

コーポレートベンチャーキャピタルの  
組織とパフォーマンスに関する研究

同志社大学総合政策科学研究科

技術・革新的経営専攻 一貫性博士課程

2011 年度 1002 番

## 目次

序章	1
第1節 問題意識	1
第2節 研究課題・仮説	3
1. 研究課題	3
2. 仮説	3
第3節 本稿の構成	4
第1章 オープンイノベーションとCVCに関する先行研究のレビュー	7
第1節 オープンイノベーションに関する先行研究	7
1. オープンイノベーションの定義、意義	7
2. オープンイノベーションの手段	9
第2節 CVCに関する先行研究	12
1. CVCの定義とベンチャー企業との資本提携形態	12
2. CVCのメリット	15
3. CVCのタイプ別分類	17
4. ベンチャー企業にとってのメリット	19
第3節 考察	21
第2章 米国のイノベーションを支えるエコシステム	22
第1節 米国のVC市場	22
1. 米国VCの歴史と経済貢献	22
2. VCのビジネスモデル	24
3. 近年の米国VCファンドの動向	26
4. 米国のベンチャーキャピタリスト	30
第2節 米国ベンチャー企業の経営手法	32
1. 米国ベンチャー企業の競争力と成長戦略	32
2. 米国ベンチャー企業のイグジット	38

第3節	米国のCVC市場	44
1.	米国のCVCの歴史	44
2.	米国のCVCの現状	47
3.	米国のベンチャー企業との資本提携手段別事例	56
4.	米国CVCのベンチャー企業への投資事例	61
第3章	日本のベンチャー業界の発展とCVC	64
第1節	日本のベンチャー企業とVC市場	64
1.	日本のベンチャー業界、VC業界の発展の歴史	64
2.	近年の日本の起業家の事例	67
3.	日本のベンチャー関連市場動向	69
4.	日本のベンチャー企業のM&A	72
第2節	日本のICT企業の現状	76
1.	ICT大手企業の日米比較	76
2.	日本のICT大手企業のCVCに対する取り組み	78
3.	日本のベンチャー企業との資本提携手段別事例	81
4.	日本のCVCのベンチャー企業への投資事例	85
第3節	考察	88
第4章	CVCの成功要因に関する先行研究のレビュー	89
第1節	CVCの成功要因	89
1.	本体企業との良好な関係と独立した意思決定	89
2.	VCスキル、VC投資経験	90
3.	報酬形態	90
4.	本体企業のコミットメント	91
5.	CVCの目的	91
第2節	考察	93
第5章	日本のインターネットサービス企業の財務分析とCVCの影響	94
第1節	分析対象企業	94

第2節	財務分析	95
1.	時価総額	95
2.	時価総額マイナス成長企業数	96
3.	時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率	97
第3節	CVC 投資実績と財務パフォーマンスの関係	99
1.	CVC 投資実績	99
2.	CVC 投資実績と財務パフォーマンスの関係分析	100
第4節	考察	102
第6章	日本の CVC の運用形態と実績に関するヒアリング調査	104
第1節	日本の CVC の実態調査対象企業	104
第2節	ヒアリング項目、内容	105
1.	基本情報	105
2.	投資パフォーマンス	105
3.	組織形態等	105
第3節	ヒアリング結果	108
1.	基本情報	108
2.	投資パフォーマンス	109
3.	組織形態等	110
第4節	考察	113
第7章	CVC の成功要因分析	115
第1節	仮説の設定	115
第2節	分析結果	116
1.	平均投資件数	116
2.	投資成功確率	117
3.	提携確率	118
第3節	考察	119
第8章	CVC のパフォーマンスが財務パフォーマンスに与える影響の分析	122

第1節	仮説の設定	122
第2節	財務データ分析	123
第3節	CVCのパフォーマンスと財務パフォーマンスとの関係	125
	1. トービンのQ成長率と時価総額成長率	125
	2. トービンのQ	127
	3. 売上高成長率	128
	4. 時価総額	129
第4節	考察	130
終章		132
第1節	結論	132
第2節	提言	133
第3節	今後の研究課題	134
参考文献		I

## 序章

### 第1節 問題意識

大企業が外部のベンチャー企業、大学等が持つ技術や人材、ビジネスモデルを活用し、自社事業と組み合わせることで革新的な製品やサービスなどを創出する、オープンイノベーションの重要性が叫ばれて久しい。特に IT 業界においてはベンチャー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 VC（ベンチャーキャピタル）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。特に、プロダクトライフサイクルが短い ICT 業界では、事業会社によるベンチャー企業への投資である、CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）を活用したベンチャー企業への投資を通じた協業、情報収集は、米国では事業開発上の標準的な手法として定着しており、CB Insights (2015)によれば、米国では 2015 年の VC 投資総額の 34%程度を CVC からの投資が占めている。トムソン・ロイターの集計によれば、2005 年から 2014 年 1 月までに Google が実施した M&A は合計 130 件、金額にして 250 億ドルに達する<sup>i</sup>。また、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。Eisenhardt and Brown(1997)によれば、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。

日本においても 1990 年後半から CVC の設立によるベンチャー投資が行われており、2010 年以降はベンチャー業界の発展を受け、大手企業やインターネットサービス分野の新興上場企業が続々と CVC を立ち上げ、過去にない規模でベンチャー企業との資本提携を進めている。また、ベンチャー企業と大企業の連携を促すイベントも多く開催される等<sup>ii</sup>、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おり、そこでは日本の大

---

<sup>i</sup> 「真相深層」『日本経済新聞』、2014 年 2 月 15 日。

<sup>ii</sup> 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

企業がベンチャー企業への出資や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、そしてそれがベンチャー企業の増資や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。

一方、歴史的に日本の大手企業のオープンイノベーションの成功事例は少ない。1990年代に設立されたCVCの中には、目立った結果を残せずに活動を縮小、運営を停止しているものも少なくない。現在もCVCの設立が続くが、一部には既に投資に失敗し、数年で活動を停止した企業も存在する。果たして、CVCを成功に導く要因は何なのであろうか。何故米国企業と異なり、日本のCVCの多くが成功を収められないのであろうか。

筆者は2000年以降15年間、一貫してVC、及びCVC事業に従事してきた。富士通株式会社、三井物産株式会社といった国内大手企業において日米でのCVC事業を担当後、ペンシルバニア大学ウォートンスクール経営大学院においてEntrepreneurial ManagementとFinanceを専攻した。卒業後は、米国VCであるGlobespan Capital Partners及び、米国IT大手企業であるsalesforce.com, incのCVC部門、Salesforce Venturesの日本代表として国内ベンチャー企業への投資責任者を務め、現在は国内大手企業のオープンイノベーションを推進するシリコンバレーのVCファンドであるDraper Nexus Venturesの日本共同代表を務めている。こうした日米のトップ企業での実務上での投資経験、ファンド運営経験を通じて、日米大手企業のCVC事業に対するコミットメントや権限委譲、担当者のプロフィールや報酬形態の違いこそが、日本企業がオープンイノベーションを適切に運営できなかった原因ではないかという仮説を抱くに至った。

こうした現状を踏まえ、本稿では、特に日本企業において再び広まりつつあるCVCや自己勘定での戦略的投資に焦点を当て、上記仮説の検証と成功要因の抽出を行う。そして、米国CVCの成功要因を踏襲したCVCの運営が、本体企業の財務パフォーマンスに正の影響を与えるという点について、CVCの新しい評価指標の提示と共に統計的検証と考察を行い、実践的な提言を試みる。

まず、第1章にて、オープンイノベーション、及びCVCの定義、意義について述べる。その後、第2章、第3章にて、日米それぞれのベンチャー企業、VC、CVCの現状について分析、比較を行う。次に、第4章にて、米国のCVCの先行研究を分析し、CVCの成功要因を明示する。その後、第5章にて、日本のインターネットサービス業界の企業に対す

---

ンファレンス(2014年)等が実施されている。

る財務分析を行う他、CVC の設立、ベンチャー投資の実行と本体企業の財務パフォーマンスの相関を分析する。続いて、第 6 章にて、日本の CVC の組織とパフォーマンスに関する実態調査を行う。第 7 章では、第 6 章の結果を踏まえた統計分析を通じて、日本の CVC の運用形態とパフォーマンスの相関を分析する。最後に、第 8 章にて、CVC のパフォーマンスと本体企業の財務パフォーマンスの相関について分析を行い、CVC パフォーマンスの重要性を示す。最後に、結論と今後の研究の方向性を明示する。

## 第 2 節 研究課題・仮説

本稿では、研究課題、仮説を次のように設定する。

### 1. 研究課題

- (1) 米国の VC やベンチャー企業によるイノベーションの仕組み、経済貢献を明らかにし、日本との比較を踏まえた考察を行う。
- (2) 日米の CVC を分析し、近年の動向や課題、成功要因について考察を行う。
- (3) 日本の CVC の実態調査を行い、米国との比較を踏まえた CVC のあるべき姿について考察する。

### 2. 仮説

- (1) 世界一のイノベーション大国である米国のベンチャー企業と比較し、日本の ICT 企業の時価総額や成長力は圧倒的に低く、グローバルリーダーとなり得る企業は殆ど生まれていない。
- (2) 日本の ICT 企業が、時価総額やイノベーションにおいてグローバル市場での存在感を持つためには、M&A、CVC を中心としたオープンイノベーションの実施が必須である。日本企業においても近年 CVC の設立が続くが、米国の成功要因を踏まえていないため、未だ大きな成果を上げる事ができていない。



- (3) 日本企業が CVC を成功裏に運用する為には、米国の成功要因を導入する必要がある。日本においても、本体企業のコミットメントや、CVC 担当者への権限移譲、ベンチャー投資経験者の採用、VC 向けの報酬形態の提供等、米国の成功要因を踏まえた運用を行っている CVC は成果を上げており、またそれにより本体企業の財務パフォーマンスにも貢献している。

### 第3節 本稿の構成

本稿の構成は、以下の通りである。

第1章では、オープンイノベーションと CVC に関する先行研究のレビューを行う。オープンイノベーションの定義と意義について分析した上で、オープンイノベーションが最近の一時的なトレンドではなく、今後の企業の発展にとって必須のアプローチであることを示す。次に、オープンイノベーションの一つの手段である CVC に関して、その定義や意義、戦略的ベネフィット、CVC のタイプ別の分類や、被投資先であるベンチャー企業から見た CVC のベネフィットについても確認を行う。

第2章では、米国のベンチャー企業と、彼らがもたらすイノベーションの経済貢献、そしてそれを支える VC 業界、ビジネスモデル、そして米国のベンチャーキャピタリストについて述べる。その後、ベンチャー企業のイノベーションを取り組むために、米国の大手企業が実施しているオープンイノベーションの現状についても述べる。また、米国の CVC について、その発展の歴史や現状、CVC の実際の事例を示す。

第3章では、日本のベンチャー企業、VC 業界の発展の歴史を振り返るとともに、日本の大手 ICT 企業の現状とオープンイノベーションにおける課題について考察する。国内 ICT 企業の 2010 年以前の CVC に関する取り組みを例示し、当時の日本の VC、ベンチャ

一企業の課題を踏まえ、CVC の縮小に至った原因を分析する。その後、2010 年以降の CVC の勃興について、国内ベンチャー市場の発展と関連づけて説明を行う。

第 4 章では、CVC の成功要因について、米国の先行研究をレビューする。米国の CVC の成功要因として、CVC の独立性と親会社との良好な関係、親会社のコミットメント、CVC 担当者の能力とその報酬形態が多くの論文の中で常に主張されている事を確認する。

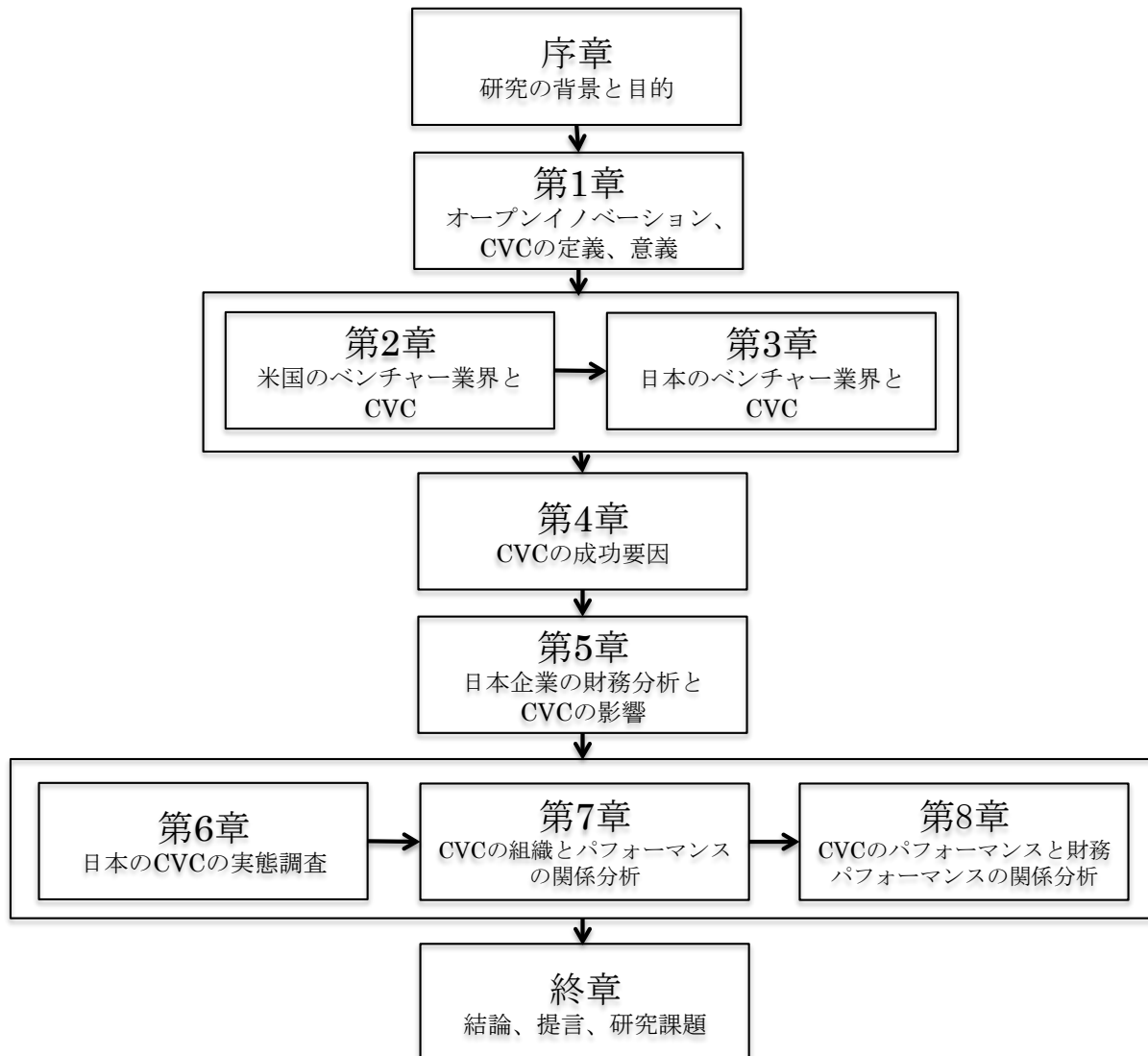
第 5 章では、日本のインターネットサービス業界の上場企業 71 社にターゲットを絞り、業種別の時価総額や、各企業の成長率についての分析を行う他、CVC の設立、運用がそれら財務パフォーマンスとどのような関係があるのか、分析を行う。

第 6 章では、日本の主要 CVC30 社の運用形態と実績に関しヒアリング形式での実態調査を行い、回答を分析すると共に、CVC 基本情報、投資成功確率、CVC の位置づけ、CVC 担当者のプロフィール、CVC 戦略のそれぞれの項目について、結果を踏まえて考察を行う。それぞれの質問項目は CVC の業界慣習に基づいたものであり、次章の統計分析上の新しい評価指標として提示する。

第 7 章では、前章のデータを活用し、日本の CVC の組織とパフォーマンスとの関係について統計分析を行う。具体的には年間平均投資件数、投資成功確率、提携確率の 3 つの従属変数に影響する説明変数の仮説を立て、重回帰分析を行う事でどの説明変数が従属変数に統計的に有意な影響を与えているかを確認する。

第 8 章では、前章での分析結果を踏まえ、CVC のパフォーマンスと本体企業の財務パフォーマンスの関係性を分析する。具体的には、トービンの Q、トービンの Q 成長率、時価総額、時価総額成長率、売上高成長率の 5 つの従属変数に影響する説明変数に関する仮説を立て、重回帰分析を行う事で、どの説明変数が従属変数に統計的に有意な影響を与えているかを確認する。

終章では、以上から導かれた結論、今後の研究計画について述べる。



## 第1章 オープンイノベーションとCVCに関する先行研究のレビュー

本章では、オープンイノベーションとCVCに関する、米国での先行研究のレビューの結果について説明する。まず、オープンイノベーションの定義と意義、手段について述べる。次に、CVCの定義と意義、分類について述べる。

### 第1節 オープンイノベーションに関する先行研究

#### 1. オープンイノベーションの定義、意義

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、Dushnitsky and Lenox (2005)によれば、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、一つの会社の中での情報共有では、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。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。実際に、米国ではイノベーションの源泉が、大企業からスタートアップに推移してきている。表1に企業規模別の米国R&D費用比率、表2に企業規模別の米国特許取得企業比率の年代比較を示す。それぞれ時代と共に中小規模の会社の比率が上昇しており、その後のベンチャー企業の勃興を受け、現在は更に数字が拡大していると考えられる。

表1 企業規模別 米国R&D費用比率

	小企業 (従業員1,000人以下)	中企業 (従業員1,000~25,000人)	大企業 (従業員25,000人以上)
1981年	4%	25%	71%
2005年	24%	38%	38%

出所：Dasher (2015)、筆者翻訳

表2 企業規模別 米国特許取得企業比率

	米国特許数における 1,000 人以下の企業規模の割合
1972 年	5%
2000 年	30%

出所：Dasher (2015)、筆者翻訳

そうした中、Chesbrough(2003)<sup>i</sup>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 他 (2006)<sup>ii</sup>により、オープンイノベーションとは、目的を持って知識の流入と流出を活用することで、企業内部のイノベーションを加速させると共に、イノベーションの外部利用の為の市場を拡大させる事である、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。これにより、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のである。

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結果の産物であると指摘した。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する。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の、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

<sup>i</sup> Chesbrough (2003) p. 43

<sup>ii</sup> Chesbrough 他 (2006) p. 1

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。

Berchicci (2013)によれば、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。外部技術の取り込みは有効だが、一定量を過ぎると、むしろ逆効果になるケースがあるとしている。また、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指摘する。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。企業がオープンイノベーションを通じてR&Dの外部化をする場合、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。

## 2. オープンイノベーションの手段

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。表3に主なオープンイノベーションの手段の概要を示す。

表3 主なオープンイノベーションの手段の概要

手段	概要
M&A	買収を通じた外部技術、ビジネス、人材の取り込み
CVC	ベンチャー企業への資本参加による協業、情報収集
アライアンス	外部パートナー企業、研究機関等との共同開発

出所：先行研究を基に筆者作成

M&Aは、オープンイノベーションの実現にとって欠かせない手段である。ベンチャー企業の買収によって、先端の技術やビジネス、そしてそれを支える人材を取り込む事で、自社事業の成長を加速させる事が可能になる。

McKinsey (2015)は、米国のソフトウェア、インターネットサービス市場におけるM&Aの重要性に関する分析結果を発表している。彼らによれば、米国のソフトウェア、インターネットサービス企業の成功には成長率の加速が必須であり、その為には買収は定期的に行われねばならず、買収プログラムが、本業とそれ以外の事業の成長の双方を加速する事業のコアとして認識され、設計されなければならないとしている。実際に、売上高10億ドルを達成した企業は、達成できていない会社と比較し、買収により約2倍の成長を獲得している他、本業の年間成長率も31倍大きいとしている。成功する企業は、買収により本業の成長率も維持、拡大させているのである。また、売上高10億ドルを達成している企業は、年間平均で1.5件の買収を実施するのに対し、達成できていない企業は、年間平均0.9件である事がわかった。また、売上高10億ドルを達成している企業のうち、成長率上位10%の企業を調査すると、全ての企業が買収を行っており、彼らは年間平均3.1件の買収を実施している事がわかった。一方、成長率上位10%以外の企業の買収は、年間平均1.1件となっている。

また、McKinsey (2015)では、成長を加速する買収として下記4つのタイプを挙げている。

- (1) 顧客基盤の拡大と統合：企業が成功できる製品やサービスを確立できた場合、対象顧客基盤を持つターゲット企業を買収することで成長は加速する。これにより売上は拡大し、未開拓の地域に展開可能になり、製品やサービスの信頼性を向上させ、市場シェアの拡大により差別化を強化することができる。このタイプの買収の場合、既存顧客と新規顧客の双方への影響に注意を払う必要がある。
- (2) 製品ポートフォリオの隙間の充足：企業は自社の主要な製品やサービスの隙間を埋めるために買収を使うことができる。この場合、買収ターゲット企業の製品やサービスが確実に隙間を埋めることができる事、買収後に既存の製品やサービスとしっかり統合できるよう、深い技術的理解が必要になる。
- (3) 横展開の加速化：既存市場を超えた更なる成長を志向する企業は、一般的に隣接する市場での事業機会を模索する。成長におけるスピード感の求められるソフトウェア、インターネットサービス市場では、自前での隣接市場への参入では遅過ぎる可能性が

