門	・ファンドへの駐在者および日本側受け皿が対応

直接投資に際し事業部門の何らかの賛同を投資条件とするC社では、ほとんどの投資案件が何らかの形で事業に貢献している。例えば、低消費電力マイクロプロセッサの製造、販売を行なう半導体ベンチャーX社への投資は、当初の目論見であったC社PC事業部門でのX社製品の採用のみならず、ゲーム機事業部門に対するX社の設計サービス協業へと発展し、X社のマイクロプロセッサ技術および低消費電力化技術はC社ゲーム機の心臓部となる大規模システムLSIの実現に多大な貢献があった。同じく直接投資を行うA社やB社でも、例えば、ホーム・ネットワーク技術を有するY社への投資が、ホーム・ゲートウェイの商品化に結実した例や、投資先Z社の持つWEBコンテンツ変換技術を用いたASP事業を、日本での代理店として事業展開した例など、CVC投資が事業提携に至る成果はあがっているが、C社に比べて投資決定に際しての事業部門のコミットの度合いが緩くてもよい分、事業に結びつかない案件もあったのは当然の結果と考えられる。一方ファンドへの間接投資の場合には、案件情報へのアクセスやVCとのネットワーク構築、最新技術の情報収集、VCでの新規事業創造手法の習得、投資家側から知るベンチャー経営の仕組み理解等の成果が強調される。しかし事業に直接結び付く成果は各社とも少なく、VCへの間接投資に直接的な事業貢献を求めた場合には期待外れに終わる危険性がある。

しかしながら上記のようなCVCの戦略的リターンを定量的に把握するのは非常に難しい。例えば、VCの運営方法やベンチャー企業の経営形態がノウハウとして社内に蓄積され、それが後々社内での新規事業立上げやベンチャー企業との協業に生かされたとしても、それをCVCの成果として定量化することは容易ではない。また投資先との間で事業提携が実現した場合でも、「投資などしなくても、いずれ事業提携できていたのではないか？」との疑問に客観的データに基づく反論がしづらいのがCVC担当者に共通の悩みである。例えば、前述したC社と投資先X社とのゲーム機向けLSIの設計サービスの提携事例についても、もしCVC部門の投資が無ければ提携関係に至ることはなかったかという点、そのような証明は極めて困難である。直接投資の場合には、提携関係構築により投資先の企業価値が上がり、その結果が財務的投資リターンに反映されるのが理想だが、これも特定の提携関係と投資リターンとの間の因果関係を定量化するのは容易ではない。

4.2 CVC活動の目的

第2章でも述べたようにCVC投資の基本スタンスとして、投資リターンと戦略的リターンのいずれを重視すべきかについて先行研究の見解は分かれるが、本研究の事例では6社とも（内容には大きな幅があるものの）戦略性重視の立場で共通している。しかし何社かは戦略性と同時に投資リターン追求も目的の一部としており、この点に考察を加える。

前節で述べたようにCVCの戦略的成果は定量評価が容易でないため、戦略目的のCVCでも現実には投資リターンで評価されることが多い。つまり投資損失が出れば、事業が成功してもCVCの成果との証明が難しいため、CVC活動の評価は低くなる。成果が情報やノウハウのことが多いVCへの間接投資では、その傾向がさらに強い。一方、投資益が出るか少なくとも投資回収できれば、戦略面でのCVCの成果は、それが情報収集にしろ、事業提携にしろ、コストをかけずに（うまくいけば、副産物としてのキャピタル・ゲイン付きで）達成したことになる。

このような考察に基づくと、CVC活動は、投資リターンか戦略リターンかの二者択一的な目的設定ではなく、投資回収を前提条件として戦略目的を追求する活動と位置づけるべきである。

無論、投資である以上リスクをゼロにはできないが、少なくとも「戦略投資だから投資リターンは求めなくていい（もしくは、二の次である）」と考えるべきではない。投資回収のリスクが高いと判断される場合には、戦略性の高い投資であってもCVCという形態は避けるべきである。つまり事業提携を目指した資金提供であれば、例えば共同開発費等として投入すべきであり、また情報収集を目指すのなら、コンサルティング会社や調査会社を使って行うべきである。逆に考えれば、投資が回収できている限りCVC活動は、開発費のかからない事業開発手段であり、調査費のかからない情報収集手段だとも言える。