あるため、参入を加速するために買収を使うケースが多い。この場合のリスクは想定していた隣接市場や非買収企業が期待程魅力的でないケースや、買収企業が買収後、被買収企業の事業を隣接市場での成功に導く能力がないケースがある。

- (4) 人材獲得：このタイプの買収は、買収企業のコア事業を成長させる為に役立つ、非常に優れた人材を獲得する為だけに行われるものである。この場合の注意点はそうした人材を買収後も自社内に留めておく事ができるかどうか、そして買収企業がその人材の能力を過大評価していないかどうかという点である。

Dushnitsky (2011)によれば、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。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。

アライアンスもオープンイノベーションの手段である。大学や研究機関、他の企業との提携により、R&Dを外部化する事が可能になる。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VC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。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 and 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。

上記の通り、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。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。

## 第2節 CVCに関する先行研究

### 1. CVCの定義とベンチャー企業との資本提携形態

Chesbrough (2002)によれば、CVCとは、事業会社が外部のベンチャー企業に直接投資を行う事を指す。ベンチャー企業との資本提携手段については、表4に示すような下記3つの実行形態があるが、本分析においてはChesbrough(2002)同様、事業会社によるベンチャー企業への直接の投資をCVCと定義する。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。Dushnitsky and Lenox(2005)は、CVCによって、投資検討のプロセス、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<sup>iii</sup>）、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）の3つのルートから、戦略的知見を学習できるとしている<sup>iv</sup>。

---

<sup>iii</sup> 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。

<sup>iv</sup> 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。

表4 ベンチャー企業との資本提携手段

形態	概要
VC ファンドへの投資	VC ファンドに出資し、出資先 VC の投資するベンチャー企業の情報を取得
CVC の運用を VC に委託	VC ファンドに単独、もしくは少数で出資し、CVC の運用を委託
CVC の運用 自己勘定ベンチャー投資	CVC ファンドや自己勘定投資を自ら運営

出所：Gompers (2002)等を基に筆者作成

下記に、ベンチャー企業との資本提携手段別に概要を説明する。

(1) VC ファンドへの投資

VC ファンドへの出資は、出資を通じてベンチャー企業との連携推進や情報収集を試みる上で、最もリスクの低い手段であり、過去から現在に至るまで、日米で多くの事業会社を実施済である。

(2) CVC の運用を VC に委託

事業会社が単独、もしくは少数でファンド資金を拠出し、運営を外部の VC に任せ、事例がこれにあたる。事業会社としては自社戦略に適う領域のベンチャー企業の発掘、育成ができるメリットがあり、また外部の VC に運営を委託する事で、ファンド運営に必要なリソースを確保する必要がなくなる。委託先として一流の VC を確保できれば、高い投資収益も期待できる。

(3) CVC の運用、自己勘定ベンチャー投資

自社で CVC ファンドを設立する、もしくは自己勘定でベンチャー投資を行っていく形態がこれにあたり、多くの企業で実施されている形態である。厳密には、下記表 5 のように様々な形態がある。

表5 CVC運用形態

形態	概要
自己勘定投資	自社のバランスシートから投資 CVCブランド名を作成する事例有り
CVCファンドを単独設立	自己資金でCVCファンドを設立し、別会社化
CVCファンドを外部資金調達によって設立	自己資金に加え、外部からもファンド資金の募集を行い、 ファンド組成

出所：筆者作成

- ① 自己勘定でベンチャー投資を行う場合は、本体企業の資金を使ってベンチャー投資を行う為、ベンチャー投資部隊に対する権限移譲、ベンチャーキャピタリスト採用の為の柔軟な給与体系、法務部門、経理部門、財務部門等の管理系部門を交えた投資後のモニタリング支援体制の構築が必要である。
- ② CVCファンドを単独設立する場合、意思決定において本体企業から切り離される事によって、迅速な意思決定が可能になる。また、別会社化されている事により、本体企業の給与形態と異なる柔軟な報酬設計が可能になる。
- ③ CVCファンドを外部資金調達によって設立する形態は、日本に多く見られるCVCの立ち上げ方である。親会社が主要投資家として資金と人材を抛出する一方、外部の投資家から資金を調達してファンドを組成するものであり、グリーベンチャーズ、オプトベンチャーズ等がこれに該当する。この形態では、本体企業のブランドと人材、資金を活用しながら、ファイナンシャルリターンの獲得を目的とするのが一般的である。この形態の場合、ファンドの差別化として少なからず本体企業のブランドやアセットを活用するが、本体企業が投資すべき領域もファンドの投資ターゲットとした場合に、本体企業とのコンフリクトが発生する。その為、敢えて本体企業の事業領域外を投資ターゲットとし、ファイナンシャルリターンを目的とする事例が多い。運営の実態としては通常のVC同様となり、本体企業から見た場合には、VCファンドにLPとして参画し、運用益を期待するという出資形態になると考えられる。

## 2. CVC のメリット

CVC と本体企業のパフォーマンスの関連性を示す先行研究としては、企業の R&D 投資額やトービンの Q( (期末時価総額+期末有利子負債) / 期末総資産)<sup>v</sup>、そしてキャッシュフローとの相関に関する分析が散見された。

Chesbrough and Tucci (2002)は、CVC の存在と企業の R&D 投資額の間には強い相関性があり、CVC 投資が開始されるタイミングで企業の R&D 投資額は増加し、R&D 投資額が削減されると CVC が停止するとしている。つまりこの 2 つの投資額は正相関にあるとしている。Benson and Ziedonis (2009)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。つまり、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としている。それ故、Lichtenthaler and Lichtenthaler (2009)によれば、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のである。

Dushnitsky and Lenox(2006)は、CVC と本体企業のトービンの Q には正の相関があり、CVC 投資を行っている企業は、同じ業界で CVC を行っていない企業よりもトービンの Q の値が高いとしている。更に、トービンの Q を最も高めるのは戦略的リターンである為、戦略的リターン目的の CVC を持つ企業は、ファイナンシャルリターン目的の CVC を持つ企業と比較し、トービンの Q の中間値が 2 倍程度高いとした。更に、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としている。彼らによれば、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は 2 つあり、1 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く、キャッシュフローに余裕がなければ実施が難しい事である。もう 1 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いため、キャッシュフローが悪化した場合は CVC 投資の予算が影響を受けるというものである。ここで、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

---

<sup>v</sup> 企業価値を総資産で割る指標。主要な構成要素が時価総額であることもあり、数値が 1 以下であれば株価は低く評価されており、大きければ成長性に対する期待が織り込まれていると考える事ができる。

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。

そして、戦略的リターンの具体的内容については、Winters and Murfin (1988)によって下記の通り体系的に纏められている。

- (1) 買収：CVC活動を通じて、企業は興味のあるベンチャー企業についてより多くの知見や戦略的適合性も把握できる等、買収判断時の戦略的ベネフィットを得られる<sup>vi</sup>。
- (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。
- (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。

Winters and Muffin(1998)の戦略的リターンのうち、(5)の技術窓口については、他の論文でも多くがCVCの主要な意義として主張している。Alter and Buchsbaum(2000), Siegel 他(1988), 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 他(2003)は、

---

<sup>vi</sup> 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論じている。彼らによれば、CVC投資を通じて企業はベンチャー企業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ベンチャー企業を発掘し、評価する能力を高める事ができる、としている。

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。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。Fulghieri and Sevilir(2009)は、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他企業のイノベーションへの投資意欲を削ぐ効果を生み、自社のR&Dの成功確度を高める事ができるとしている。

### 3. CVCのタイプ別分類

Chesbrough(2002)は、CVCを投資先ベンチャー企業の持つ技術やビジネスモデル、人材等の活用を主な目的とした戦略的リターン重視で運用するか、投資先ベンチャー企業のIPOやM&Aでの会社売却によるファイナンシャルリターンを狙うかという組織の目的、並びに、本体企業とのビジネス的繋がりが強いかわいいかという2つの観点からCVCをタイプ別に分類している。図1にCVC分類マップを示す。分類された4つのCVCタイプは下記の通りである。



図1 CVC分類マップ

出所： Chesbrough(2002)、筆者翻訳

### (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

Gompers (2002)によれば、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。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なり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、Berkeley

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資金を、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。

#### 4. ベンチャー企業にとってのメリット

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。

また、Maula (2001) は、CVC から投資を受ける事のメリットとして、リソースの獲得、知識の獲得、推奨のベネフィットの 3 つを挙げている。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 VC 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。



表6に、Gompers and Lerner (2001) による、VC と CVC の投資先パフォーマンスを示す。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、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。更に、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。また、Ginsberg 他(2002)によれば、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。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。

表6 VC と CVC の投資先パフォーマンス

調査終了時の状態	サンプル全体	CVC 投資のみ	VC 投資のみ	戦略的適合性のある CVC 投資
IPO 完了	31.1%	35.1%	30.6%	39.3%
IPO 申請の為の登録申請済	0.7%	0.2%	0.7%	0.3%
買収済	29.0%	29.0%	30.3%	27.5%
未上場で存在	20.6%	21.1%	19.7%	18.3%
清算済	18.7%	14.6%	18.7%	14.7%

注：サンプルは1983年～1994年の間に投資をうけた32,364社

出所：Gompers and Lerner (2001)<sup>vii</sup>、筆者翻訳

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 (2002)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

<sup>vii</sup> Gompers and Lerner (2001) p. 155

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。

### 第3節 考察

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を確認する事ができた。また、アライアンス、M&A、CVC といったオープンイノベーションの手段の、それぞれのメリットや優位性を踏まえた上で、CVC の分類と、CVC が本体企業、及び被投資先であるベンチャー企業にもたらすメリットについても確認する事ができた。

次章では、米国のイノベーションを支えるベンチャー企業のエコシステムと、その中で CVC の位置付けや意義について述べる。また、実際の CVC の事例や、CVC によるベンチャー企業と大手企業の連携事例についても示す。

## 第2章 米国のイノベーションを支えるエコシステム

本章では、米国のイノベーションの原動力であるベンチャー企業のエコシステムと、その中での CVC の位置付けや意義について述べる。まず、米国の VC の歴史や経済貢献、ビジネスモデル、近年の動向やプロフィールについて説明する。次に、米国のベンチャー企業の競争力と近年のイグジット（以下、Exit）に関する動向について述べる。最後に、米国の CVC の歴史や現状、事例を示す。

### 第1節 米国の VC 市場

#### 1. 米国 VC の歴史と経済貢献

北米での VC は、1946 年に当時ハーバードビジネススクールの教授であった Georges Doriot らによる ARD (American Research & Development) の設立によって始まった。機関投資家に集まる莫大な資金を、創業間もないベンチャー企業に提供する仕組みを構築する為に設立され、その後 1957 年に投資をした DEC (Digital Equipment Corporation) の大成功により、その役割の重要性を示した。

その後、1969 年の NASDAQ 証券取引所設立、1972 年の NVCA (全米ベンチャーキャピタル協会) 設立、1977 年の LLC (Limited Liability Company) の制定、1978 年のキャピタルゲイン減税等、VC が事業を行う素地が着実に広がりを見せ、1979 年の ERISA 法 (従業員退職所得保証法) による、年金運用者の Prudent Man Rule (善管注意義務) の緩和によって、年金基金の運用に VC ファンドを組入可能になった事で、米国の VC 業界は大きく発展することになる<sup>viii</sup>。その後、1990 年代のインターネット業界の勃興を支えた VC 業界は大きく拡大し、現在も米国のテクノロジー分野における主要な資金源となっている。世界の最大手の IT 企業である Google や Amazon、Facebook といった名だたる企業も全て VC の支援の元に設立されている。図 2 は米国 VC の投資額と投資件数である。2014 年には 400 億ドルを超える資金が、4,361 社のベンチャー企業に投下されている。図 3 には、米国 VC のファンド設立数と平均ファンドサイズを示す。サブプライム住宅ロー

---

<sup>viii</sup> Insight by Stanford Business (2015)によれば、1970 年代に年間 1 億ドル程度だった VC ファンドの年間のファンド調達額が、1982 年から 1987 年の間は年間 450 億ドルに上昇した。

ン危機以降順調に組成が続き、2014年では250を超えるファンドが設立され、平均のファンドサイズは1.2億ドル程度となっている。

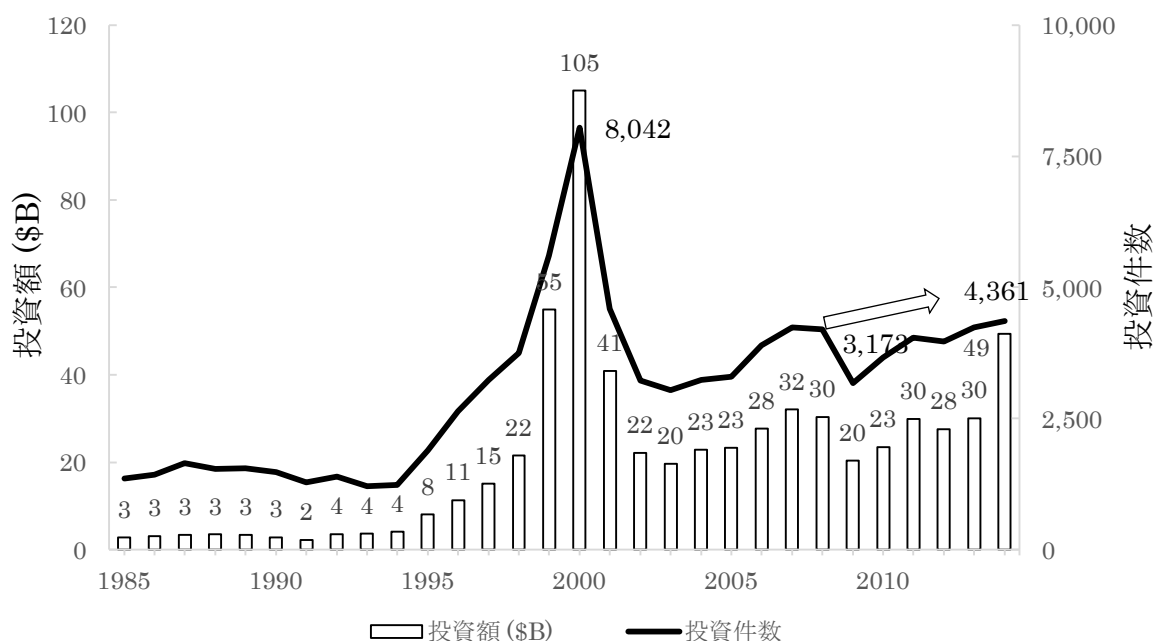


図2 米国VCの投資額と投資件数

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

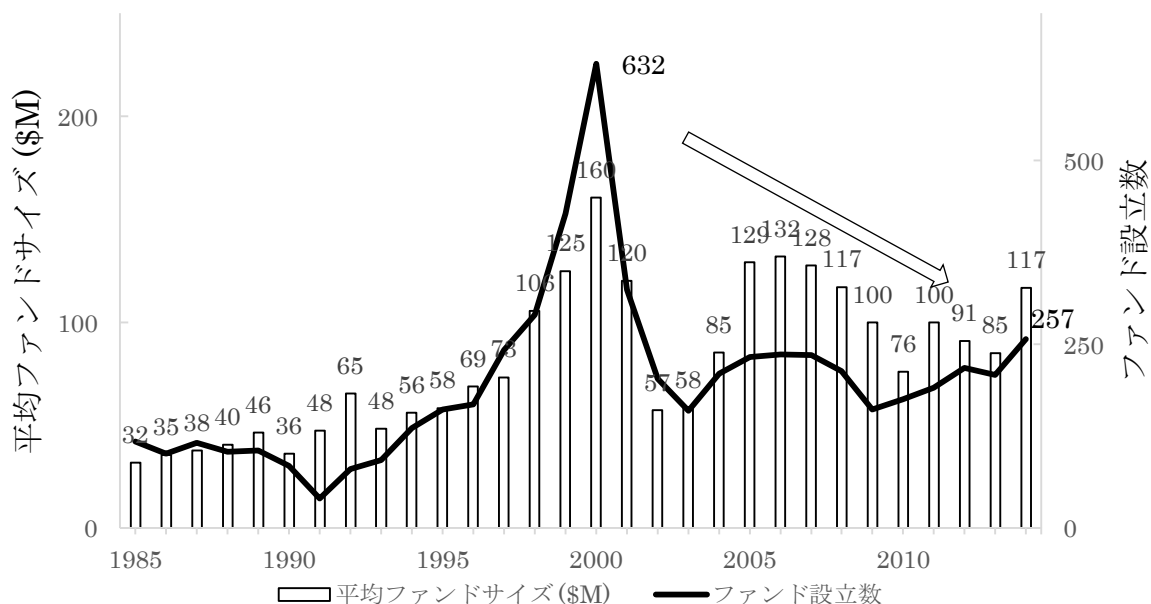


図3 米国VCのファンド設立数と平均ファンドサイズ

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

Stanford Graduate School of Business Insight (2015)によれば、前述の1979年の Prudent Man Rule の緩和以降に設立された米国の上場企業1,330社を分析した場合、43%に当たる574社がVCからの出資を受けた企業であった。そして、1,330社のうち、VCから出資をうけた574社が、時価総額の57%、従業員数の38%、そして特筆すべきことに、研究開発費用の82%を占めている事がわかった。現在米国で上場している企業4,063社を母数として見た場合でも、そのうちの18%にあたる710社がVCからの投資を受けており、それぞれ時価総額の20%、売上高の10%、研究開発費用の42%を占めている。経済成長を支える研究開発が行われる場所は、米国では既に新興企業に移行しているのである。尚、業界別に最もVCの影響を受けたのは、IT技術、小売（イーコマース含む）、バイオテクノロジーとなっている。

## 2. VCのビジネスモデル

VCのビジネスモデルを簡単に示したのが図4である。VCは自らをGP (General Partner：無限責任組合員)としてファンド運営の責任を負い、主に年金や保険会社等の機関投資家をLP (Limited Partner：有限責任組合員)として資金を調達し、ベンチャー企業を選別した上で投資をする。General PartnerであるVCにとって、投資先であるベンチャー企業の育成も主要な業務である。育成したベンチャー企業のExit (IPOやM&Aによる未公開株の現金化)を通じて、そのキャピタルゲインをLPに配当する。VCは預かった資金量に応じてManagement Fee(ファンド管理報酬)を固定報酬として徴収する他、実現したリターンに応じてCarried Interestと呼ばれる成功報酬を獲得する。ファンドは一般的に10年を期限として運用され、LPの合意の上で数年の延長が可能である。

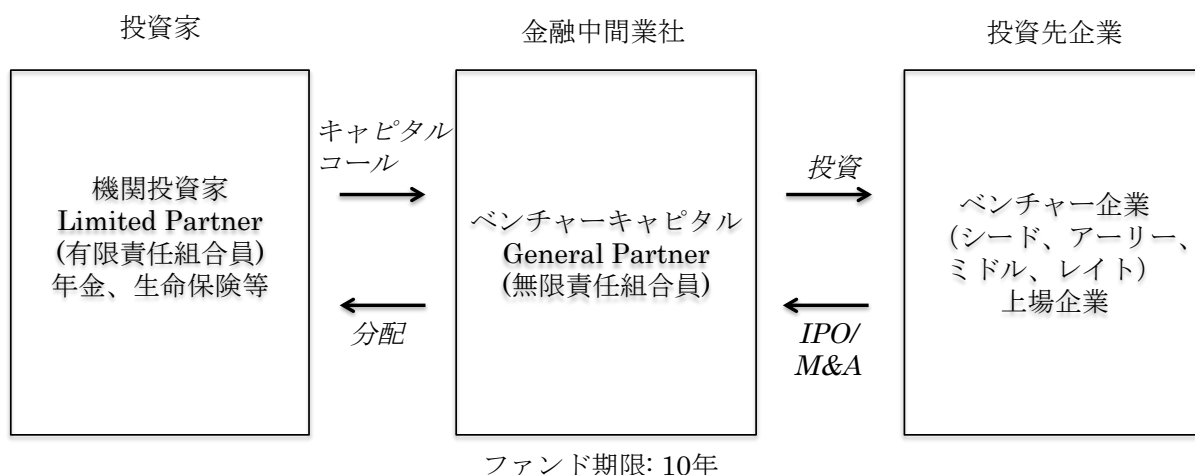


図4 VCのビジネスモデル

出所：Metrik(2006)<sup>ix</sup>を基に筆者作成

投資対象となるベンチャー企業は、投資時の成長度合いによって、「投資ステージ」という概念で評価され、VCはそれぞれの投資ステージに求められる機能を提供する事必要がある。各ステージにおいて一般的に発行される優先株の種類によって、ステージとラウンドが紐付けられている。また、投資ステージ毎にベンチャー企業の評価指標、育成手法が異なるため、通常はファンドとして1つ、または2つの投資ステージに特化し、そのステージのベンチャー企業を評価、育成する為の適切なスキルを持ったGPチームによってファンドが組成される。表7にVCの投資ステージ別分類と、求められる支援内容やVCスキルについて示す。VC業界においては、アーリーステージでの投資を行い、初期段階からベンチャー企業を支援できるVCが本流とされる。また、近年はシードアクセラレーターといわれる創業直後、もしくは創業前の起業家を支援する業態が拡大しており、エンジェルといわれる個人投資家と共に、初期段階のベンチャー企業の設立、育成を支援している。

<sup>ix</sup> Metrik (2006) p. 3-4

表 7 VC の投資ステージ別分類

ステージ (ラウンド)	状態	VC の役割
シード (Seed)	・ 経営者とアイデアのみ	・ 経営者、市場、技術の方向性を見極め ・ 経営者育成、ビジネスプラン作成支援 ・ プロトタイプ作成費用の投資
アーリー (Series A)	・ マネジメントチームと 初期プロダクト ・ 初期顧客獲得	・ 経営チーム、初期製品の評価、構築支援 ・ 初期顧客、パートナー開拓 ・ 最初の本格的 VC ラウンド組成
ミドル (Series B) (Series C)	・ 数億円規模の売上発生 ・ 拡大ステージ	・ 市場、製品評価による拡大可能性を見極め ・ 販売、マーケティング、パートナー開拓支援 ・ 大型 VC ラウンド組成
レート (Series D 以降)	・ 数十億円規模の売上 ・ 上場か買収視野	・ Valuation と ROI の見極め ・ 管理、モニタリング ・ 大型ラウンドでの資金供給

出所：筆者作成

### 3. 近年の米国 VC ファンドの動向

本項では、米国におけるイノベーションや経済拡大に大きく貢献している VC、及びベンチャー企業の近年の動向を示す。図 5 に米国 VC の投資分野を示す。Deloitte (2015)によると、VC が成長を確信している市場は、上位から Cloud Computing/SaaS、Mobile、IoT (Internet of Things : 物のインターネット)、Enterprise Software、Biopharmaceuticals、Robotics となっている<sup>x</sup>。Cloud Computing/SaaS は 3 年連続で第 1 位となっており、市場の拡大と共に革新的なベンチャー企業が次々と生まれている。

<sup>x</sup> Deloitte が National Venture Capital Association と共に行った調査。世界の VC の General Partner、208 人の各投資分野に対する成長確信度合いについての回答を集計した。スコアは 1～5 の 5 段階で、5 が最も強い確信を示す。

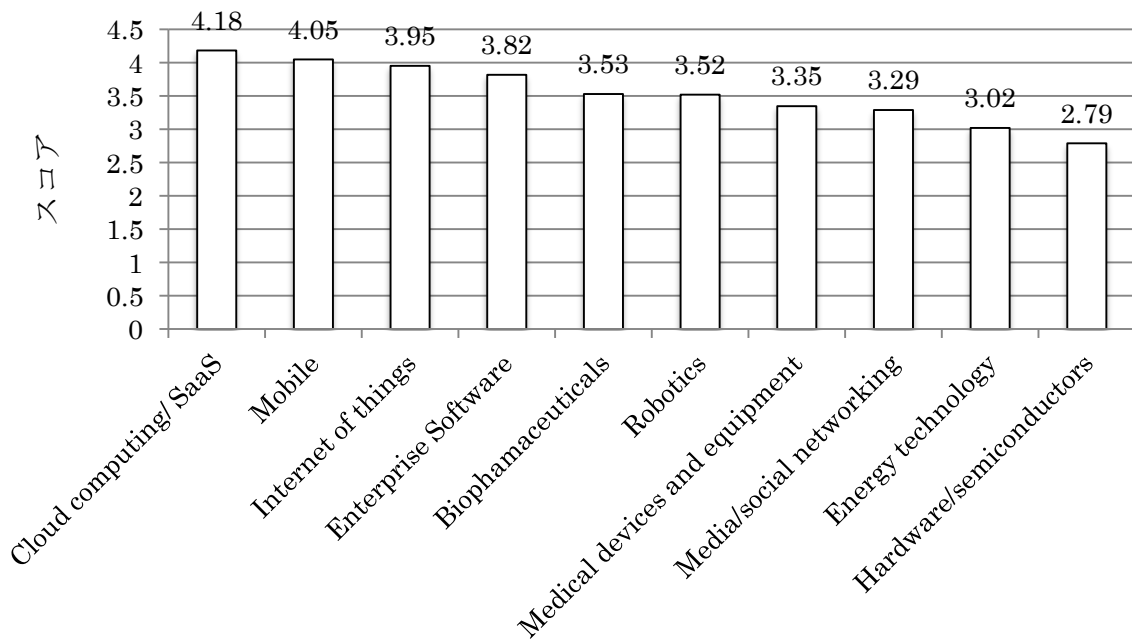


図5 米国 VC の投資分野

出所：Deloitte (2015)

また、PwC (2015)によれば、企業が買収ターゲットとして注目している技術分野として、Robot/Drone/Machine Learning、IoT、Cloud、Consumer oriented technology enabled model、Security を挙げている。

図6にVCの投資ラウンド別時価総額推移を示す。レイトステージにあたる Series D 以降の投資時の時価総額が近年大きく上昇している事がわかる。これは、ベンチャー企業の上場までの期間が長引いている為にレイトステージでの大型の調達が増加している事、ヘッジファンドや投資銀行等、これまで未上場企業に投資を行わなかった金融機関がレイトステージのベンチャー企業の調達に参入して来ている事が原因として考えられる。



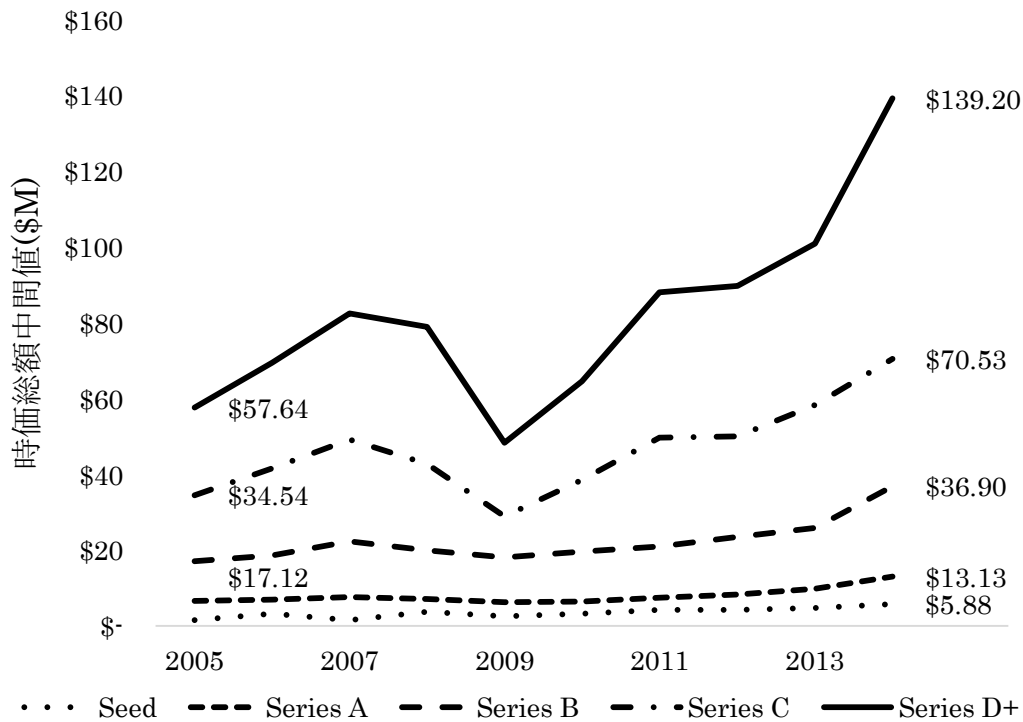


図6 米国の投資ラウンド別時価総額推移

出所：PitchBook を基に筆者作成

図7に、米国の増資ラウンド別時価総額年間成長率の推移を示す。Seedのベンチャー企業の時価総額が大きく上昇している事がわかる。GoogleやFacebook、Twitter等の成功で富裕層の数が増加し、米国で従来から存在したエンジェル投資家の人数が増えた事、Crowd Fundingと呼ばれる仕組みの拡大により、インターネット上で広く一般個人から資金調達をするベンチャー企業が増えた事、そしてシードアクセラレーターと呼ばれるシードステージのベンチャー企業を対象にした投資ファンドが増加した事により、シードステージでの投資家が増え、結果として投資を受けるベンチャー企業の交渉力が上がり、時価総額の上昇に繋がっていると考えられる。

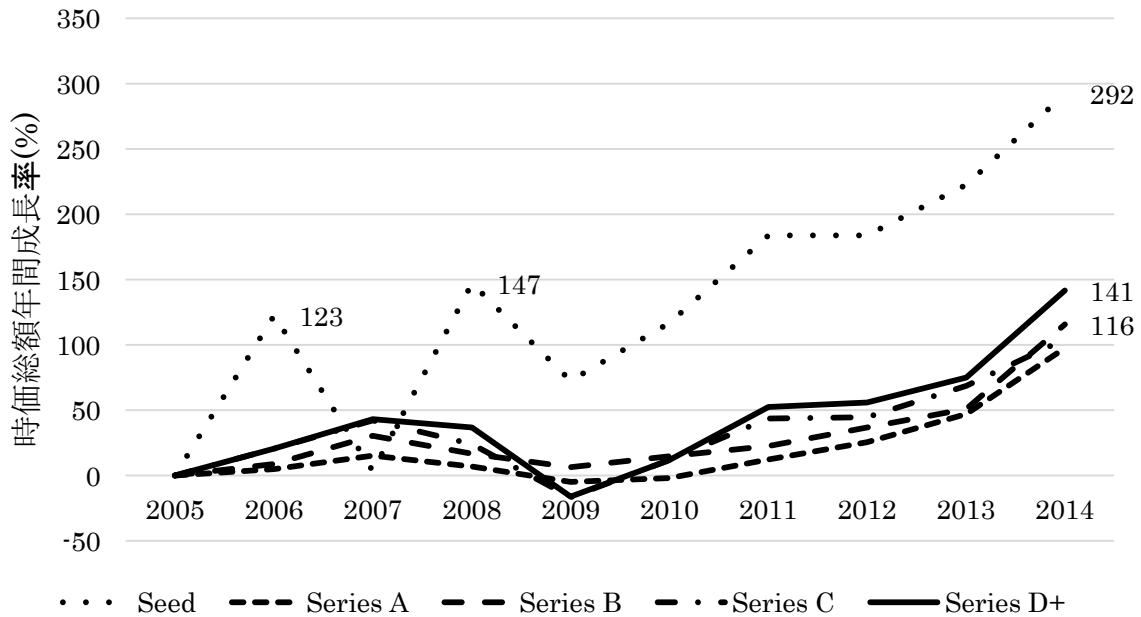


図7 米国の投資ラウンド別時価総額年間成長率

出所：PitchBook を基に筆者作成

図8に、時価総額の年間成長率の、2005年から2014年までと、2009年から2014年までの時期比較を示した。Seedの成長率は過去10年間一定して上昇しているが、それ以外のラウンドは、2009年から2014年の過去5年間において、急速に時価総額が上昇している事がわかる。

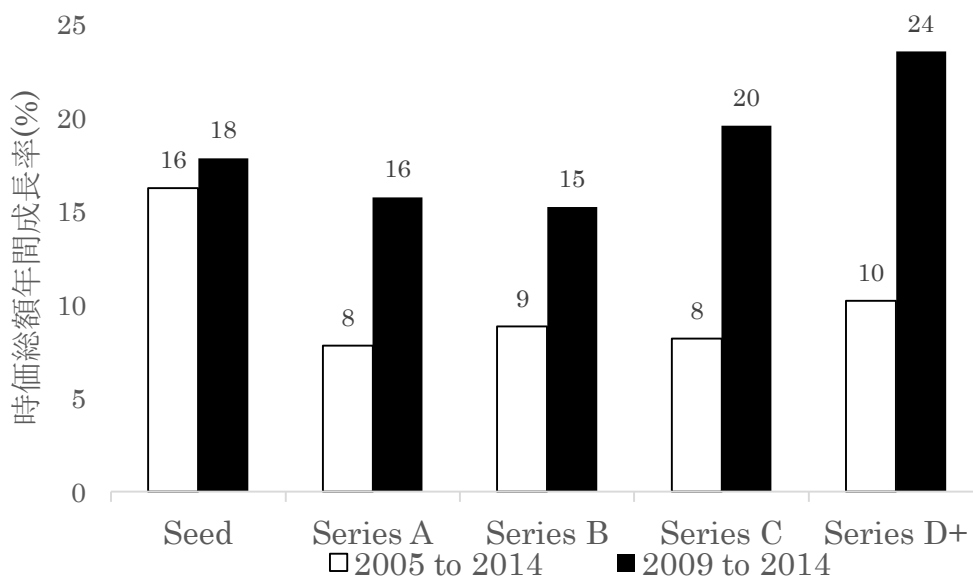


図8 時価総額年間成長率 時期比較

出所：PitchBook を基に筆者作成

#### 4. 米国のベンチャーキャピタリスト

北米のベンチャーキャピタリストには、技術やビジネスの目利きが出来、更に投資後に社外役員として投資先の成長に貢献する事ができる人材が求められる。そのため、起業家としての創業、ベンチャー経営経験や、先端ビジネス分野での事業経験、実績が豊富な人材が選ばれる事が多い。

米国の若手ベンチャーキャピタリストの代表的な人物が、Benchmark Capital の Matt Cohler である。イエール大学を卒業後、マッキンゼーにて勤務、その後 LinkedIn の創業メンバーとして同社の事業拡大に貢献すると、同じく創業直後の Facebook に 5 番目の社員として入社。最終的には Vice President として同社の拡大に大きく貢献した。米国の Social Networking 業界の著名ベンチャー企業 2 社の創業から拡大を経験したキャリアを評価され、その後、若くして Benchmark Capital の General Partner として参画し、Social Networking 業界を中心に投資を行っている。Matt Cohler の投資先には Dropbox、Zendesk、Domo、Instagram、Quora 等、インターネットサービス業界の著名銘柄が揃っており、彼の業界知見、ベンチャー経営経験を生かしたアドバイスを求めて、有望企業が集まっていることがわかる。

下記表 8 に、米国の VC のランキングとして有名な Forbes Midas List の 2015 年の Top10 に選ばれたベンチャーキャピタリストの経歴を示す。メンバーの多くが、技術的知見、ベンチャー経営の実務、高い学歴を保有する人物である事がわかる。

10 人中 6 名が MBA（経営学修士）を保有、3 名が MS（理系修士）、3 名が起業、ベンチャー経営経験を保有、そして 9 名は事業会社での営業、技術開発、事業開発の経験を保有していた。事業会社勤務経験のない 1 名の Paul Madera は、US Airforce でパイロットとしての勤務経験と投資銀行での勤務経験を持ち、レイトステージでの投資ファンドである Meritech Capital を率いている人物である。

表8 Forbes Midas list 2015 Top10 ベンチャーキャピタリストの経歴

順位	ファンド名	氏名	学歴	経歴
1	Sequoia Capital	Jim Goetz	MSEE, Stanford	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Partner, Accel Partners</li> <li>・ Co-founder, Vital Signs</li> <li>・ VP, SynOptics Communications</li> </ul>
2	Benchmark Capital	Peter Fenton	MBA, Stanford	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Managing Partner, Accel Partners</li> <li>・ GM, Virage</li> </ul>
3	Lowercase Capital	Chris Sacca	Dr, Georgetown	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Head of special initiatives, Google</li> <li>・ Head of legal &amp; Corp. Dev., Speedera Networks</li> <li>・ Attorney, Fenwick &amp; West</li> </ul>
4	First Round Capital	Josh Kopelman	BA, U Penn	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Managing Director, Midas Capital</li> <li>・ Founder &amp; President, Half.com</li> <li>・ Co-founder &amp; EVP, Infonautics</li> </ul>
5	Baseline Ventures	Steve Anderson	MBA, Stanford	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Senior Director, Microsoft</li> <li>・ Partner, KPCB</li> <li>・ GM, Starbucks Coffee</li> <li>・ Sr. Sales Rep, DEC</li> </ul>
6	Sequoia Capital	Douglas Leone	MBA, MIT MS, Columbia	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Sales &amp; Sales Mgmt, Sun Microsystems, HP and Prime Computer</li> </ul>
7	Meritech Capital	Paul Madera	MBA, Stanford	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Managing Director, Montgomery Securities</li> <li>・ Investment Banking Associate, Morgan Stanley</li> <li>・ Pilot, US Air Force</li> </ul>
8	Sequoia Capital China	Neil Shen	MA, Yale	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Co-founder &amp; CFO, Ctrip.com</li> </ul>
9	Benchmark Capital	Bill Gurley	MBA, U of Florida	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Sell-side Analyst, DMG Technology Group</li> <li>・ Sell-side Analyst, Credit Suisse</li> <li>・ Electrical Engineer, HP</li> </ul>
10	GGV Capital	Jenny Lee	MBA Kellogg MS, Cornell	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Assistant Principal Engineer, ST Aerospace</li> <li>・ VP, JAFCO Asia</li> <li>・ Associate, Morgan Stanley</li> </ul>

出所：Forbes Midas list, LinkedIn、各社HPを基に筆者作成

また、表9にForbes Midas list 2015 Top VCファームのパートナー経歴を示す。これは、Forbes Midas Listに掲載されたキャピタリストの人数が多い上位5つのファンド

(Sequoia Capital, Accel Partners, KPCB, Benchmark Capital, Greylock Partners)の全パートナーの経歴の分析結果を示したものである。米国のトップベンチャーキャピタリスト55名のうち、90%を超える50名が事業会社経験を保有している。また、ベンチャー企業の創業、経営経験豊富なメンバーは20名で、全体の36.4%である。米国のベンチャーキャピタリストは、自身の持つベンチャー企業経営、事業開発経験を投資先に提供する事で、投資先の価値向上に寄与している。また、MBA、MS保有者はそれぞれ21名、11

名となっており、投資先の経営支援をする上で必要な知識を、学術的に身につけている人材も多い。

表9 Forbes Midas list 2015 Top VC ファームのパートナー経歴

ファンド名	パートナー人数	MBA 保有者	MS 保有者	起業経験	事業会社経験
Sequoia Capital	12	5	5	6	12
Accel Partners	9	5	1	1	7
KPCB	13	3	3	5	13
Benchmark Capital	9	3	0	5	8
Greylock Partners	12	5	2	3	10

出所：Forbes Midas list, LinkedIn、CrunchBase、各社 HP 基に筆者作成

## 第2節 米国ベンチャー企業の経営手法

### 1. 米国ベンチャー企業の競争力と成長戦略

米国のベンチャー企業は、自社が強みを持つ単一事業に専念し、情熱とスピード感を持って製品開発や事業展開を行い、また、環境の変化や戦略、組織の変更にもトップダウンで柔軟に対応できる。一方、創業直後は顧客を持っていない為、顧客ニーズを十分に把握していない可能性がある。また、市場、顧客へアクセスするルートを持っていない為、顧客開拓に時間を取られる事になる。資金調達を行えなければ開発、事業開発資金を捻出できず、事業が立ち行かなくなる。

大企業は既に市場で一定程度のシェアを持ち、多くの顧客を抱えている為、新たな製品を販売する際には、既存の販売チャネルを活用する事が可能である。また、日々の顧客とのやりとりを通じて、顧客がどのような要望を持っているか、市場のニーズがどう変化しているかを把握しており、それを製品開発に反映する事ができる。資金力も豊富にある為、開発、営業、マーケティング、広告それぞれにおいて思い切った打ち手を打つ事が可能である。一方、既存事業の延長線上で研究開発を行いがちになるため、漸進的なイノベーション

イノベーションは起こせるものの、既存事業を壊しかねない破壊的イノベーション<sup>xi</sup>を自ら生み出す事は難しい。組織が大きくなってくると、社内の意思決定の承認プロセスが多くなり、意思決定にも多くの人が関与する為に動きが遅くなる。社内政治も増え、人事評価や意思決定の透明性が欠けてきてしまう。

表 10 に、ベンチャー企業と大手企業、それぞれの強み、弱みを示す。ベンチャー企業は革新的な分野の専門事業者として、スピード感を持って事業を拡大する事ができる。一方、当初ベンチャー企業としてのスピード、柔軟性といった強みを持っていた企業も、会社の規模が大きくなるにつれ大企業的な弱点が社内に生まれ、次第に成長力を失っていく事例が多い。

表 10 ベンチャー企業と大手企業の比較

	ベンチャー企業	大手企業
強み	実行スピード 飛躍的イノベーション 変化、変更への柔軟性	業界の専門的知見 既存市場、既存顧客 資金力
弱み	顧客ニーズの理解が不十分 市場、顧客へのチャネル不足 資金力、リソースに欠ける	既存事業の延長線上でのイノベーション 意思決定が遅く、プロセスが多い 複雑で透明性が無い

出所：筆者作成

米国のベンチャー企業の経営者の年齢についても、興味深いデータが存在する。図 9 に、ユニコーン企業の創業者、経営者の年齢別内訳を示す。米国では、VC から投資を受け未上場の段階で 10 億ドル以上の時価総額を持つベンチャー企業をユニコーンと呼ぶが、その創業者の年齢と、現在の CEO の年齢の内訳を示したものである。これを見ると、ユニコーン企業の大半は 20 代の創業者によって創業されている事がわかる。破壊的イノベーションの創出においては、柔軟な発想を持つ若い世代の方が適している事を示している。一方、現在の経営者の年齢としては 40 代が中心であり、VC が経験のある経営者を外部招聘している事も影響していると思われる。米国では、破壊的イノベーションを生み出すべ

<sup>xi</sup> Harvard Business School の Christensen, C.M. が提唱するイノベーションモデルの 1 つで、確立された技術やビジネスモデルによって形成された既存市場の秩序を乱し、業界構造を劇的に変化させてしまうイノベーションの事。