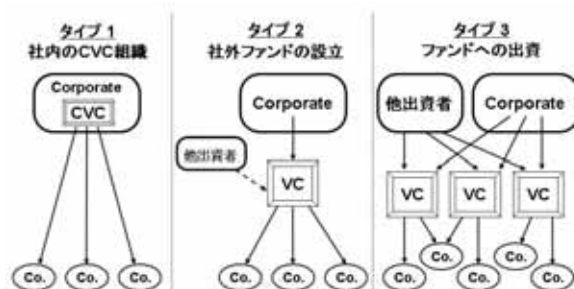
大企業では各事業部門が独自に行なうベンチャー投資もあるが、事業部門からの投資は、具体的な事業提携関係を前提にその関係強化を目的に行なわれ、提携可能性が不明の段階で先行投資を行なうことは通常ない。これに対しCVCは、全社的な視点から新技術や新規事業機会の探索、発掘を目指すものであり、特定事業の利害を代表するものではない。しかし多くのCVCは、特定の事業部門が提携関係を構築中の案件へも投資することが多く、A,B,C社も例外ではない。これは、日本の製造業の事業部門で

は、事業活動の一環として資本提携を行なう意識が希薄で、投資の経験やノウハウもないことが多く⁵⁾、事業部門が主導する提携でも資本提携は CVC 部門に依存する場合があるからである。また事業部門が、CVC 部門のベンチャーに対する専門スキルを活用しつつ、投資先との関係を主導したい場合には、CVC 部門と事業部門が共同で投資する場合もある。

4.3 投資形態

第 2 章でも述べたように CVC の投資形態には、ベンチャーへの直接投資と、独立 VC を通じた間接投資がある。しかし本研究の 6 事例を分析すると必ずしも二種類には分類しにくい。そこで本論文では CVC の投資形態を 3 つのタイプに分けて考えることにする。図 1 はその模式図であるが、タイプ 1 は自社組織内に CVC 部門を持ち直接投資する形式、タイプ 2 は場合によっては外部資金も導入するが、自社の影響力が及ぶ独立ファンドを設置する形式、タイプ 3 は独立 VC に LP として出資する形式である。

図 1 3 つのタイプの CVC 投資



本研究の 6 社の事例にこの類型を適用すると表 1 に示したようになる⁶⁾。多くの社は複数タイプの CVC を持つが、その選択は目指す戦略内容と密接に関係する。VC とのネットワーク構築等も含めた広い意味での情報収集機能を主眼とする場合にはタイプ 3 が多く (D, E, F 社)、事業提携に寄与する案件開拓を強く意識する場合はタイプ 1 が多い (A, B, C 社)。これは、Lerner (2001) の指摘する「明確な目標設定」の上での Sykes (1990) や Markham et al (2005) の分析に沿った投資形態の選択だと言えるが、タイプ 3 の設立当初に情報収集機能のみならず事業提携先発掘をも期待した事例もあり、その場合には期待外れの結果になることが多いようである。タイプ 2 はタイプ 1 と 3 の中間的な形態と見ることができるが、D 社の場合には広義の情報収集が目的なのに対し、B 社ではタイプ 2 でも直接的な事業貢献を目指して

り、投資形態のみならず、意図する戦略的目的もタイプ 1 と 3 の両方の性格を持つと言える。

本研究の 6 事例では E 社のみだが、一般には CVC 機能がタイプ 3 からタイプ 1 や 2 に発展するケースが多い⁷⁾。これは以下のような理由と考えられる。ベンチャーに関する知識や経験の少ない会社はまずタイプ 3 により VC やベンチャーの「勉強」から始める。知識やノウハウが蓄積されると、具体的事業貢献を求めてタイプ 1, 2 を志向すると考えられる。