ンチャーの創業者と、ベンチャー経営のプロフェッショナルが適切なタイミングで会社を率いる事でイノベーションが生まれ、また成長していく。そして、VCはその媒体としての役割を果たしているのである。

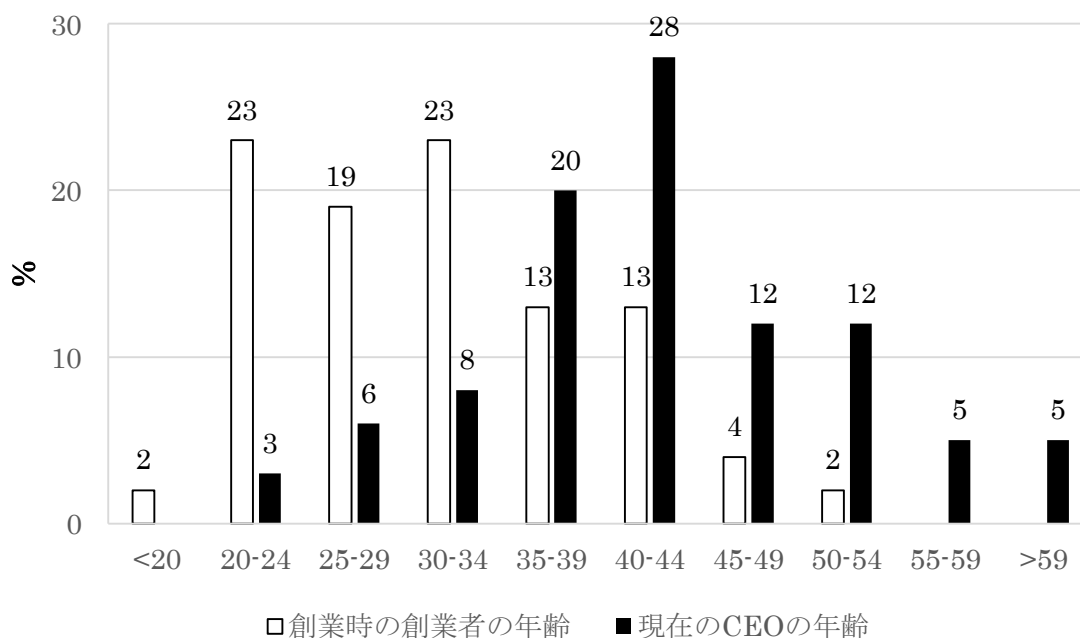


図9 ユニコーン企業の創業者、経営者の年齢別内訳

出所：Frick (2014)、筆者翻訳

これらユニコーン企業のように、破壊的イノベーションを持ち急拡大するベンチャー企業は、既得権益者である大手企業を脅かし、時には駆逐する事で急成長を遂げる。かつてAmazon.comが業界図を一変させ、多くの書店や小売店を廃業に追い込んだように、SNS（ソーシャルネットワーキング）、スマートフォンを始めとするモバイル技術、IoTを支えるセンサーネットワークシステムやビッグデータ分析技術、そしてクラウド技術の発展により、新たなビジネス、技術が低コストで開発でき、瞬く間に広まる土台が揃った事により、破壊的イノベーションを持つ新たなベンチャー企業が急成長している。

UberとAirbnbは、シェアリングエコノミーと呼ばれる、個人の保有資産の共有によるビジネスで急成長を遂げているユニコーン企業として有名である。Uberは2009年に設立された、スマートフォンアプリケーションを使ったタクシー配車サービスである。必要な免許、ライセンスを取得している車の所有者は誰でもドライバーとしてUberに登録でき、

自由に自分の好きな時間に働くことが可能となる。ユーザーは、配車から目的地指定、支払い、領収書受取まで全てスマートフォンアプリケーション上で完結できる。54カ国、250都市以上でサービスを展開しており、これまでに82億ドル以上を調達、時価総額は500億ドルを超えていると言われている。Uberの普及により、タクシー業界、レンタカー業界は大きな影響を受けている他、新車販売の落ち込みにより自動車業界、更には自動車保険業界も影響を受ける事になる。

Airbnbは2008年に設立された、宿泊施設の共有サービスである。宿泊施設を保有している人が誰でもその部屋を貸す事ができ、ユーザーは滞在先の宿泊地としてホテル以外の選択肢を得る事になる。現在192カ国、33,000都市で80万以上の宿が提供されている。これまでに24億ドルを調達し、時価総額は240億ドルに達している。Airbnbによってホテル業界は大きな影響を受けている。

このような破壊的イノベーションは、金融、食品、農業、医療といった分野にも進出してきており、多くのベンチャー企業が既存の伝統的企業のビジネスを脅かしつつある。こうした米国のベンチャー企業のイノベーションは瞬く間に世界を席卷するが、その要因の1つは、米国ベンチャー企業の成長志向にある。米国のベンチャー企業は、自社の時価総額を最も高めるのは、売上高の成長であることを理解しており、最速で業界内でのリーダーシップとマーケットシェアを獲得する事を目指して経営している。

McKinsey(2014)に、米国のベンチャー企業が重視すべき指標と、企業の成長段階に応じた最適な成長戦略に関する分析がある。彼らによれば、ソフトウェアとインターネットサービス企業にとって、売上高の年平均成長率が成功にとって何よりも重要であるとしている。彼らが行った、1980年から2012年までの間に存在した全世界のソフトウェア、インターネットサービス企業3,000社に対する調査の結果、1億ドルの売上に達する企業は全体の28%であり、10億ドルに達する企業は3%、40億ドルに達する企業は0.6%、17社しかなかったとしている。そして、売上高1億ドルに達するまでの年間売上高年平均成長率が60%を超えていた企業、「Supergrower」は、20%を下回っていた企業「Staller」と比較し、売上高10億ドルの企業になる確率が8倍高く、Stallerに属するソフトウェア企業の92%は、数年以内に消滅しているとしている。また、株主価値においても、Supergrowerに属する企業は、売上高年平均成長率が20%~60%の企業「Grower」と比較し、5倍の価値を提供しており、またStallerに属する企業は、株主価値を毀損していた(マイナス10%~18%)。そして、Supergrowerに属する企業の、実に85%がその成



長力を維持できず成長が鈍化するとし、一度成長が鈍化した企業が元の成長率に戻れる可能性は 25%以下しかないとしている。

また、ソフトウェア、インターネットサービス分野の上場企業の時価総額に最も影響を与えるのは、EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization : 税引前利益に特別損益、支払利息、減価償却費を加算した値) マージンでなく売上高の年平均成長率であり、売上高 40 億ドルに達するまでは、売上高年平均成長率の上昇は、時価総額に対して EBITDA マージンの改善の 2 倍の影響があるとしている。つまり、企業が価値を創造するために必要な 2 つの要素である、売上高の成長と ROI のうち、ソフトウェアとインターネットサービス企業においては、売上高 40 億ドルに達するまでは、売上高の成長の重要性が ROI の重要性を上回っているとしている。

彼らは、企業の成長ステージに応じた成長戦略についても言及している。成長は段階に分かれて行われるべきであるとし、序章、第 1 章、第 2 章に分けてそれぞれ取るべき打ち手を示している。

序章では、企業は製品と市場の適合性を確認すべきで、通常それは最初の顧客に対して特注の製品を収める事で行われる。序章では、多くの顧客に訴求できるような製品とビジネスモデルを見つけ出す事に注力すべきである。

第 1 章では、多くの顧客に提供し、継続的に売上を計上できることで事業を拡大させる事ができる事業に注力すべきである。ソフトウェアやインターネットサービス事業では、最初のヒット製品で自らのビジネスモデルを実証し、通常 1,000 万ドルから 1 億ドル程度 (稀に 10 億ドル) の売上を上げる事ができる。こうした企業は、この急成長を元に上場を果たし、成長資金を得る事が重要である。第 1 章で成功するための成功要因は 5 つあり、拡大する巨大市場、マネタイズモデルの確立、急速な顧客拡大、ステルス (開発途中のプロダクトを市場で公開せず、競合に知られない間に開発を進める事) 、経営メンバーに対するストックオプション等のインセンティブシステム設計、特に上場後売上高 10 億ドルを超える会社を目指す事を前提とした制度設計であるとしている。

第 1 章で成功を収めた企業は、売上高 1 億ドルから 10 億ドルに成長する過程において、最初の製品の市場規模や市場シェアの壁に直面する事になる。その為に、第 2 章として第 1 章と異なる戦略が必要になる。まず、新しい地域に製品を展開したり、既存事業基盤を生かした新しい事業を始めたり、既存事業に新しい種類のメニューを加えたりする事ができる。この方法は、第 1 章で展開した事業の市場が巨大で急拡大しており、複数の成長段

階を支える事ができる場合にのみ適用可能である。次に、いくつかの企業は第1章で実証したビジネスモデルを、隣接する異なる市場で展開する事ができる。Oracle や SAP が行うように、M&A を通じてこの戦略を展開する企業も多い。そして最後に、第1章で成功した事業をプラットフォーム化し、その上に自社の製品を補完する経済圏を作るというやり方がある。salesforce.com がその好例で、CRM の SaaS (Software as a Service) 事業で成功を収めた後に、その基盤となるアプリケーションの開発、展開プラットフォームを PaaS (Platform as a Service) として展開し、他社にその上でアプリケーションを開発させる事でプラットフォーム事業を拡大するばかりでなく、自社では開発しない SaaS 領域を他社のアプリケーションで補完している。また、そうした他社のアプリケーションの動向を見る事で、自社の将来の製品開発戦略にも役立つ知見を手に入れることができている。

また、第1章から第2章に移行する、適切なタイミングを見極める事が重要であるとしている。早く移行しすぎると、既存の市場からの収益を取り損ね、競合が市場シェアを奪う事を許す事になる。遅すぎると、既存事業の成長の鈍化が時価総額の低下を招き、最終的には市場シェアを失う事になる。適切なタイミングを見極める先行指標として、市場が飽和してきた事による顧客獲得ペースの鈍化、顧客の生涯価値の低下、自社経済圏へのパートナー企業の参加率の低下、新規参入者による市場破壊、そして自社の重要な人材の流出を挙げている。

図10に、2005年から2014年までの米国の投資ラウンド別投資案件数の推移を示す。Series A では6,724件の案件が存在するが、Series B では2,033件、Series C では990件となっている。増資を行う前に買収される企業も多い事も影響していると思われるが、ラウンドが進むにつれベンチャー企業の取捨選択が行われている事がわかる。米国のベンチャー企業は、こうした厳しい成長競争を勝ち抜いて事業を拡大しているのである。

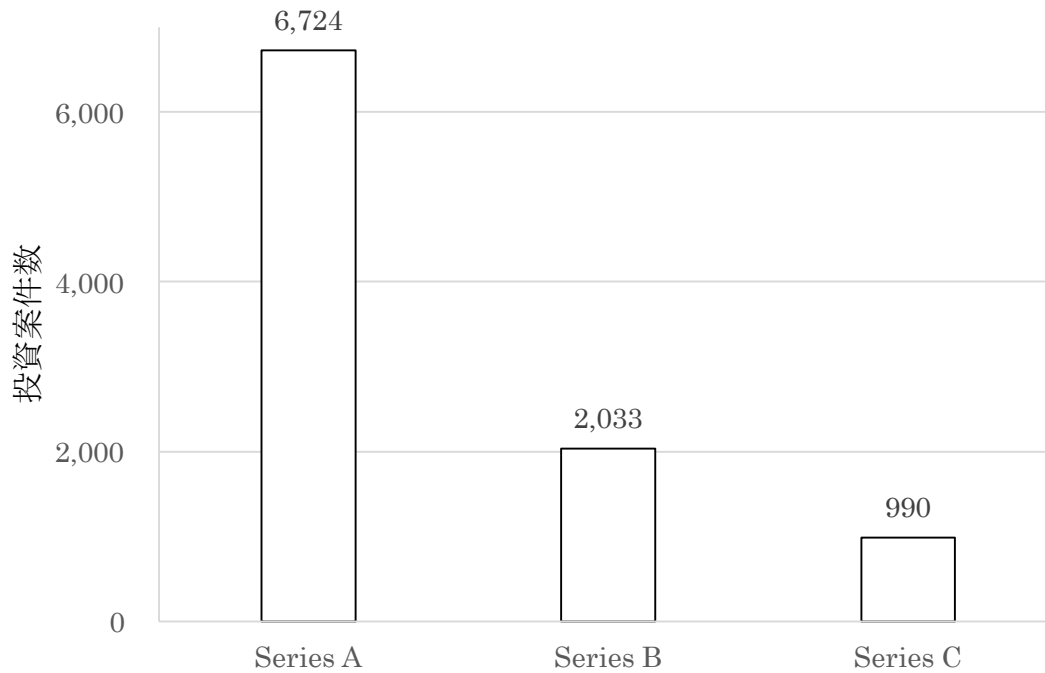


図 10 米国の投資ラウンド別投資案件数の推移

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

## 2. 米国ベンチャー企業のイグジット

成長志向のベンチャー企業のビジネスを支えるのが、彼らに投資する VC である。そして、VC の投資を受けて成長を続けたベンチャー企業は、その後 IPO か M&A の形で Exit をする事になる。図 11 に、2000 年から 2014 年までの米国のベンチャー企業の Exit までの期間の中央値を示す。VC の投資回収までの期間は年々長くなっており、IPO では 2014 年時点で 7.5 年、M&A では 6.2 年になっており、2000 年時点と比べるとそれぞれ倍増している事がわかる。

米国のベンチャー企業の IPO (Initial Public Offering : 新規株式公開) は、2008 年のサブプライム住宅ローン危機以降 2 年間は大幅に落ちこんだものの、その後 2010 年からは順調な回復を遂げ、2014 年には 115 件、上場後の時価総額の間値は 3 億ドル程度となっている。図 12 に 2005 年以降 10 年間の米国 VC 投資先ベンチャー企業の上場企業数、時価総額推移を示す。

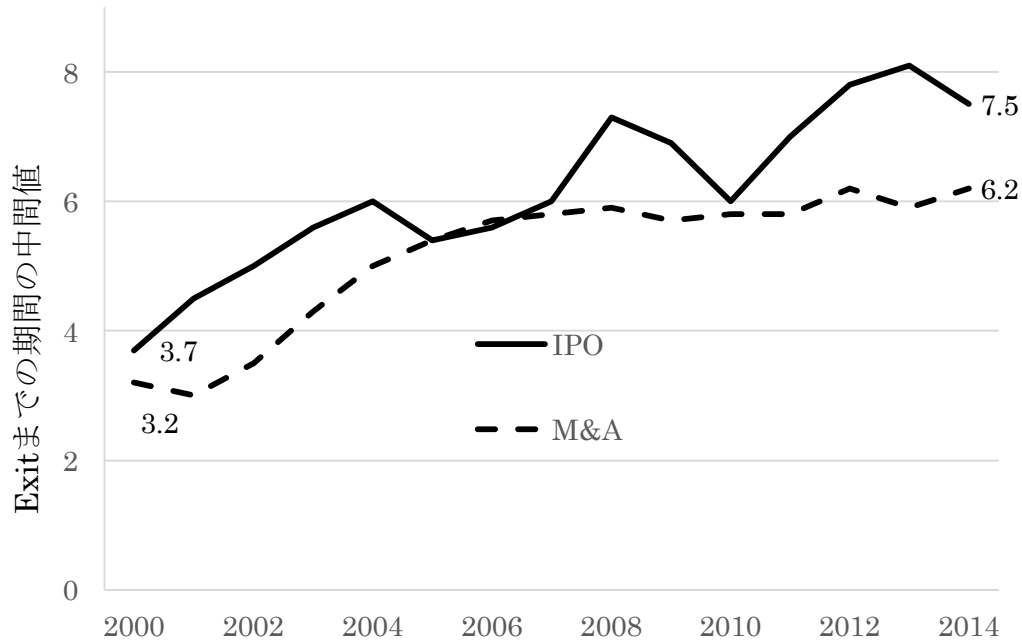


図 11 米国ベンチャー企業の Exit までの期間

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

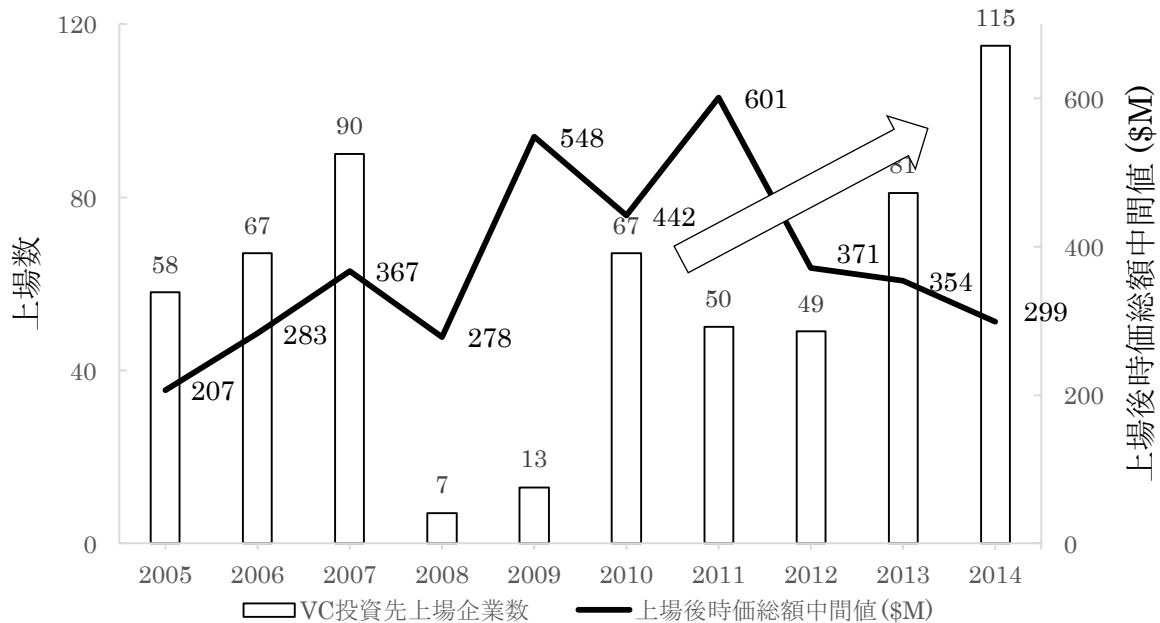


図 12 米国 VC 投資先ベンチャー企業の上場企業数、時価総額推移

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

ベンチャー企業の IPO による Exit の事例として、Facebook の事例を示す。同社は 2004 年に当時ハーバード大学の学生であった Mark Zuckerberg によって設立されたベンチャー企業である。2015 年 10 月現在、売上高 146 億ドル、時価総額 2,873 億ドルを誇り、登録ユーザー数は 15 億人を超える世界最大の SNS に成長した。

米国のベンチャー企業データベースである CrunchBase によれば、Facebook は 2004 年に設立後、50 万ドルのエンジェルラウンドで資金を調達し、その後 2005 年に 1,270 万ドルのシリーズ A ラウンドを、米国の大手 VC の一つである Accel Partners から調達している。この時の増資後の時価総額は既に 1 億ドルを超えている。その後、2006 年の Series B で同じく老舗の米国一流 VC である Graylock Partners 等から 2,500 万ドルを調達すると、2007 年から 2008 年にかけての Series C で、合計 3.7 億ドル超を Microsoft を含む事業会社等から調達をしており、この時の時価総額は 50 億ドルに達していた。その後、2009 年には Series D として、ロシアの巨大投資ファンドである DST から 3.9 億ドルを調達し、時価総額を 100 億ドルに押し上げると、2011 年には DST に加えて Goldman Sachs から、上場前の最後の調達として、15 億ドルを調達し、増資後の価値は 500 億ドルを超えた。その後 2012 年に上場し約 160 億ドルを調達、時価総額は 1,000 億ドルを超えて成長をしていく。このように、設立から上場前までに Facebook は合計 24 億ドル以上を、上場時には約 160 億ドルを 8 年間の間に調達する事で成長を加速し、SNS 業界で世界最大の企業と成長を遂げており、成長のスピードを重視する米国のベンチャー経営の成功モデルの 1 つと言える。

また、同社に投資した VC の成功報酬の額も桁違いである。前述の Accel Partners は、Series A の増資後に Facebook 株の 11%程度を保有していたと推定でき、その後通常の米国の VC の投資スタイル通り、その後の増資タイミング毎に持分を維持できる分だけ追加投資を行っていたと仮定すると、2012 年に上場した際の持分株式の時価は 110 億ドルとなり、その 20%に当たる成功報酬の額は 22 億ドルとなる。

ベンチャー企業の M&A が非常に多いのも米国の特徴である。図 13 に米国 VC 投資先ベンチャー企業の M&A 数、平均買収金額を示す。VC 投資先の被買収企業数は 2014 年には 459 件であり、VC 投資先企業の買収金額平均値は約 3.5 億ドルである。前述の通り 2014 年の IPO 数が年間 114 件、上場後の時価総額の間値が 3 億ドルである事から考えると、M&A は件数にして約 4 倍、1 件あたりの金額ベースでも IPO を上回っている事がわかる。VC やベンチャー企業の経営者にとって、ベンチャー企業の大企業への売却は、

株式売却益実現の為の主要なルートであり、同時に大手企業にとっては、オープンイノベーション実現や事業拡大の為の主要な手段でもあるのである。

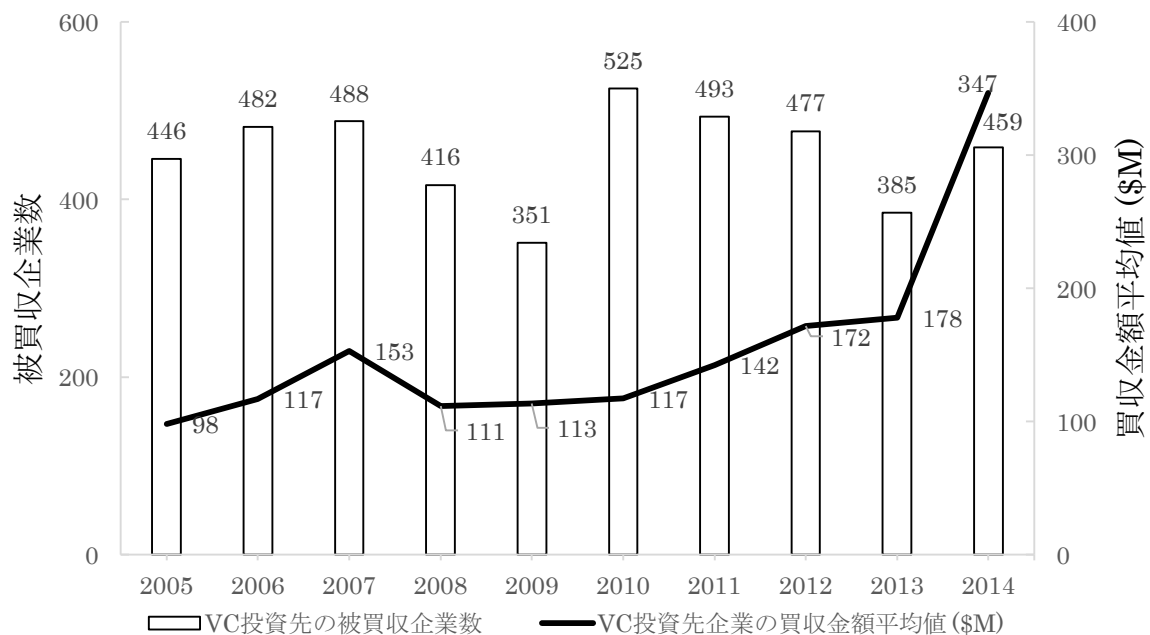


図 13 米国 VC 投資先ベンチャー企業の M&A 数、平均買収金額

出所：NVCA Yearbook 2015 を基に筆者作成

表 11 に、米国 ICT 分野の 2014 年の大型 M&A 案件一覧を示す。成長過程のベンチャー企業が、大手企業によって 30 億ドルを超える価格で買収される事例も多く、特に買収額第 1 位の Facebook による WhatsApp 買収には 220 億ドルが投じられている事がわかる。2013 年と比較すると 10 億ドルを超える M&A の件数は倍増しており、買収総額ベースでは 62% 上昇して 1614 億ドルに達している。PwC(2014)によれば、2013 年から 2014 年の米国の IT 投資額の増加が 2% 以下であった事を考えれば、如何に M&A 意欲が旺盛であったかがわかる。また、大手企業の事業部門を売却する事例も多く、2014 年では Nokia と Motorola の事業部門がそれぞれ Microsoft と Zebra Technology に売却されている。

表 11 米国 ICT 分野の 2014 年の大型 M&A 案件一覧

被買収企業	買収企業	分野	買収金額
WhatsApp	Facebook	インターネット	220 億ドル
Concur Technologies	SAP	ソフトウェア	91 億ドル
Nokia's Devices & Service business unit	Microsoft	ハードウェア	72 億ドル
LSI	Avago Technologies	半導体	66 億ドル
MICROS Systems	Oracle	ソフトウェア	53 億ドル
TIBCO Software	Vista Equity Partners	ソフトウェア	41 億ドル
Comdata	FleetCor Technologies	ソフトウェア	34 億ドル
Motorola Solutions' Enterprise business	Zebra Technologies	ハードウェア	34 億ドル
Nest Labs	Google	ハードウェア	32 億ドル

出所：PwC (2014)、筆者翻訳

図 14 に、米国 ICT 分野の 2014 年の M&A の業界別内訳を示す。ソフトウェア界が案件ベースでは最も多く、84 件の買収が行われた。続いてインターネット業界が 76 件、ハードウェア業界が 52 件と続く。金額ベースでは、インターネット業界が 497 億ドルと最も多く、続いてソフトウェア業界の 432 億ドル、ハードウェア業界の 362 億ドルとなっている。インターネット業界の金額の方が、買収案件数の多いソフトウェア業界を上回った理由としては、前述の Facebook による WhatsApp の買収が大きく影響している。

表 12 に米国 ICT 分野の 2014 年の M&A の買収金額別件数内訳を示す。2013 年との比較では、10 億ドルを超える大型案件の数が 2 倍になっており、買収案件の大型化と、それを買収する大手企業の旺盛な M&A 意欲が伺える。

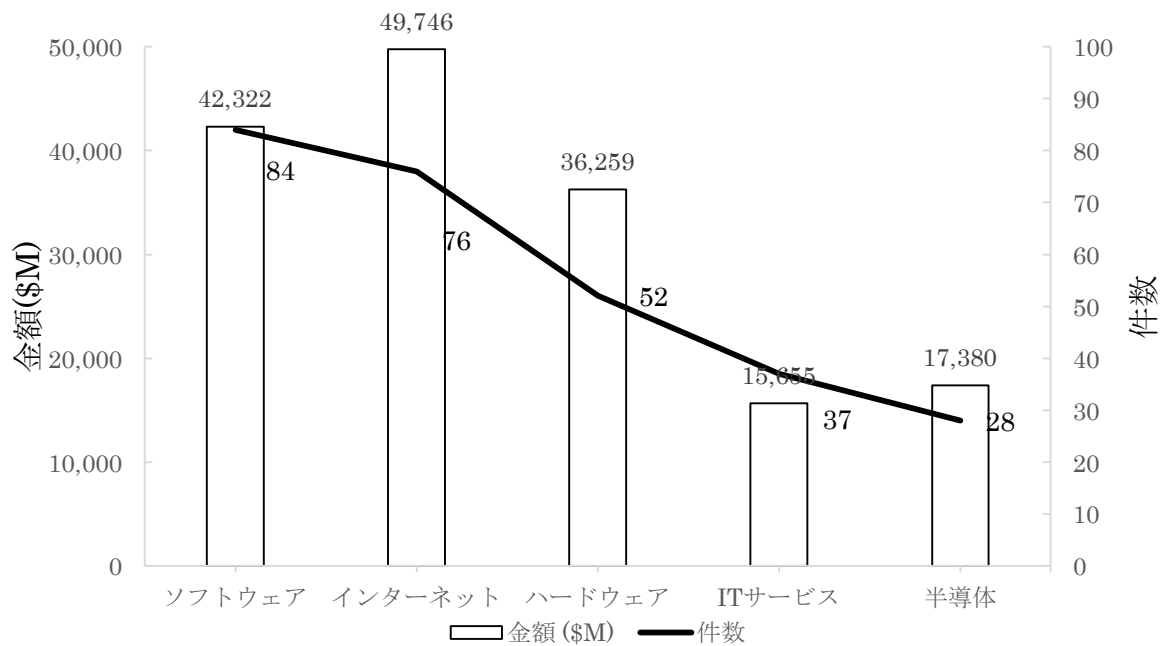


図 14 米国 ICT 分野の 2014 年の M&A の業界別内訳

出所：PwC (2014)、筆者翻訳

表 12 米国 ICT 分野の 2014 年の M&A 買収金額別件数内訳

金額分布	2013		2014	
	案件数	合計金額 (100 万ドル)	案件数	合計金額 (100 万ドル)
5,000 万ドル以下	66	1,710	91	2,584
5,000 万ドル～1 億ドル	28	1,927	33	2,432
1 億ドル～2.5 億ドル	53	7,688	47	7,776
2.5 億ドル～5 億ドル	19	6,663	43	15,309
5 億ドル～10 億ドル	20	14,738	27	18,549
10 億ドル以上	18	67,110	36	114,713
合計	204	99,836	277	161,363

出所：PwC (2014)、筆者翻訳



### 第3節 米国のCVC市場

#### 1. 米国のCVCの歴史

米国では大企業がCVCに取り組んできた長い歴史があり、下記の通り過去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VC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VC市場の盛り上がりが途絶えると、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VC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20億ドルに達し、VC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。

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160億ドル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4.7億ドルだったが、2000年初頭には62億ドルまで増加し、その後2001年の第3四半期には、8.5億ドルまで減少した。

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 他(2012)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、そのルートの確保として 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。Dushnitsky (2011)によれば、2000 年から 2009 年までに作られた 350 以上の CVC プログラムは、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。Boston Consulting Group(2012)によれば、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。また、Global Corporate Venturing 紙によれば、現在では世界で 1,100 社を超える企業がベンチャー投資部門を保有しており、Fortune100 企業の 48%が CVC 部門を保有しているとしている。

Dushnitsky (2011)によれば、今回の波のその他の 2 つの特徴としては、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でも CVC が広がっていることが挙げられる。図 15 に、Boston Consulting Group (2012)による業種別 CVC 浸透率を示す。各業界の時価総額上位 30 社における CVC 設立企業数の割合を、2007 年と 2012 年に集計したものである。Technology、Pharmaceutical、Telecom、Media & Publishing 業界においては、50%以上の企業が CVC を保有している。また、Power & gas production、Consumer、Medical Technology、Mining といった、これまで企業の成長の為に然程イノベーションを必要としなかった業界においても、2007 年以降 CVC の設立ペースが加速

しており、CVC の各業界への浸透度合いが確認できる。Boston Consulting Group (2012) は、こうした業界においても、他の業界同様、環境技術や安定したオペレーション、顧客満足度の向上の為に新たなイノベーション活用の必要性が増し、その為に自社の研究開発以外の新たなイノベーションへのチャンネルを模索する必要が出てきている事が原因であるとする。産業、技術のパラダイムシフト、融合化が求められる状況では、自社の研究開発のみでは技術革新のスピードに対応する事が難しくなる為、積極的な外部技術の活用を図る必要があるのである。

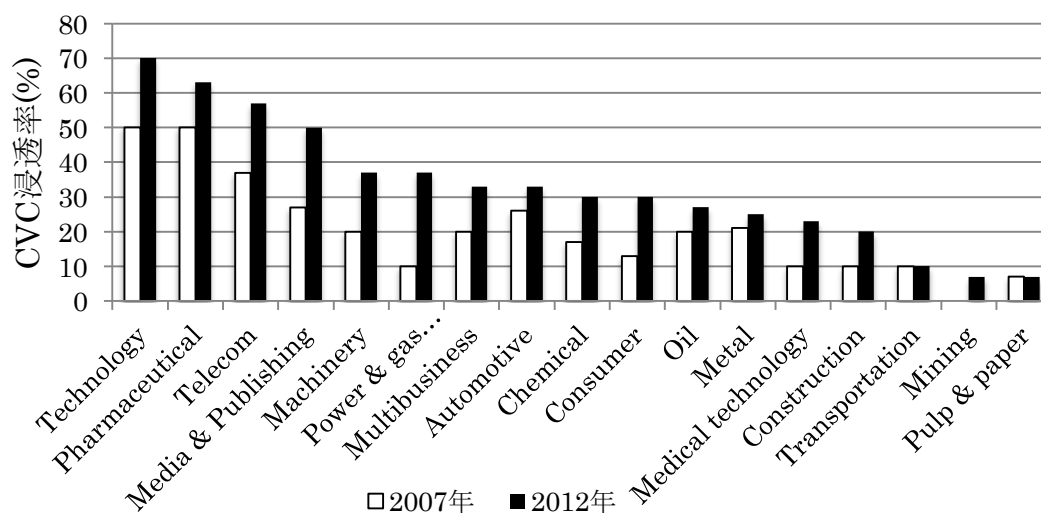


図 15 業種別 CVC 浸透率

出所: Boston Consulting Group (2012)

Dushnitsky and Lenox(2006)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、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を理由に、デバイス、半導体、コンピューター業界を挙げている。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、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。

## 2. 米国の CVC の現状

本節では、米国で存在感を増す CVC の現状について分析を行う。図 16 に、四半期毎の米国 CVC 投資額、投資件数推移を示す。金額、件数ともに上昇傾向であり、2014 年第 4 四半期では、CVC から 33 億ドルの金額が 166 社のベンチャー企業に投資されている。表 13 には、四半期毎の金額、投資件数別 CVC 比率を示す。CVC は、VC 市場全体において、2014 年 4Q では投資金額では 30%を超えており、件数でも 20%程度を占める存在となっている。

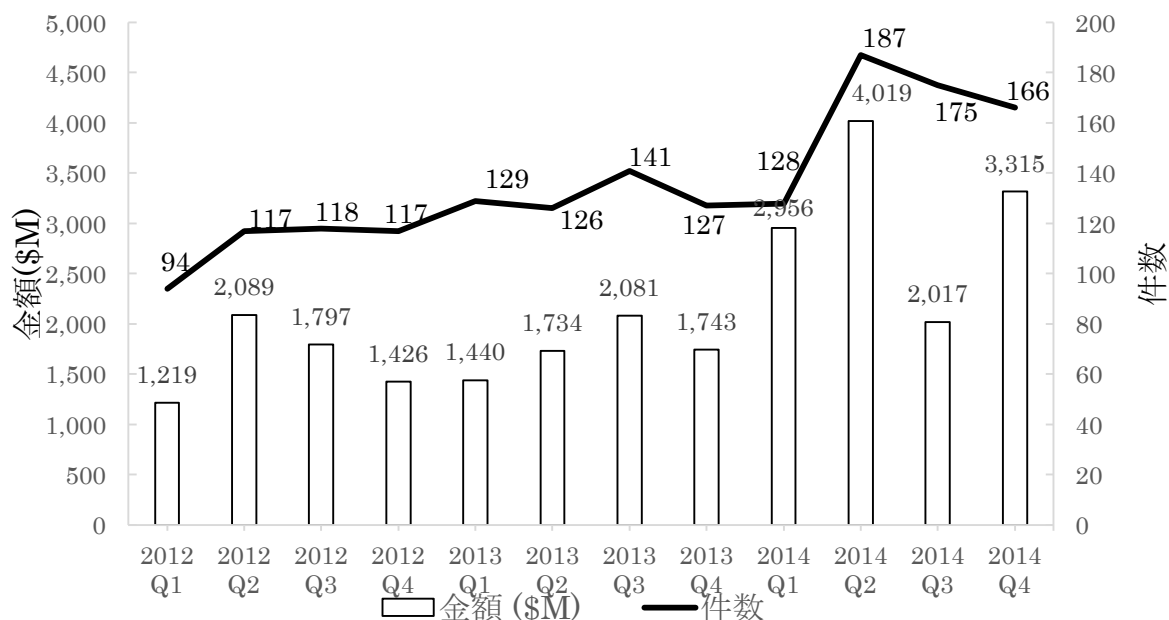


図 16 米国 CVC 投資額、投資件数推移

出所：CB Insights(2015)

表 13 金額、投資件数別 CVC 比率

	2013	2013	2013	2013	2014	2014	2014	2014
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
VC 投資金額 (10 億ドル)	6.9	7.0	7.2	8.0	10.1	13.9	13.9	9.8
VC 投資件数	841	807	857	849	881	974	878	884
CVC 投資金額 (10 億ドル)	1.4	1.7	2.1	1.7	3.0	4.0	2.0	3.3
CVC 投資件数	129	126	141	127	128	187	175	166
CVC 投資金額 比率(%)	20.3%	24.3%	29.2%	21.3%	29.7%	28.8%	14.4%	33.7%
CVC 投資件数 比率(%)	15.3%	15.6%	16.5%	15.0%	14.5%	19.2%	19.9%	18.8%

出所：CB Insights(2015)を基に筆者作成

また、図 17 に、米国 VC、CVC 投資案件の平均調達額推移を示す。8 四半期連続で CVC 投資案件平均調達額の方が大きく、これは、CVC が投資する案件が、VC が投資する案件より遅いステージの、事業も進捗しているベンチャー企業である事を示している。2014 年第 4 四半期では、VC 投資案件平均調達額が 1,670 万ドル、CVC 投資案件平均調達額が 2,390 万ドルとなっている。

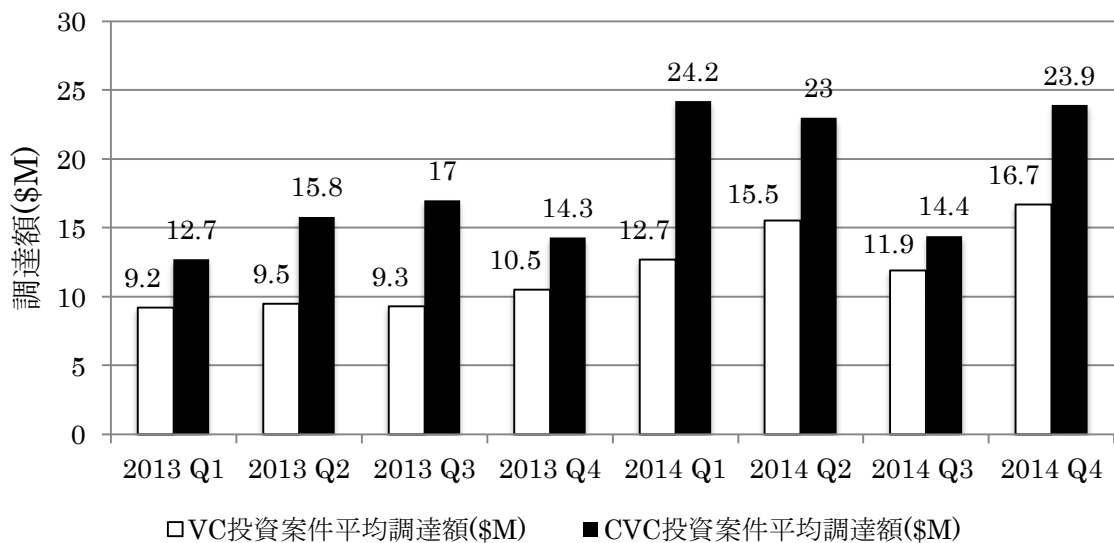


図 17 米国 VC、CVC 投資案件の平均調達額推移

出所：CB Insights(2015)

図 18 に、米国 CVC 投資案件の業界別内訳推移を示す。最も投資額が多いのはインターネット分野で、続いてモバイル・通信、ヘルスケアとなっている。ICT 業界の大手企業による CVC が多い事が要因となっていると考えられる。

図 19 に、米国 CVC の投資業界で最も投資額の多い、インターネット分野における投資金額、投資件数の推移を示す。当該分野の投資案件は 2014 年に金額面、案件面双方で大きく 2013 年を上回り、2014 年 Q4 の金額は 10.6 億ドル、件数は 62 件となっている。

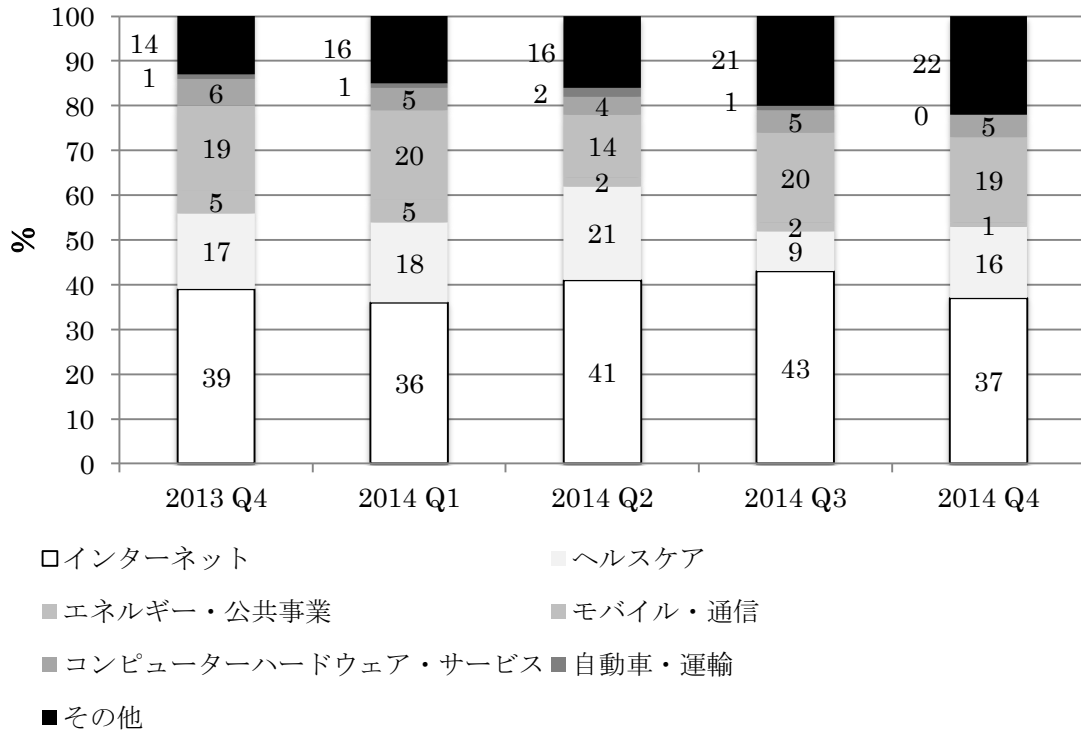


図 18 米国 CVC 投資案件の業界別内訳推移

出所：CB Insights(2015)