一方、タイプ 1 からスタートした CVC がタイプ 3 へ展開することは少ない⁸⁾。これは、タイプ 1 型 CVC に案件情報やノウハウ入手等の効果も十分あるからだと解釈できる。即ちタイプ 3 を実行してもタイプ 1 の目的は達成しづらいが、タイプ 1 を実行すれば副産物としてタイプ 3 の目的も同時に達成できる。

ただ、これは本事例の 6 社が世界的な知名度を持つ大企業ゆえの効果と考えられ、必ずしも一般化はできないかもしれない。知名度の高い大企業は、出資者に名を連ねるだけで企業価値を高めるブランド力があり、さらにベンチャーにとって様々な形の提携先となる可能性があれば、CVC の看板を掲げるだけである程度の案件収集力を持つ。また VC にとっても、投資先との提携可能性を持つ質の高い大企業の CVC とは良好な関係を持つインセンティブが働くため、VC とのネットワークも構築しやすい⁹⁾。また、投資活動やベンチャー経営に関する知識やノウハウ蓄積のためには、VC に間接出資するよりも、自ら投資を直接実行した方が効率的なことは容易に想像できる。つまりブランド力のある大企業であれば、タイプ 1 型 CVC により、タイプ 3 の目指す情報収集機能は概ね兼ね備えることができると言える。

以上、タイプ 1 からタイプ 3 への展開は必然性に乏しいと述べたが、タイプ 1 からタイプ 2 への発展は多い。これは、タイプ 1 の CVC 部門はベンチャー投資に必要な機能や経験が確立、蓄積されると、大企業内の組織ゆえの様々な制約を受けずに、より安定的な運営が可能なタイプ 2 を志向するからだと考えられる。コーポレート側も、CVC 部門が実績と経験を積むと、過剰なコントロールを廃して独立性を向上させるのが一般的である。またタイプ 2 の形態をとれば、B 社の専用ファンドのように公的資金 (米国企業であれば SBIR 資金等) や D 社ファンドのように外部資金を導入する選択も可能になる。

以上、本節では CVC を 3 つのタイプに分類して考察したが、多くの CVC はタイプ 3、タイプ 1 いず

れかを出発点としてスタートし、タイプ3からはタイプ1または2への展開、タイプ1からはタイプ2へ発展する傾向があると言える。

4.4 トップのコミットメント、継続性の問題

米企業のCVC投資額の推移(1996年には\$704M、2000年には\$16,704M、2003年には\$1,271M)(NVCA,2007)からも明らかなように、CVC投資はVC以上に波が激しい。本来ベンチャー投資は10年単位の時間軸で考えるべきものだが、事業会社の投資活動は本業ではないので、四半期毎の収益を追及される上場企業では短期的な外部要因の影響を受けやすい。また目的の多様性や成果評価の難しさゆえ、CVC活動は責任者や担当者の交代の影響も受けやすく、これもCVCの継続性を妨げる要因となる。

6社の事例を見ても、本業の業績悪化(C社)、担当役員の交代(A社)、担当部門の変遷(F社)等の要因によりCVC部門の方針やミッションが大きく影響を受けており、Lerner(2001)が指摘するトップのコミットメント不在による継続性の欠如というCVCの課題は、多くの日本企業が共有している。

10年単位でのCVCの継続性を考えると、4.2節で触れた投資リターンの要素を避けて通れない。投資損失が生じれば、外部要因や属人的要素に起因するCVC活動への短期的な圧力に抗するのは容易ではないからである。多くのCVCが独立性の高いタイプ2型を志向するのも、本体事業からの隔絶により短期的変動要因の排除を目指す動きと考えられる。

4.5 CVCを担う人材、報酬体系

Lerner(2001)はCVC人材及びその報酬体系をCVC(直接投資を行うタイプ1型)の課題の一つにあげる。タイプ1では投資家としての案件発掘力や案件評価力が必要だが、通常、事業会社には人材が居らず、外部から招くためにはVC並の報酬体系を用意する必要がある。社内人材を育成する場合でも同様の報酬体系をとらないと独立VCに流出してしまうとの主張である。A社は当初この考え方に従って社外からベンチャー・キャピタリストを採用しVC型の報酬体系を用意した。この人物は数年でA社を離れたので安易に一般化はできないが、この人物が主導した期間の投資成績は良好な上、事業部門との提携に至った案件もあるので、ベンチャー・キャピタリストを招き入れた効果はあったと言える。