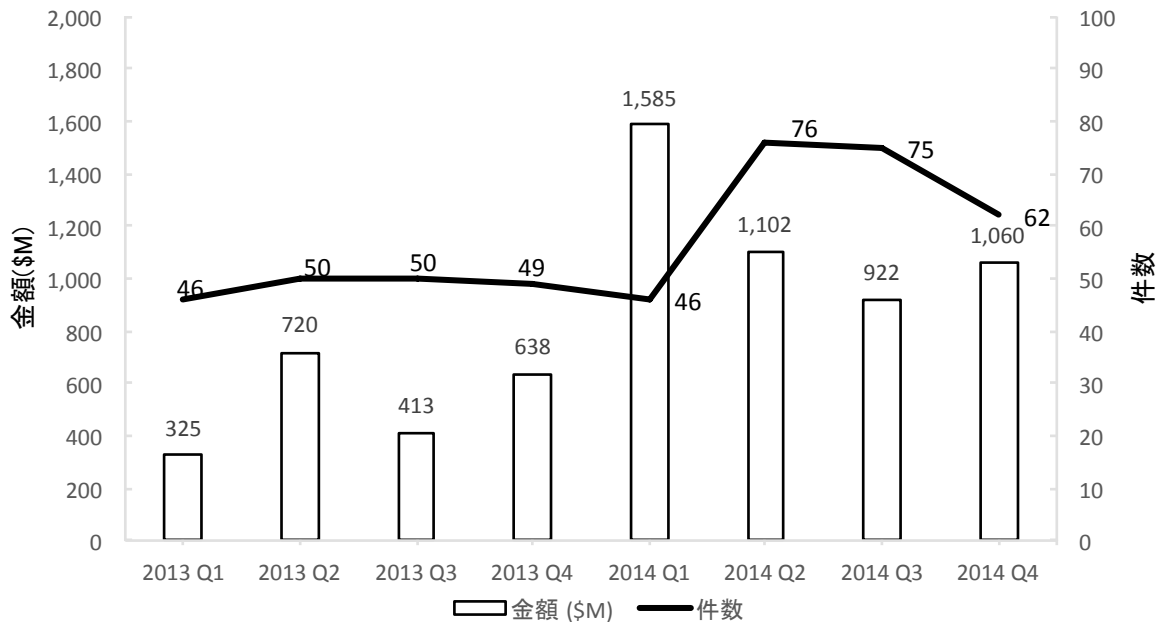


図 19 米国 CVC のインターネット分野における投資金額、投資件数の推移

出所：CB Insights(2015)

図 20 に、米国 CVC 投資件数の投資ラウンド別内訳推移を示す。投資件数別に見ると、CVC 投資においても昨今の VC 業界同様、Seed が多くなっており、2014 年では全投資額の 20%程度を占めている。また、Series A の投資案件の比率も増えてきており、かつてはミドルステージにあたる Series B での投資が多かった CVC の投資が、年々アーリーステージである Series A を手がけるようになってきている事がわかる。

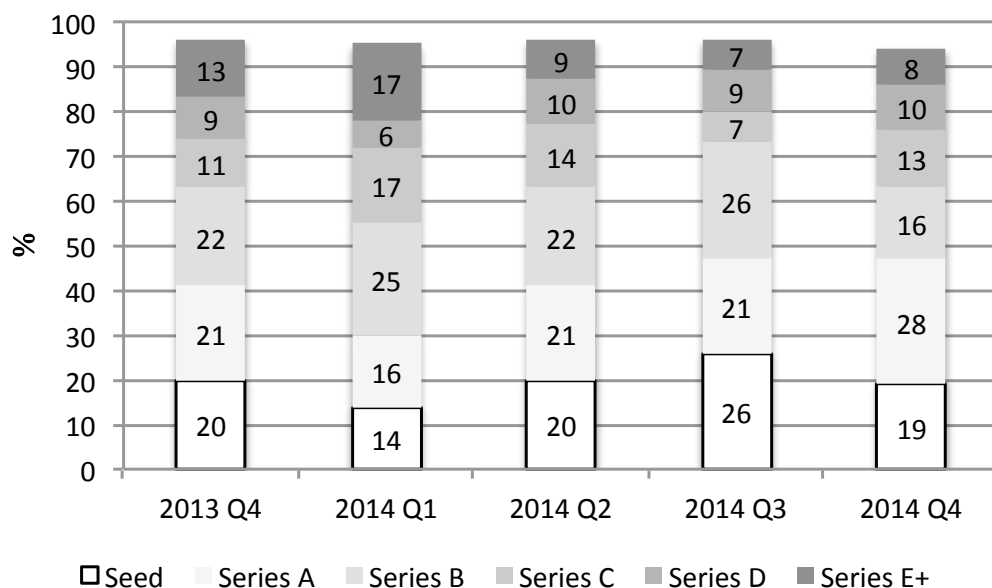


図 20 米国 CVC 投資件数の投資ラウンド別内訳推移

出所：CB Insights(2015)

図 21 に、米国 CVC の投資金額の投資ラウンド別内訳推移を示す。投資金額別の内訳においても、Series A の比率が高まってきているものの、2014 年第 4 四半期では未だ全体の 14%を占めるに過ぎない。CVC の投資はミドルステージにあたる Series B、Series C がメインであり、それぞれ全体の 29%、21%を占めており、CVC の全投資額の半分がミドルステージでの投資に使われている事がわかる。レイトステージにあたる Series D、Series E、もしくはそれ以降の案件の比率も高く、四半期毎にばらつきはあるものの、2014 年の四半期毎の分析では合計で 35%~67%程度を占めている。米国の大型案件の調達額に左右されるものの、レイトステージは CVC にとって主要な投資ステージである事がわかる。



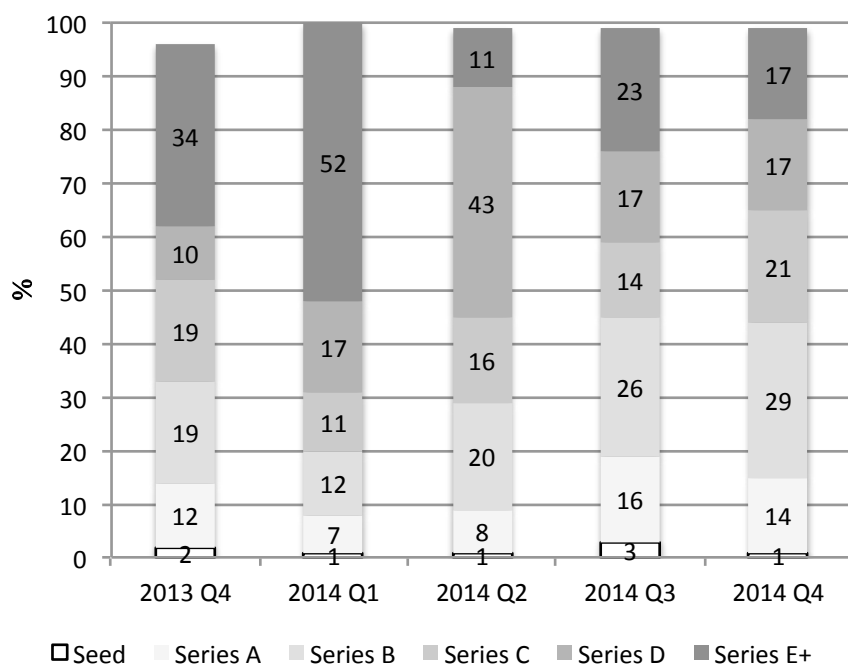


図 21 米国 CVC の投資金額の投資ラウンド別内訳推移

出所：CB Insights(2015)

図 22 に直近 5 年間の Seed 投資件数の推移を示す。前述の通り、CVC による Seed 投資は上昇傾向にあり、2014 年では 54 件となっており、2010 年と比較すると 5 倍以上の規模となっている。関係の深いシードアクセラレーターの手がける案件に CVC も参画する事例も増えており、今後も Seed での投資は活発に行われていくと思われる。

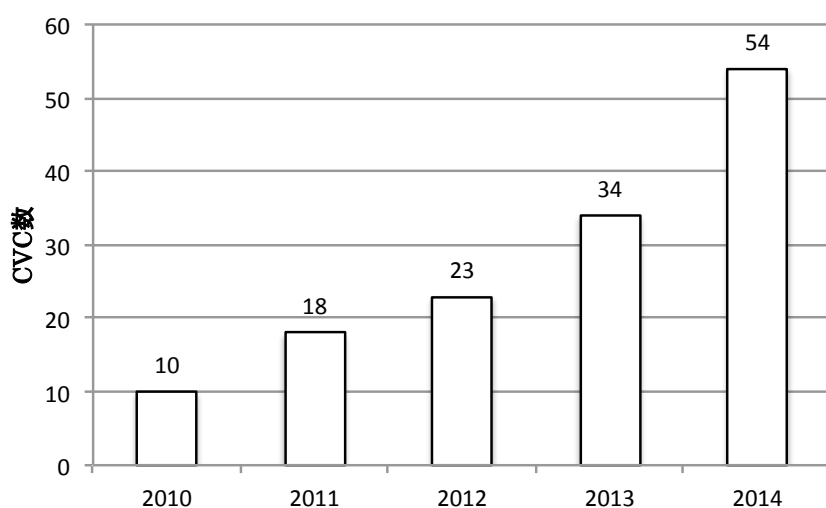


図 22 米国 CVC の Seed 投資件数推移

出所：CB Insights(2015)

図 23 に CVC の投資件数の、州別内訳を示す。シリコンバレーのあるカリフォルニア州が全体の半分以上を占める。ボストンのあるマサチューセッツ州、ニューヨーク州がそれに続いている。引き続き、シリコンバレーやサンフランシスコのあるカリフォルニア州が米国のイノベーションの中心である事がわかる。

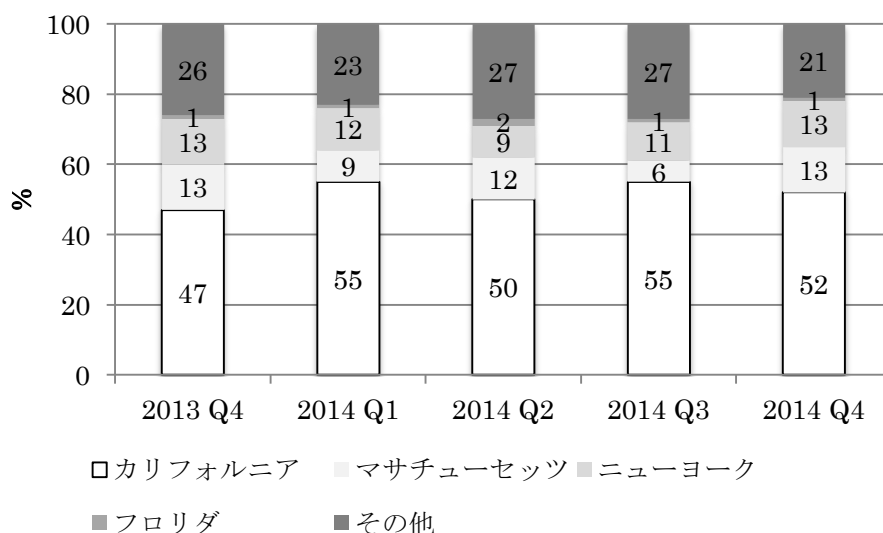


図 23 米国 CVC の投資件数の州別内訳

出所：CB Insights(2015)

表 14 に、CB Insights の 2014 年の米国の投資件数別 CVC ランキングを示す。Google Ventures は運用額や投資規模から見ても圧倒的な存在感を誇り、第 1 位に輝いている。歴史の長い Intel Capital がこれに続き、第 3 位には昨年投資部門の名称を変更し、更に投資を加速している Salesforce Ventures がランクインした。その他は主に欧米の ICT 大手企業や創薬系大手企業がランクインする中で、日本企業で唯一三井物産の VC 部門である Mitsui & Co. Global Investment がランクインしている。

表 15 に、2014 年の米国の投資先 Exit 件数別 CVC ランキングを示す。こちらも投資件数別ランキング同様、Google Ventures、Intel Capital が上位を占めている。Google Ventures の投資先の Exit の一つは Nest Labs があるが、これは Google 本体による買収である。Google Ventures 投資先が Google 本体に買収された、所謂 CVC 事例としての好例ではないかと思われる。

表 14 米国の投資件数別 CVC ランキング

順位	2014
1	Google Ventures
2	Intel Capital
3	Salesforce Ventures
4	Comcast Ventures
5	Qualcomm Ventures
6	Novartis Venture Funds
7	Samsung Ventures
8	Cisco Investments
9	Siemens Venture Capital
9	SR One
11	Bloomberg Beta
12	Fidelity Biosciences
12	Second Century Ventures
12	GE Ventures
12	Mitsui & Co. Global Investment
12	Microsoft Ventures
12	In-Q-Tel
18	Verizon Ventures
18	Johnson & Johnson Development Corp.
20	Bertelsmann Digital Media Investments

出所：CB Insights(2015)

表 15 米国の投資先 Exit 件数別 CVC ランキング

順位	CVC	2014 年に Exit した主な投資先
1	Google Ventures	OnDeck Capital, Hubspot, Nest Labs
2	Intel Capital	Yodlee, [x+1], Prolexic Technologies
3	SR One	Dicerna, iPierian, Concert Pharma
4	Qualcomm Ventures	Divide, Mobo Tap, Location Labs
4	Samsung Ventures	Fixmo, Cloudant, Engrade
4	Motorola Solutions Venture Capital	Fixmo, Zephyr Technology, Lumidigm
4	Mitsui & Co. Global Investment	ProteinSimple, Change Healthcare, Location Labs
8	Novartis Venture Funds	Alios BioPharma, Akebia Therapeutics, Celladon
8	Novo Ventures	Alios BioPharma, Nevro, Otonomy
8	Johnson & Johnson Development Corp.	Celladon, Nevro, CardioMems

出所：CB Insights(2015)

以上、米国においては、優秀な人材が破壊的ベンチャー企業を創業、経営し、事業経験豊富なベンチャーキャピタリストが、機関投資家から預かった資金を元に大型の投資を行い、育成する。大企業も CVC を通じてベンチャー企業のイノベーションにアクセスし、時には買収によってベンチャー企業の先端技術やビジネスモデルを吸収する。IPO や M&A による Exit を果たした起業家が、今度はエンジェル投資家となり、若い起業家の創業を支援する。こうしたベンチャー企業を取り巻くエコシステムが、米国のイノベーションの源泉となっているのである。

### 3. 米国のベンチャー企業との資本提携手段別事例

前述の表 4 に示した資本提携手段別の、米国の事例を下記に示す。内容については、各社ホームページを参照した。

#### (1) VC ファンドへの投資

##### ① IBM Venture Capital Group

VC ファンドへの出資を中心 2 ベンチャー企業の探索を行っている企業の代表例として、IBM を挙げる。IBM は、IBM Venture Capital Group を 2000 年に設立し、その後継続してベンチャー企業との連携を推進している。VC やベンチャー企業との連携を事業開発の手段として捉え、主に VC ファンドの出資によるベンチャー企業の案件収集、社内事業部との連携推進、そして M&A に繋がるベンチャー企業の発掘を行っている。VC のベンチャー企業への投資のテーマは、その後 IBM の事業テーマと成り得るという観点から VC との連携を重視しており、これまでに全世界で 1,000 以上の VC と連携実績がある。VC やベンチャー企業から得た最新のイノベーションの動向や環境の変化に関する情報を、社内の事業部のリーダーに早期に提供する事により、買収戦略やパートナーシップ戦略の構築に活用する他、クライアントとの商談に活用することを目的としている。同時に、ベンチャー企業に対して、共同でのマーケティング、技術支援、販売協力、トレーニング等を提供している。

##### ② Vantage Point Capital Partners

米国の事業会社から出資を受けている VC ファンドの事例として、Vantage Point Capital Partners を挙げる。Vantage Point Capital Partners は 1996 年に設立された、エネルギーと IT セクターを中心に投資を行う VC ファンドであり、2015 年 11 月末現在 40 億ドルの資産を運用している。シリコンバレーと中国にオフィスを持つ。

彼らは 2,500 万ドル以上出資した事業会社を Strategic LP として通常のファンド出資者とは別枠で捉え、投資案件の紹介や、共同出資、事業提携のアレンジを行っている。これまでにファンド出資をした企業は DuPont、P&G 等がある。

## (2) CVC の運用を VC に委託

### ① iFund

米国において事業会社が CVC の運用を VC に委託した事例として、Apple が 2008 年に KPCB と共に設立した iFund を挙げる。2 億ドルのファンドを Apple の資金で設立し、運用は KPCB に委託した。KPCB は iFund の資金を、iPhone/iPad 上で動くアプリケーションを開発するベンチャー企業に投資した。Apple としては、iFund の投資によって iPhone/iPad のアプリケーションが拡充され、経済圏が拡充されると共に、その事によって iPhone/iPad の機器販売が拡充される事を狙いとしていた。KPCB としては急拡大する Apple 端末上で成長するベンチャー企業に投資し、KPCB のノウハウを活用して育成する事で高い収益を得られると判断した。Apple と KPCB 双方にとってメリットのある協業であったと考えられる。

## (3) CVC の運用、自己勘定ベンチャー投資

米国においては、CVC の運用、自己勘定ベンチャー投資を自ら行う形態が一般的である。下記に代表的な事例を示す。

### ① Google Ventures

Google Ventures は 2009 年に設立された CVC ファンドである。2015 年 11 月末現在 300 社を超えるベンチャー企業に投資済みであり、投資先の時価総額合計は 20 億ドルを超え、現在世界で最も積極的に投資を行っている CVC となっている。13 名の General Partner と、2 名の Partner から構成される投資チームの他に、5 名のライフサイエンスチーム(2 名は投資チームと兼務)、5 名のデザインチーム、12 名のエンジニアリングチーム、2 名の採用チーム、5 名のマーケティング、PR チーム、2 名のパートナー開拓チーム、19 名の経営管理チームを備え、投資先ベンチャー企業に対して、ベンチャー経営に必要なあらゆる機能を Google Ventures の専門家メンバーから提供可能な体制を構築している。また、Google 本体へのアクセスも投資先に提供する。現在米国サンフランシスコ、マウンテンビュー、ニューヨーク、ボストンの 4 拠点の他、英国ロンドンに拠点を構えている。

投資領域としてライフサイエンス&ヘルス、コンシューマー、モバイル、コマース、エンタープライズ&データ分野に注力しており、特に注目のテーマとして Machine Learning（機械学習）、とライフサイエンスを挙げている。主な投資先には Uber（2013年8月に2.6億ドルを投資）、Nest Labs、Slack、Foundation Medicine、Flatiron Health、One Medical Group 等がある。

投資チームのメンバーには、Google 出身者を含めた起業家経験者が多く、15名中、起業、及びベンチャー企業経営経験者は11名となっている。メンバーの大半は Google 以外から採用されており、Google 出身者は4名である。MBA 保有者は8名で、うち6名は Harvard Business School 卒業生である。技術に明るいメンバーも多く、Ph.D 保有者が2名、Medical Doctor 保有者が1名、MS 保有者は2名であった。VC 経験者も多く集まっており、6名が Google Ventures 以前に投資経験を保有している。

## ② Intel Capital

Intel Capital は1991年に設立され、現在最も実績と歴史を持つCVCの1つである。2005年から2015年までの投資先の上場とM&A数で第1位に輝いており、2014年に Global Corporate Venturing の Top CVC of the year に選出されている。2015年9月末までに世界57カ国の1,468社に116億ドルを投資しており、そのうち213社が上場し、381社が買収されている。主な投資先企業には VMware、Broadcom、Citrix、Box 等がある。企業向けITソリューション分野を中心に投資を行っており、Data Center & Cloud Service、PC&Tablet & Smartphone、Software、Security、Connected Car 等を含めた Intelligent Systems & New Devices & Wearables 等、新しいユーザー体験を実現するエコシステムの構築を主眼に投資を行っている。近年は特にIoTやサイバーセキュリティ分野での投資を積極化させている。投資先に対して、顧客紹介、技術的支援、ベンチャー企業経営支援、事業売却に関するアドバイス、マーケティング支援等を行う。また、1.3億ドルの Intel Capital Diversity Fund を立ち上げ、女性やマイノリティ起業家に対する支援も行い、技術革新の裾野拡大にも貢献している。

2014年は59件の新規投資含めた125件の案件に合計3.6億ドルの投資を行い、また4社のIPOと22社の買収を実現した。2015年は9月末時点までに50社の

新規投資含めた 106 社へ 4.8 億ドルの投資を実行済みであり、3 社の IPO と 15 社の買収が実現されている。

投資メンバーは全員で 68 名であり、投資担当の Managing Director は 15 名である。Intel Capital の President は Intel 本体の Executive Vice President も務めており、本体企業の経営幹部が Intel Capital を率いている事がわかる。また、Intel の Corporate Vice President で M&A 責任者の人物も Intel Capital のメンバーであり、Intel が CVC と M&A を結びつけて捉えている事がわかる。Intel 出身者は 6 名で、9 名は外部からの人材である。8 名が MBA 保有者であり、6 名が他の事業会社での勤務経験を保有している。また、4 名が投資銀行業務経験者であり、2 名が VC 経験者であった。