一方、同じく直接投資を行うB社、C社は自社社

員主体の運営だが、その活動実績がA社に比べて著しく劣るわけではない。これは4.3節で述べたように、B,C社のような知名度の高い大企業では、投資家人材を欠いても一定の案件発掘力と案件評価力を持つからだと考えられる。つまり案件発掘力は高いブランド力と事業提携可能性である程度カバーでき、案件評価力の不足は一流VCとの共同投資で補っている。ただ海外でのCVCでは現地ネットワークに通じた人材をメンバーに加えることは有効であり、実際B,C社ともそのような人材を採用している。

事業提携を目指すCVCでは、事業部門との提携推進力が投資家としての価値の源泉なので、社内事業部門と密接な関係を構築できる人材が重要になる。B,C社のみならず、A社でも外部採用のベンチャー・キャピタリストがベンチャー及びVCと関係構築を図る一方、日本人出向社員及び日本側受け皿部門が事業部門との関係構築を担う体制をとっている。

出向者の報酬体系に関しては、一定期間後の日本帰任が前提だし、上述のように求められる能力も投資家とは異なるので、特別な報酬体系の必要性は弱い。また、B、C社での現地採用者は、案件発掘力を補強するための補助的な役目なので、一般社員と同等の報酬体系で必要な人材を採用可能である。

4.6 CVCの投資先サポート機能

タイプ1の直接投資CVC組織の投資家としての基本的役割は、事業部門との提携により投資先の事業を発展させて投資先の企業価値を高めることである。電機メーカーのような総合企業では具体的な提携形態は、製造委託、販売チャネル提供、技術提携、市場提供、標準化、共同マーケティング、システム・インテグレーション等、様々な形態があるが、通常、事業提携を決定し遂行するのは事業部門である。

従ってCVC部門の本質は、様々な提携可能性を踏まえてベンチャーと事業部門の双方に対してサービスを提供するコンサルティング機関である。つまり事業部門にとってのCVC部門は、玉石混交の無数のベンチャーの中から事業提携の候補と手段を選別してくれるフィルターであり、ベンチャー企業やVCにとってのCVCは、巨大企業の複雑怪奇な組織や人脈の中からアプローチすべき人物や手法を特定し抽出してくれるフィルターである。

従ってタイプ1のCVCは、投資家としてベンチャーを発掘、選別、支援するだけでなく、コンサルティング機関として事業部門及び投資先ベンチャー

の双方に事業提携機会を提案、提供する必要がある、A, B, C 社の事例に見られるように、事業開発機能を持つ組織形態および人材を備える必要がある。

4.7 ベンチャー側から見たCVCの意義

前述したようにベンチャーにとっての CVC の最大の価値は、事業部門との提携を通じた事業拡大への貢献だが、その他にもいくつかの利点がある。

通常 VC が提供する支援（経営陣のリクルートや日々の会社運営へのアドバイス等）を CVC が主導することは稀だが、事業戦略策定の面では CVC には VC と同様（もしくは VC 以上）の貢献を期待できる。トップ企業の持つ市場動向や業界動向に関する情報はベンチャーの戦略策定に大きな価値があり、特に本研究のような海外企業 CVC からのアドバイスは、海外への事業展開に際して貴重な支援となる。

また、大企業の資本参加はベンチャーの信用度を上げる効果があり、それが事業提携に至らずとも単なる資金以上の価値を持つ。例えば、ホームネットワーク技術の Y 社（A 社投資先）は PC、通信機器、家電、各分野のトップメーカー CVC からの出資を戦略的に獲得することで企業価値を大きく向上させた。

5 結論

大手電機メーカー 6 社のコーポレート・ベンチャー・キャピタル活動を通して、日本企業の CVC の特徴を分析した。CVC の目的は 6 社とも戦略性に重きを置くが、投資益を同時に追求するものも多い。CVC はキャピタル・ゲインか戦略目的かの二者択一ではなく、投資回収を前提に各種戦略目的を追求する活動と位置づけるべきであり、戦略目的の CVC でも継続性確保の面から投資リターンは重要である。

CVC が情報収集を主目的とする場合には LP としての外部 VC への出資の形態が多く、事業に直結した成果を追求する場合には直接投資機能を社内に置くことが多いが、CVC としての経験が蓄積されると独立ファンドを持つ方向に進むパターンが多いことがわかった。また、十分なブランド力と付加価値提供力を持つ大企業であれば、直接投資機能を通して相当の情報収集が可能と考えられる。直接投資 CVC では、投資家としての付加価値の源泉である事業提携推進力を発揮できる体制や運営が必要である。

従来から CVC の課題とされる活動の継続性は日本企業においても大きな問題であるが、目的に適し

た投資形態および組織形態を採用すれば、CVC は外部技術を新規事業に取り込む有力な手段である。

6 今後の研究課題

本論文の 6 社の事例では過去 10 年余りの間に内容が大きく変化した CVC も多い。CVC 活動の継続性や一貫性の欠如は、大企業の新規事業戦略の中での CVC の位置付けの不安定性を反映しているものと考えられ、今後の CVC 発展のためには、さらに時間をかけた追跡調査、分析が必要である。また、CVC 成功の評価基準は何かという課題も含めて、他業種や海外企業との比較も必要であると考えられる。

一般に日本企業では未だに自前主義が強く、本格的に外部技術や事業を導入する体制、風土が整っていない。技術ベンチャーの買収、スピンオフなどの要素とも合わせて、CVC が日本企業における外部調達と内部開発のバランスをどう変化させているかは、今後の重要な研究領域だと考えられる。

本論文の事例は主に海外ベンチャーを対象にした CVC であり、国内ベンチャーに対する CVC 活動はまだ数少ない。B 社の専用ファンドの動向等も含め、国内外での CVC の違いも今後の研究課題である。

謝辞

本研究は文部科学省科学技術振興調整費「先端科学・健康医療融合研究拠点の形成」プロジェクトの補助により行われた。

【注釈】

- 1) CVC には様々な定義があるが、本論文では事業会社のベンチャー企業への直接投資及び VC を通じた間接投資を分析対象とし、企業買収は除外する。類似の用語として「コーポレート・ベンチャリング」があるが、自社内からのスピンオフ活動を含む場合が多い。本論文ではスピンオフだけを扱う「コーポレート・ベンチャリング」プログラムは分析対象から除外している。
- 2) 具体的には、日立製作所、松下電器、ソニー、東芝、日本電気、富士通の 6 社であるが、以下では A~F 社（順不同）とする。
- 3) 本論文の著者は、本論で分析対象とした社の CVC 活動に 5 年あまりにわたって携わった経験があり、その当時に他社 CVC 担当者との面談、情報交換により得た知見も加味している。
- 4) ただ、一般に VC 投資は損失が先行し EXIT による投資益の実現は遅れるので、現時点で最終的評価を下すのは適当でない。
- 5) 例えば A 社では数年前まで、事業部門には、額に関わらず資本

提携（株式投資）の決裁権限が無く、全て社長決裁であった。

- 6) 但し、同じタイプに分類された CVC でもその形態や構成には幅がある。例えばタイプ 1 とした A 社 CVC は、設立当初は採用したベンチャー・キャピタリストに一定の自由度を持たせタイプ 2 に近かった。また B 社と D 社は共にタイプ 2 のファンドを持つが、D 社は外部ベンチャー・キャピタリストに運営を任せタイプ 3 に近いのに対し、B 社は自社員が運営し実質的にはタイプ 1 に近い。また E 社が 2005 年に設立したファンドは子会社化され形式的にはタイプ 2 とも見なせるが、外部資金導入はなく実質的に E 社と一体運営なので、タイプ 1 に分類している。
- 7) 例えば NTT ドコモは、90 年代の複数のタイプ 3 出資を経て 2005 年に Docomo Capital, Inc. を設立しており、他にも同様の経緯を辿って展開した製薬会社や総合商社の CVC 組織は多い。
- 8) 本研究の A,B,C 社も、タイプ 3 の投資は原則として行なわない。但し各社とも、経営トップの人的繋がりによる出資や特定領域に限定したファンドへの出資など、例外は存在する。
- 9) 但し CVC がベンチャー・コミュニティのルールに則り、投資家としてベンチャーをサポートすることが前提条件である。また VC はアーリー・ステージの会社の CVC への紹介は時期尚早とすることも多く、ベンチャーも特定企業の「色がつく」のを嫌う場合がある等、タイプ 1 ゆえの弱点があるのも確かである。