日本でも 3 名のメンバーを配置し、活発に投資を行っており、外資系 CVC としての実績は最も豊富である。

### ③ Salesforce Ventures

salesforce.com は 2009 年頃からベンチャー企業の投資を活発化しており、Cloud、SaaS(Software as a Service)領域を中心にこれまでに全世界で 150 社を超えるベンチャー企業に投資を行っている。自社サービスの周辺にエコシステムを構築する為の戦略的シナジーを重視しており、投資領域は主に下記 3 つの領域である。

- I. Cloud/SaaS 分野において革新的な技術、ビジネスを持ち、将来の salesforce.com の買収ターゲットに成り得る企業
- II. salesforce.com の PaaS(Platform as a Service)プラットフォーム上でパートナーアプリケーションとして SaaS 事業を展開する企業
- III. salesforce.com のサービスを顧客に導入する際のコンサルティング、設定、システムインテグレーション、カスタマイズ等を行うサービス企業

主な投資先には Box、DocuSign、Hubspot、MongoDB 等がある。Salesforce Ventures の代表は、salesforce.com の Executive Vice President を務めており、M&A と CVC の双方を統括している。M&A 担当者と CVC 担当者合計で 10 名程度の組織であり、全員が外部からの中途採用である。M&A 担当者は投資銀行経験者、CVC 担当者は VC 経験者で構成されており、ほぼ全員が MBA 保有者である。



日本においても、サンフランシスコの Corporate Development & Salesforce Ventures 部門に所属する専任の投資責任者を 2011 年より配置している。日本の投資先については、ホットリンク、テラスカイの 2 社が既に上場を果たしている他、シナジーマーケティング、日本技芸、1<sup>st</sup> Holdings の 3 社が既に買収されている。既存投資先には、Sansan、チームスピリット、サイカ等、有望な投資案件を保有している。

#### ④ Cisco Investments

Cisco は 1993 年から CVC 投資を開始しており、全世界 11 カ国に 40 名の担当者を配置し、100 社を超える投資先を保有しており、その価値は 20 億ドルを超えている。戦略的シナジー目的の投資を行っており、Cisco の既存事業領域、もしくは将来的な事業領域でのリーダーシップを高めるような破壊的イノベーションを持った企業を投資対象としている。主な投資先に VMware、MuleSoft 等がある。

代表は Cisco の Senior Vice President 兼 Chief Strategy Officer を務め、M&A、CVC、パートナーシップを統括している。Director 以上 17 名のほぼ全員が他の事業会社での勤務経験を持ち、11 名が MBA 保有者、6 名が MS 保有者、4 名が起業経験者であった。また VC 経験者が 7 名、投資銀行経験者が 2 名であった。

日本においても 2014 年に専任の投資責任者を配置し、日本のスタートアップへの投資を推進している。

#### ⑤ GE Ventures

GE は 2010 年から平均して年間 20 件、4 億ドル程度の投資を毎年実行していたが、2013 年より GE Ventures を設立しベンチャー投資を加速している。米国に 4 拠点（メンロパーク、ボストン、シカゴ、ヒューストン）の事務所を持つ他、海外では中国上海とイスラエルのテルアビブに拠点を持つ。

投資領域は GE が戦略領域として位置づける Healthcare、Advanced Manufacturing、Software、Energy、Corporate（企業の生産性や事業効率を高める技術、ビジネス）となっており、戦略的リターン目的での投資となる。主な投資先は HourlyNerd、Mocana、omada、enbala、Airware 等である。

投資担当の Director 以上のメンバー17名のうち、GE の他部門出身者は5名であった。11名が MBA を保有しており、3名が Ph.D、7名が MS を保有している。9名が VC、もしくは CVC 経験者であり、10名が他の事業会社での勤務経験を保有している。起業、ベンチャー企業経営経験者は3名であった。

#### 4. 米国 CVC のベンチャー企業への投資事例

下記に、米国の CVC と投資先ベンチャー企業の資本業務提携事例を示す。ここでは、Salesforce Ventures の日本での投資事例2件を示す。内容については、各社ホームページを参照した。

##### (1) チームスピリット

チームスピリットは、1996年に旧社名デジタルコーストとして設立され、主にソフトウェア開発の受託事業を中心に事業を展開していた。その後、salesforce.com のプラットフォーム上でのクラウドアプリケーション事業の可能性を見出し、無料の勤怠管理アプリケーションを展開。ユーザーのニーズを確認できた2011年に受託開発事業を停止し、企業の従業員向けに勤怠管理、経費精算、ワークフロー機能を単一のアプリケーションで提供する、クラウドアプリケーション専門のベンチャー企業へと転換を試みようとしていた。

同じ時期に salesforce.com は日本の投資事業責任者を外部から採用しており、日本での投資を加速させる予定であった。それまでに salesforce.com は4件の投資を日本で実行していたが、日本法人にベンチャー投資経験を持つ人材がいなかったため、都度米国の投資担当者が出張して投資検討を行っていた。日本の投資責任者は米国の Corporate Development & Salesforce Ventures 部門に所属し、米国の上級副社長である投資責任者と共に投資案件の検討を行う体制であった。

当時のチームスピリットは、外部の投資機関からの資金調達経験がなく、またクラウドアプリケーション事業の経験も浅かったため、社歴は長いもののアーリーステージのベンチャー企業であった。その後、salesforce.com の米国の投資責任者とのやりとりを経て、Series A ラウンドを salesforce.com が主体となって実施した。salesforce.com からの出資が呼び水となり、また日本での VC 人脈も活用する事で、合計1億円を調達した。

salesforce.com から投資を受けた事により、同社はクラウド業界世界最大手企業から出資を受けた企業として、大きく信用と認知度を向上させる事ができた。また、SaaS ビジネスのノウハウ、経営指標、戦略を salesforce.com から学ぶ事で、短期間にビジネスの最適化を実現した。更に、salesforce.com のパートナーアプリケーションとして、salesforce.com のプラットフォームを活用した製品開発が可能であった事が同社の成功に大きく貢献した。salesforce.com の PaaS(Platform as a Service)を活用した製品開発を行う事で、エンジニアの人数を増やす事なく、世界最高レベルのセキュリティとアプリケーションの拡張性を手に入れることができた。また、salesforce.com の営業チャンネルを活用可能であった事が、初期の顧客獲得に大きく貢献した。通常、ベンチャー企業の製品を、企業向けソリューションとして販売する事は難易度が高いが、salesforce.com という大手企業の、優れた営業リソースの助けを得る事により、自社製品の販売の障壁を下げる事が可能となったのである。

同社との資本提携は、salesforce.com の日本法人にとっても非常に有益であった。チームスピリットは前述の 2011 年の 1 億円の Series A 以降、2012 年に 1 億円の Series B 調達を経て順調に成長し、2014 年に salesforce.com 日本法人の Best OEM Partner Award を受賞する等、国内アプリケーションパートナーとして salesforce.com 日本法人に大きな貢献をし続けている。同社はその後、2015 年に Draper Nexus Ventures を主要投資家として 4 億円の Series C 調達を完了し、成長を更に加速させている。

## (2) ホットリンク

ホットリンクは、2000 年に当時東京大学の博士後期課程在学中であった内山幸樹氏によって設立された、ソーシャルメディアマーケティング事業を手がけるベンチャー企業である。

salesforce.com は、コア事業である CRM 領域から、デジタルマーケティング領域に事業範囲を拡大しており、特にソーシャルメディアマーケティング領域においては、2011 年にソーシャルメディアの分析プラットフォームを開発する、カナダの Radian6 を 3 億ドルで買収していた。日本においてもソーシャルメディアマーケティング事業を展開すべく、提携パートナー企業を探していた。

salesforce.com は、米国の重点テーマに沿う事業を展開するホットリンクに対し、2012 年に VC の紹介で面談後、資本業務提携に向けて検討を開始した。salesforce.com

の Marketing Cloud と呼ばれるデジタルマーケティング事業部門のメンバーには、外部から買収されたベンチャー企業出身のメンバーが多く在籍しており、当時の技術検証、協業検討は Radian6 出身の米国メンバーと直接やりとりをする形で行った。結果、日本における分析技術の提供、及び日本のソーシャルメディアデータの供給における業務提携を実現した。

その後、2012年12月に salesforce.com は、投資先であったシナジーマーケティング社と共同投資の形でホットリンクに出資を実行した。その後2013年にホットリンクは東証マザーズに IPO を果たす。

ホットリンクは、米国のクラウド業界最大手の企業の1つである salesforce.com と技術提携を実現した上で CVC 投資を受けたという点で、日本のベンチャー企業の技術力を示す上でも意義のある案件であったと言える。

#### 第4節 考察

本章においては、まずベンチャー企業を中心とした、米国のイノベーションのエコシステムの近年の動向について説明した。米国においては、既に R&D の主役は大手企業からベンチャー企業に以降している。ベンチャー企業と VC に優秀な人材が集まり、破壊的イノベーションの拡大に貢献している。

次に、米国の CVC の歴史や近年の動向について示し、代表的な CVC の事例についても紹介した。米国の CVC は投資規模や存在感も大きく、また自社のリソースを活用した投資先の育成にも力を入れており、VC 業界において大きな存在感を放っている。人材については、VC と同様に他の CVC や VC 経験者を外部から採用してその任に就かせる形態が多く、彼らの中には事業会社での勤務経験やベンチャー企業の経営経験を持つ者も多かった。MBA や MS 保有者の比率も高く、優秀な人材に CVC を担当させている事がわかる。また、近年日本のベンチャー企業が、米国 CVC の支援を受け、成長している事例についても示した。

次章では、日本のベンチャー企業を取り巻く環境と、その中での日本の CVC の歴史と現状について説明する。ベンチャー企業や VC の発展の歴史と近年の動向について述べると共に、日本の ICT 大手企業の現状や、彼らによる CVC の歴史や事例について示す。

### 第3章 日本のベンチャー業界の発展と CVC

本章では、日本のベンチャー企業を取り巻く環境、及び日本の CVC の歴史と現状について説明する。まず、日本のベンチャー業界、VC 業界の発展の歴史と近年の動向について述べる。次に、日本の ICT 企業の現状をオープンイノベーション活動と結びつけて説明すると共に、日本の CVC の歴史と現状について述べる。最後に、日本の CVC の実際の事例について示す。

#### 第1節 日本のベンチャー企業と VC 市場

##### 1. 日本のベンチャー業界、VC 業界の発展の歴史

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 VC の存在感が小さい時代が続いた。表 16 に国別の中小企業による米国特許数比較を示す。米国、米国を除く OECD（経済協力開発機構）加盟国、韓国と比較し、日本はベンチャー企業を含む中小企業からの特許申請の比率が最も低い。その他、イスラエルの中小企業比率は 52.4%と高く、イギリスも 19.1%と日本より比率は高い。

表 16 国別の中小企業による米国特許数比較

	米国特許数	中小企業による 米国特許数	中小企業比率
米国	746,359	271,785	36.4%
OECD 加盟国 (米国以外)	1,338,182	350,136	26.2%
日本	287,219	12,647	4.4%
韓国	26,891	3,864	14.4%

出所：Dasher (2015)、筆者翻訳

日本では、1963年の中小企業投資育成会社法の制定以降、金融商品として VC のモデルが取り入れられ、ジャフコを始めとする大手金融系 VC が生まれた。当時設立されたベンチャー企業は、ハイテク関連や外食関連で、代表例では日本電算、キーエンス、コナミ、

すかいらーく等がある。日本における第一次ブームとして、多くのVCが設立されたが、1973年のオイルショックによって一旦終焉を迎える。

その後、1980年代に流通・サービス業を中心とした第三次産業が拡大したこと、ジャスダック市場の上場基準緩和、ジャフコが1982年に日本初の投資事業組合を設立した事もあり、多くのVCが設立され、2回目のベンチャーブームを迎える。この時に立ち上がった企業がソフトバンク、HIS、スクウェア、CCC等である。その後1985年からの円高不況により、大型ベンチャーの倒産も相次ぎ、ベンチャーブームは再び終焉を迎える。

そして、90年代のIT産業の勃興のタイミングで、ベンチャー業界は再び本格的な発展を遂げる。米国発の世界的なITベンチャーの拡大の波は日本にも押し寄せ、多くのベンチャー企業が設立された。一方、当時の主要なVCは引き続き大手金融機関の子会社として存在しており、投資担当者も出向者で構成されているケースも多かったため、実際のビジネス経験を保有しておらず、技術、ビジネスの目利き、育成というよりは財務上の審査に重点が置かれた。また、優秀な人材は大企業への就職を希望した時代であった事もあり、投資を受ける起業家の質も一般的に低く、大企業への就職を選ばずに自らの力を試したというよりは、大企業に入社できなかった為、消去法で起業という道を選択した起業家も多かった。図24に、日米のVC、起業家の比較図を示す。当時はベンチャー企業、及びVCが成功する土壌に乏しかったと言える。

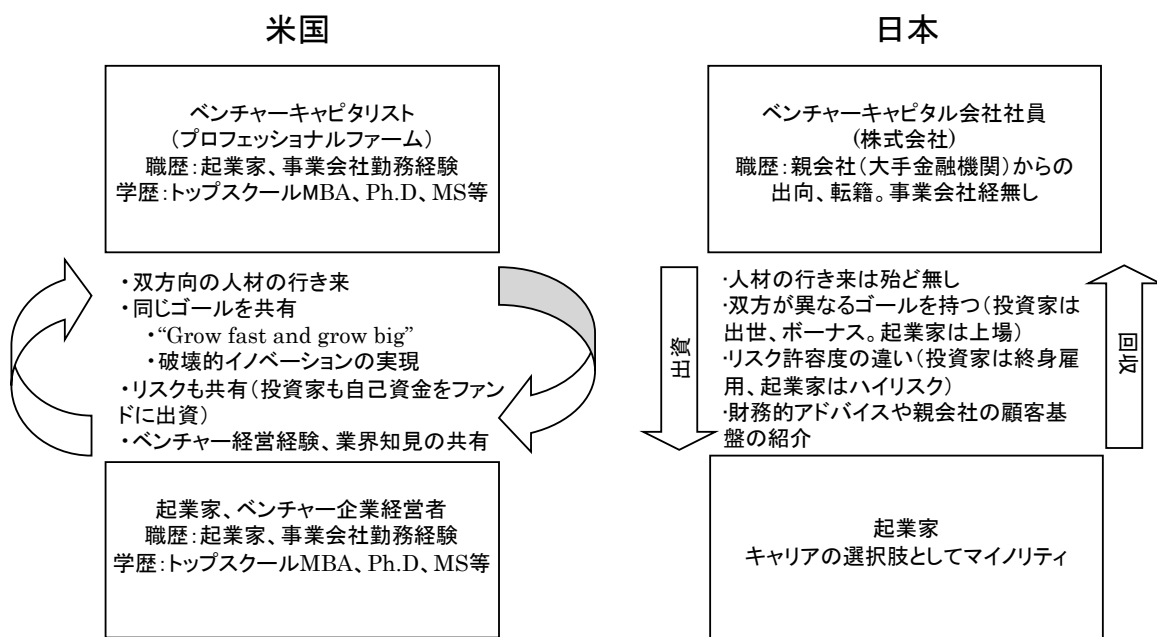


図24 日米のVC、起業家の比較図

出所：筆者作成

90年代後半になり東証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ITバブルを迎える。投資家側も、1998年の有限責任組合法の制定等で環境が整備された事も後押しし、大手金融機関に属さない独立系のVCの第1期の誕生のタイミングを迎える。現在も国内主要VCファンドとして活躍するグロービス・キャピタル・パートナーズや日本ベンチャーキャピタルもこの頃に設立され、規模は小さいが一定の成功を収めたファンドが現れる。また、この頃にWalden International等、外資系VCの第一次の参入が見られた。しかし、その後のIT不況の波に飲まれ、多くが縮小、消滅していった。

その後2005年頃にSNSやモバイルゲーム市場が開くと、DeNA、GREE、mixiといった新興大手インターネット企業が生まれ、日本のベンチャーの第2期の勃興期を迎える。多くの新興独立系VCが設立され、資金の供給源も多様化すると共に、米国のVCに倣い起業家に対する支援を重視するVCが増えた。東京大学を中心とした大学の技術シーズの事業化を行う、東京大学エッジキャピタルが設立される等、技術志向のベンチャーを支援するファンドもこの頃立ち上がった。若手の経営者の成功が続いた事で、起業家というキャリアを日本の若手人材に根付かせた貴重な時期と言える。

その後、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、起業のハードルが下がり、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。こうしたベンチャー企業の盛り上がりを受け、VC業界も復活を遂げた。日本国内ではB Dash VenturesやWiLといった新しい独立系VCが設立され、また海外VCとしてはDCMが日本拠点を設立し投資を加速した他、Draper Nexus、Fidelity Growth Partners等が参入し、日本での投資も積極的に行うようになった。国内外の大手企業によるCVC投資も活発化した他、産業革新機構による投資等、政府機関もベンチャー企業やVCファンドへの出資を開始した事で、国内の資金供給源は多様化し、起業家の資金調達のハードルは大きく下がり、起業を促す環境が整いつつある。

## 2. 近年の日本の起業家の事例

サブプライム住宅ローン危機は、ベンチャー業界だけでなく大手企業にも大きな打撃を与え、ベンチャー業界に優れた人材の流入を促した。大企業に勤務していれば安全である、といった固定観念が崩れたことで、若い世代を中心に価値観の多様化が促され、日本の起業環境にインパクトを与えつつある。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。

大企業経験者による起業事例として、Sansan の寺田親弘社長を挙げる。Sansan 株式会社は 2007 年に当時三井物産株式会社情報産業本部に勤務していた寺田親弘氏が創業したクラウド名刺管理ビジネスである。寺田氏は慶應義塾大学環境情報学部卒業後、1999 年に三井物産株式会社に入社し、情報産業本部に配属される。その後 2001 年には米国シリコンバレーの駐在拠点であった Mitsui Comtek に派遣され、米国でデータベースソフトウェアのベンチャー企業の発掘、協業交渉を行い、帰国後当該ソフトウェア事業の日本展開を担当。2006 年にセキュリティ事業を行う子会社に出向し、経営管理を学んだ後に満を持して 2007 年に Sansan を創業している。寺田氏のように、大企業で日米の IT 業界で活躍し、またその経験を踏まえて起業する場合は、培った経験値や人脈を活用して事業展開できるという点で優れている。Sansan はこれまでに VC から 20 億円以上を調達し、国内 SaaS 事業者としては日本トップクラスの事業規模を誇る大型ベンチャー企業へと成長している。

大学卒業、就職せずに起業家の道を選んだ経営者の例として、株式会社サイカの平尾喜昭社長を挙げる。平尾氏は 2012 年 3 月に慶應義塾大学総合政策学部卒業直前の 2012 年 2 月に株式会社サイカを創業、学生時代に計量経済学を学んだ事をきっかけに、統計学を活用した企業向けコンサルティング事業を展開する。その後、専用ソフトと統計学の学習の必要無しに、誰もがビジネスにおいて統計分析を活用し、データに示唆を届ける事を可能にするクラウドアプリケーション、Adelie を開発。2014 年 1 月に salesforce.com, inc.、伊藤忠テクノロジーパートナーズ、アーキタイプ等を割当先とした 1 億円の増資を実施した。その後、2015 年 5 月には米国 VC ファンド、Draper Nexus Ventures、リクルートを割当先とした 2 億円の増資を実施し、営業担当社員の行動分析アプリケーション Rockhopper や、広告効果の測定管理ツールである Magellan を開発、リリースした。若い世代が創業するベンチャー企業がコンシューマーインターネット領域に偏る日本にお



いて、株式会社は27歳の経営者が展開する企業向けソリューションのベンチャーとして、期待を集めている。

表 17 に、大企業経験者によって創業されたベンチャー企業のリスト、表 18 に、学生起業家によって創業されたベンチャー企業のリストを示す。日本でも優秀な若い世代を中心に、着実に起業家というキャリア選択が広がりつつある。

表 17 大企業経験者によって創業されたベンチャー企業リスト

会社名	CEO	職歴	事業概要
Sansan	寺田親弘	三井物産	クラウド名刺管理、CRM
マネーフォワード	辻庸介	ソニー、 マネックス証券	家計簿アプリ、クラウド会計
レンガ	藤井真人	博報堂、エニグモ	不動産口コミサイト
カブク	稲田雅彦	博報堂	3D プリンタープラットフォーム
IROYA	大野敬太	博報堂	小売向けイーコマースプラットフォーム
アルクテラス	新井豪一郎	NTT、PRTM 星野リゾート	教育 SNS アプリケーション
アライドアーキテクト	中村壮秀	住友商事、GDO	ソーシャルメディアマーケティング
ウフル	園田崇	電通、モルガンス タンレー証券、 日興シティ証券、 ライブドア	クラウドCRM、マーケティング、IoT サービス
イノーバ	宗像淳	富士通、楽天 トーチライト	コンテンツマーケティング

出所：各社ホームページ、関連記事等を基に筆者作成

表 18 学生起業家によって創業されたベンチャー企業リスト

会社名	CEO	学歴	事業概要
サイカ	平尾善昭	慶應義塾大学	営業、マーケティング分析 SaaS
ホットリンク	内山幸樹	東京大学大学院	ソーシャルメディア分析 SaaS
ユビレジ	木戸啓太	慶應義塾大学大学院	SaaS 型 iPad POS アプリ
ウエイク	内山雄輝	早稲田大学	インサイドセールス、営業支援
シャノン	中村健一郎	慶應義塾大学	デジタルマーケティング
ダブルエル	保手濱彰人	東京大学(中退)	漫画リノベーション
スマートドライブ	北川烈	慶應義塾大学	自動車 IoT
アクセルスペース	中村友哉	東京大学大学院	人工衛星