【参考文献】

1. Allen, S. and Hevert, K., (2007) "Venture Capital Investing by Information Technology Companies: Did It Pay?", J. Business Venturing 22 p.262-282
2. Chesbrough, H.W. (2000) "Designing Corporate Ventures in the Shadow of Venture Capital", California Management Review 42(3) p.31-49
3. Chesbrough, H.W. (2002) "Making Sense of Corporate Venture Capital", Harvard Business Review 80(3), p.90-99
4. Chesbrough, H.W. and Tachau, J. (2002a) "Innovating an Outsourced R&D Process for Matsushita Electric (MEI): Launching the Panasonic Digital Concepts Center", Harvard Business School case #9-602-120
5. Chesbrough, H.W. (2003) "*Open Innovation*", Harvard Business School Press
6. Dushnitsky, G. and Lenox, M.J. (2006) "When Does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?", J. Business Venturing 21 p.753-772
7. Gompers, P.A. and Lerner, J. (1998) "The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives and Complementarities", NBER Working Paper W6725
8. Gompers, P.A. and Lerner, J. (2004) "*The Venture Capital Cycle, Second Edition*", MIT Press
9. Hardymon, G.F., DeNino, M. and Salter, M.S. (1983) "When Corporate Venture Capital Doesn't Work", Harvard Business Review 61 p.114-120
10. Higuera, A.M. (2002) "Corporate Venture Capital Vignettes", Stanford Graduate School of Business case E-131
11. Hunt, B. and Lerner, J. (1995) "Xerox Technology Ventures", Harvard Business School case #9-295-127
12. Kann, A. (2000) "Strategic Venture Capital Investing by Corporations: A Framework for Structuring and Valuing Corporate Venture Capital Programs", PhD Dissertation, Stanford Univ.
13. Knyphausen-Aufse, D.Z. (2005) "Corporate Venture Capital: Who Adds Value?", Venture Capital 7 p.23-49
14. Leamon, A. (2000) "Intel64 Fund", Harvard Business School case #9-800-351
15. Lerner, J. (2001) "A Note on Corporate Venture Capital", Harvard Business School case #9-201-036
16. Lerner, J. (2006) "*Venture Capital and Private Equity A Casebook*", John Wiley & Sons
17. Markham, S., Gentry, S., Hume, D. Ramachandran, R. and Kingon, A. (2005) "Strategies and Tactics for External Corporate Venturing", Research Technology Management 48, p. 49-59
18. Maula, M., Autio, E. and Murray, G. (2005) "Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and Should Entrepreneurs Care?", Venture Capital 7 p.3-21
19. NVCA (2007) "Corporate Venture Capital - Annual Analysis"; www.nvca.org/pdf/corporateVCthrough2006.pdf
20. Rind, K.W. (1981) "The Role of Venture Capital in Corporate Development", Strategic Management Journal 2 p.169-180
21. Siegel, R., Siegel, E. and MacMillan, I.C. (1988) "Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance", J. Business Venturing 3, p.233-247
22. Skyes, H. (1986) "The Anatomy of a Corporate Venturing Program: Factors Influencing Success", J. Business Venturing 1, p.275-293
23. Sykers, H.B. (1990) "Corporate Venture Capital: Strategies for Success", J. Business Venturing 5 p.37-47
24. Weber, C. and B. Weber, B. (2005) "Corporate Venture Capital Organizations in Germany", Venture Capital 7 p.51-73
25. Yoffie, D.B. "Intel Capital, 2005(A)", (2005) Harvard Business School case #9-705-408