出所：各社ホームページ、関連記事等を基に筆者作成

### 3. 日本のベンチャー関連市場動向

前述の通り、大手 VC 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。第 2 次安倍政権以降、新興市場の株価や新規株式公開数は右肩上がりであり、また経済振興策の 1 つとしてベンチャー企業の支援を明確に打ち出している事もこれを後押ししている。図 25 に、国内 VC 設立数、及び VC ファンドへの出資コミットメント額推移を示す。2011/3 期から数字の回復が見られ、2014/3 期では新規ファンド組成数は 35、ファンドへのコミットメント額は 920 億円となっている。2015/3 期のデータはまだ非公開であるが、景気回復や経済振興策の影響を受け、更なる増加が見込まれる。

図 26 は国内 VC 投資件数、及び 1 社あたり平均投資金額推移である。投資先社数に大きな増加は見られないが、平均投資額については 1 億 8,180 万円となり、2010/3 期と比較すると 2 倍以上となっている。

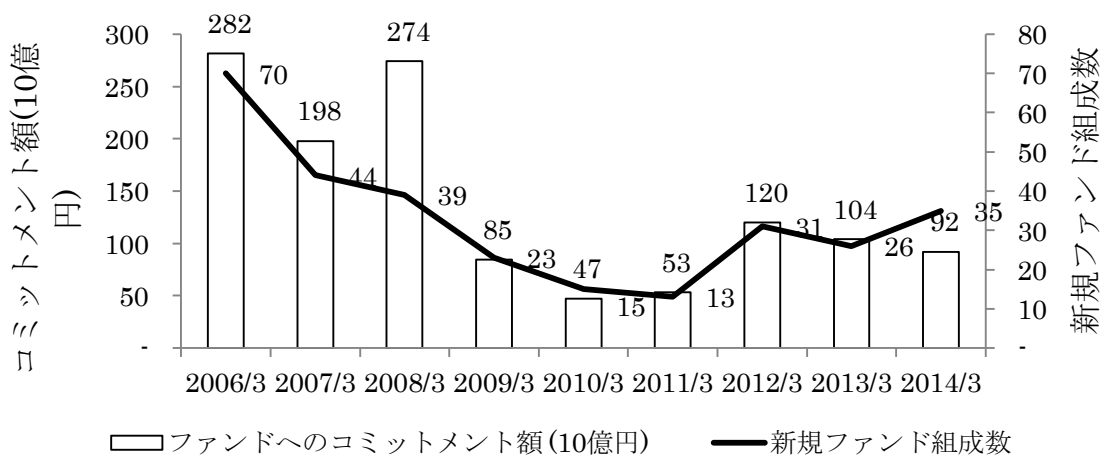


図 25 国内 VC 設立数、及び VC ファンドへの出資コミットメント額推移  
出所: 日本ベンチャーエンタープライズセンター(2014)

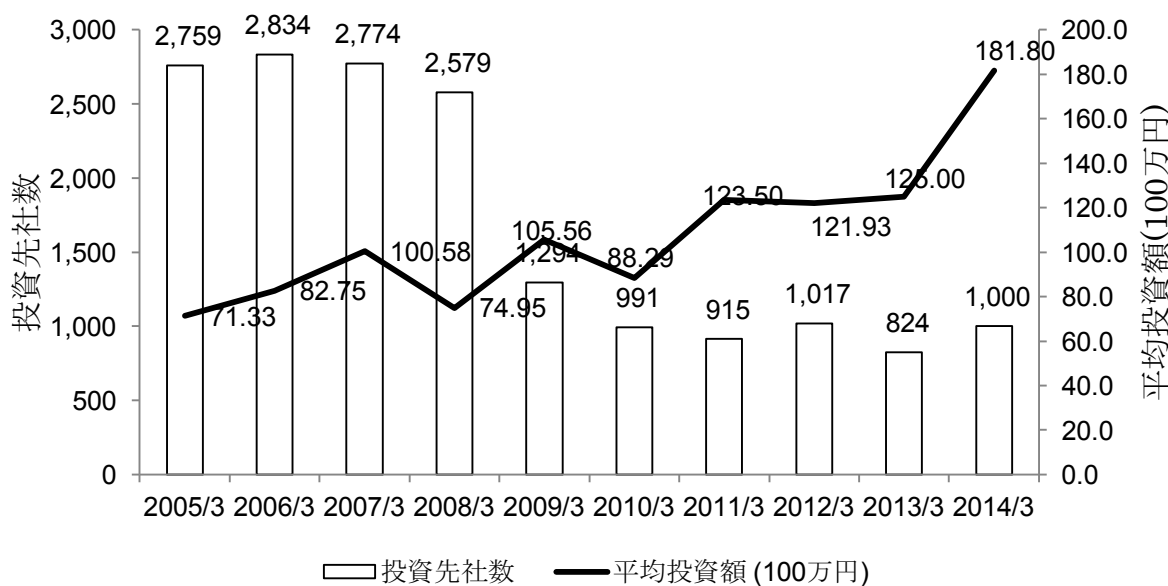


図 26 国内 VC 投資件数、及び 1 社あたり平均投資金額推移  
出所: 日本ベンチャーエンタープライズセンター(2014)を基に筆者作成

しかし、現状では日米の VC の投資規模の差は大きく、日本の VC 業界はまだまだ発展途上であると言わざるを得ない。図 27 に日米 VC 投資額の推移を示す。2013 年には米国の VC が 29 億ドルを超える資金をベンチャー企業に投資したのに対し、日本の同時期の投資額は 1.5 億ドルに留まる。

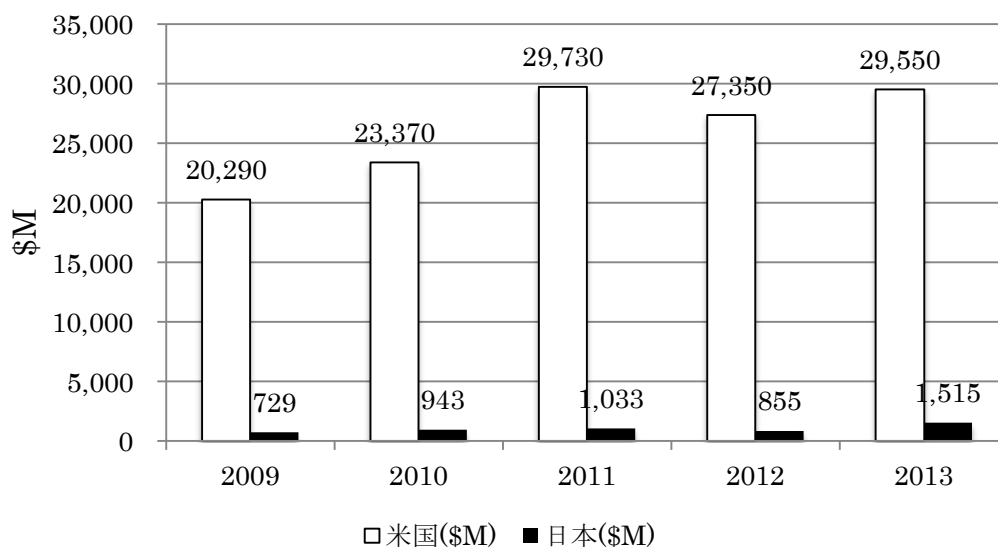


図 27 日米 VC 投資額の推移

出所：NVCA、日本ベンチャーエンタープライズセンター(2014)を基に筆者作成。為替レートは1ドル=120円を適用。

図 28 は国内 IPO 数の推移である。リーマンショック後、極端に落ち込んだ日本の IPO 数であったが、2011 年から見られる回復基調は年々加速し、2015 年の IPO 数は 100 社に近づくとと思われる。

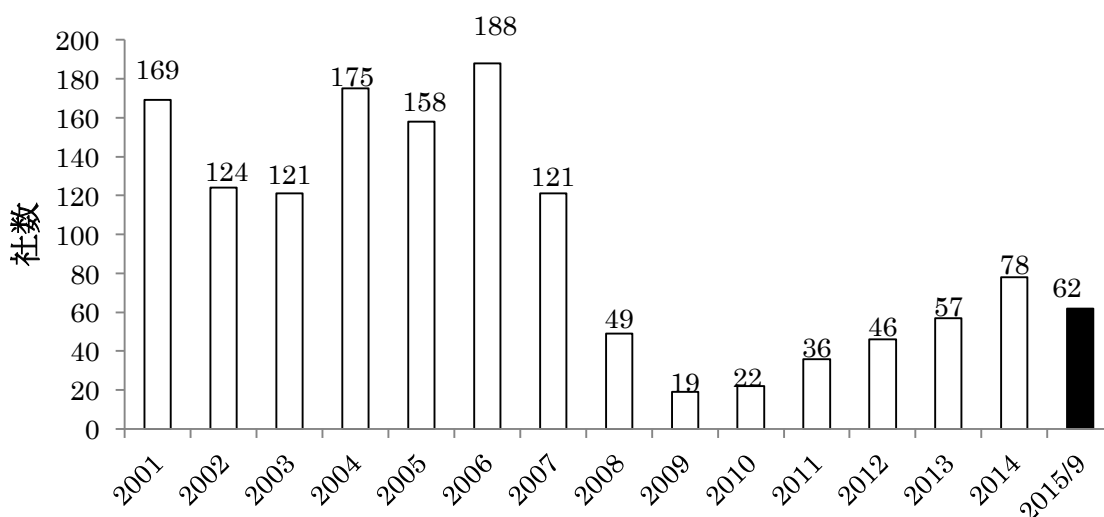


図 28 国内 IPO 数推移

出所：東京 IPO 等のデータを基に筆者作成

#### 4. 日本のベンチャー企業の M&A

日本のベンチャー企業の M&A 件数の推移を図 29 に示す。2013 年では 278 件と、米国と比較して件数ベースでは然程見劣りはしないが、多くは小規模の M&A であると考えられ、ベンチャー企業に対する大型の M&A は非常に少ない。また、経営者による買取の比率が高い事も日本の特徴である。

日本において、ベンチャー企業の M&A が活発に行われない要因は、下記の通り大きく 3 点あると考えられる。

##### (1) 有望な案件数の不足

日本においては、優秀な理系出身の学生が大企業に就職する傾向が強い事から、歴史的にイノベーションは大企業の中で行われており、企業向けソリューション等、技術力が必要とされるベンチャー企業の数はまだに多くなく、またそうしたベンチャー企業に対する VC の投資も少なかった。

##### (2) 買収実行時のハードル

日本においては、ベンチャー企業経営者が経営の決定権を持つ事に拘る傾向があり、設立したベンチャー企業を上場させる事は目指しているが、例え経済合理性があつたとしても、売却により経営権を譲り渡す事を選ばない傾向がある。M&A による企業の成長や、会社の売却による Exit が、経済合理性を持つ経営判断であるという認識が未だに不足している事も影響していると考えられる。また、ベンチャー企業に関して言えば、米国の VC が取締役会の過半数を持ち、売却の判断を経済合理性に基づき客観的に判断可能であると共に、経営者の意向に関わらず、優先株の条件でその実行を担保しているケースが多いのに対し、日本の VC が投資先に対して社外取締役を派遣し、取締役会の過半数を抑える事例は殆ど存在せず、また優先株を用いた投資を行い、優先株主である VC の判断で経営者に売却を履行させる事例も未だに少ないのが現状である。

##### (3) 買収側のスキル不足

日本の大手企業にベンチャー企業の買収経験やスキルがないケースが多い事も、日本においてベンチャー企業の M&A が起きない大きな原因であると考えられる。ベンチャー企業の収益性について予見する事は非常に難しいため、買収価格の算定について、社内合意を得る事が難しい。また、ベンチャー企業の技術を客観的に評価し、株主価値の観点から、自社で開発すべきか、買収によって時間と技術を買うかという判

断を行い、スピード感を持って実行する経営陣の能力と、社内プロセスが求められる。また、買収後の統合に関する経験、スキルも重要である。ベンチャー企業の技術、ビジネスの優位性は、開発、経営した人材に強く紐付いている事から、買収後にその人材が流出してしまうと買収対価の価値が削減されてしまう。被買収企業の優秀な社員に対する報酬形態や権限委譲の設計等、買収時に必要なスキルを身につけた上で買収を行う必要があるが、日本の大手企業においてこうしたスキル、経験を持ち、また実行できる体制にある企業は未だ少ないと考えられる。

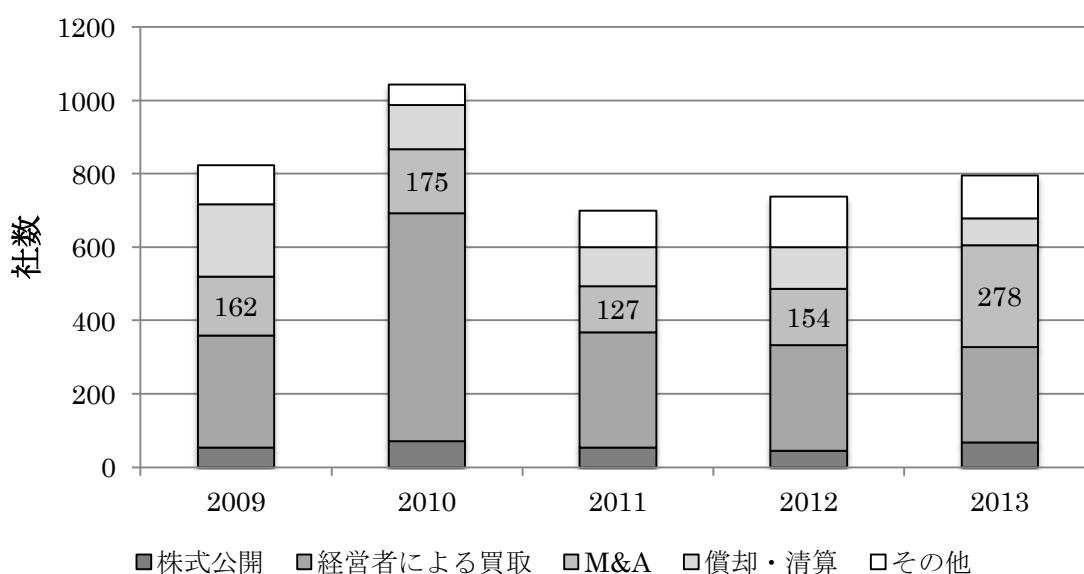


図 29 日本のベンチャー企業の M&A 件数の推移

出所: 日本ベンチャーエンタープライズセンター(2014)

一方、インターネット分野を中心に 2010 年以降は買収が進んでおり、これが M&A 数の増加に寄与していると考えられる。表 19 に、2010 年以降の日本の事業会社による日本のベンチャー企業買収事例を示す。日本のベンチャー企業にとっては、ソフトバンク、KDDI といった通信会社、楽天、ヤフージャパンといった大手インターネット企業、DeNA、GREE といったソーシャルゲーム大手が主な売却先となる。

表 19 日本の事業会社による日本のベンチャー企業買収事例

買収側企業	被買収ベンチャー企業	時期	金額
ソフトバンク	イーアクセス	2012	1800 億円
KDDI グループ	ノボット	2011	NA (10 数億円)
	スケールアウト	2013	10 億円
	ナナピ	2014	約 77 億円
	ビットセラー	2014	NA
	ナターシャ	2014	NA
楽天	スポットライト	2013	NA
	ボヤジン	2015	NA
ヤフージャパン	コミュニティファクトリー	2012	10 億円
	オセニック	2013	NA
	ドリパス	2013	数億円
	シナジーマーケティング	2014	約 92 億円
	フロスク	2014	NA
DeNA	ペロリ	2014	2 社で 50 億
	イエモ	2014	
GREE	アトランティス	2011	約 22 億円
	ポケラボ	2012	138 億円
	セカイエ	2014	13 億円
ミクシィ	ネイキットテクノロジー	2011	NA

出所：各社ホームページ、関連記事等を基に筆者作成

表 20 に、米国の事業会社による日本のベンチャー企業買収事例を示す。エウレカの IAC による買収金額は非公開であるが、同社サービスの事業規模から判断するに、海外企業による日本のベンチャー企業の買収額としては最大であったのではないかと噂されている。また、当時東京大学の准教授であった二人が創業した 2 足歩行ロボットベンチャー、SCHAFT 社の Google による買収は、日本の高い技術が Google に評価され、買収に結びついた好例であった。

表 20 米国の事業会社による日本のベンチャー企業買収事例

買収側企業	被買収ベンチャー企業	時期	金額
Zynga	ウノウ	2010	NA
Groupon	クーポッド	2010	NA
Google	フィジオス	2013	NA
	シャフト	2014	NA
IAC	エウレカ	2015	NA

出所：各社ホームページ、関連記事等を基に筆者作成

このように、日本でもインターネットサービス分野を中心にベンチャー企業の M&A は拡大傾向にある一方で、歴史が浅い事もあり、これまで買収後の効果についての検証はあまりなされていない。ベンチャー企業の M&A については、自社戦略を踏まえた上での買収企業リストの作成、企業価値算定、交渉、デューディリジェンス、買収後の統合プラン策定と実行等、買収企業側に様々なスキルが必要である。米国では、被買収側のベンチャー企業経営者やその他経営幹部を、買収企業が経営幹部として迎え入れる他、買収後の事業貢献や滞在期間に応じて買収企業の株式等を対価とした報酬が支払われる事例が多い。インターネットサービス企業の買収においては、ビジネスを作り出し、拡大させた人材に大きな価値がある為、買収後に当該人材の退職によってその価値が流出しない為の様々な方策がとられている。

被買収企業側経営陣にとっても、買収後に買収企業の経営幹部として、事業を統合、拡大させて買収企業の事業に貢献する事は、買収を成功に導き実績を作る上で重要な指標である。失敗に終わった買収における被買収企業の経営陣は、買収企業の支払う対価によって金銭的に報われる事はあっても、ベンチャー企業の創業者、経営者として十分な名声と実績を手にしえない。VC にとっても同様である。あくまで買収企業が企業価値や戦略的シナジー、統合可能性の判断を誤った結果、経営陣や VC が実態以上の価値を手にしたに過ぎないからである。日本においても、買収側企業のスキルが向上し、また、被買収企業の経営陣が買収企業の経営幹部として参画し、買収側企業の経営陣と共に買収を成功に導くことで、双方にとって真に実績と言える M&A が増えると考えられる。こうした実績の積み重ねにより、買収企業がよりベンチャー企業の M&A に積極的になり、ベンチャー企



業の Exit の機会が増える事で、日本のベンチャーエコシステムが益々発展していくと考えられる。

## 第2節 日本の ICT 企業の現状

### 1. ICT 大手企業の日米比較

前章にて述べた通り、米国 IT 企業はベンチャー企業のイノベーションを取り込むべく、積極的に M&A と CVC を実施し、自社の競争力を高めてきた。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 大手企業の時価総額、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る。表 21 には MIT が 2014 年及び 2015 年に発表した MIT 50 Smartest Companies のリストを示す。Google や Apple、Amazon、salesforce.com といった米国 IT 大手企業や米国ベンチャー企業、Samsung や LG といった韓国大手企業、Xiaomi、Alibaba、Tencent といった中国の新興大手企業もランキングに含まれるが、日本企業は 2015 年に LINE が選ばれたのみである。図 30 に、日米主要 IT 企業の時価総額比較（2015 年 1 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。

表 21 MIT 50 Smartest Companies

	2015	2014
1	Tesla Motors	Illumina
2	Xiaomi	Tesla Motors
3	Illumina	Google
4	Alibaba	Samsung
5	Counsyl	Salesforce.com
6	SunEdison	Dropbox
7	Tencent	BMW
8	Juno Therapeutics	Third Rock Ventures
9	SolarCity	Square
10	Netflix	Amazon
11	OvaScience	Tencent
12	Google	Snapchat
13	Amazon	Cree
14	AliveCor	Box
15	Gilead Science	BrightSourceEnergy
16	Apple	Wai-Mart Stores
17	Voxcel8	General Electric
18	IDE Technologies	Qualcomm
19	Amgen	Kaggle
20	Aqulon Energy	Second Sight
21	Baidu	SpaceX
22	SpaceX	Kickstarter
23	Sakti3	Hanergy Holding Group
24	Freescale Semiconductor	Siemens
25	Universal Robots	1366 Technologies
26	Bristol-Myers Squibb	Uber
27	Teladoc	Evernote
28	Nvidia	Baidu
29	Facebook	GitHub
30	Alnylam	Xiaomi
31	Rethink Robotics	Oculus VR
32	Phillips	Qihoo 360 Technology
33	Collectis	Monsanto
34	Bluebird Bio	Aquion Energy
35	ThyssenKrupp	IBM
36	Slack	Jawbone
37	Line	Medtronic
38	Improbable	Valve
39	Enlitic	Genemix England
40	Coinbase	D-Wave Systems
41	HaCon	Siluria Technologies
42	3D Systems	Kallma Bio-Agritech
43	Generall	Datawind
44	Intrexon	Freescale Semiconductor
45	DNAexus	Upworthy
46	IBM	LG
47	Snapchat	Expect Labs
48	Microsoft	AngelList
49	Imprint Energy	Arcadia Biosciences
50	Uber	Ripple Labs

出所: MIT Technology Review, 50 Smartest Companies, 2014, 2015

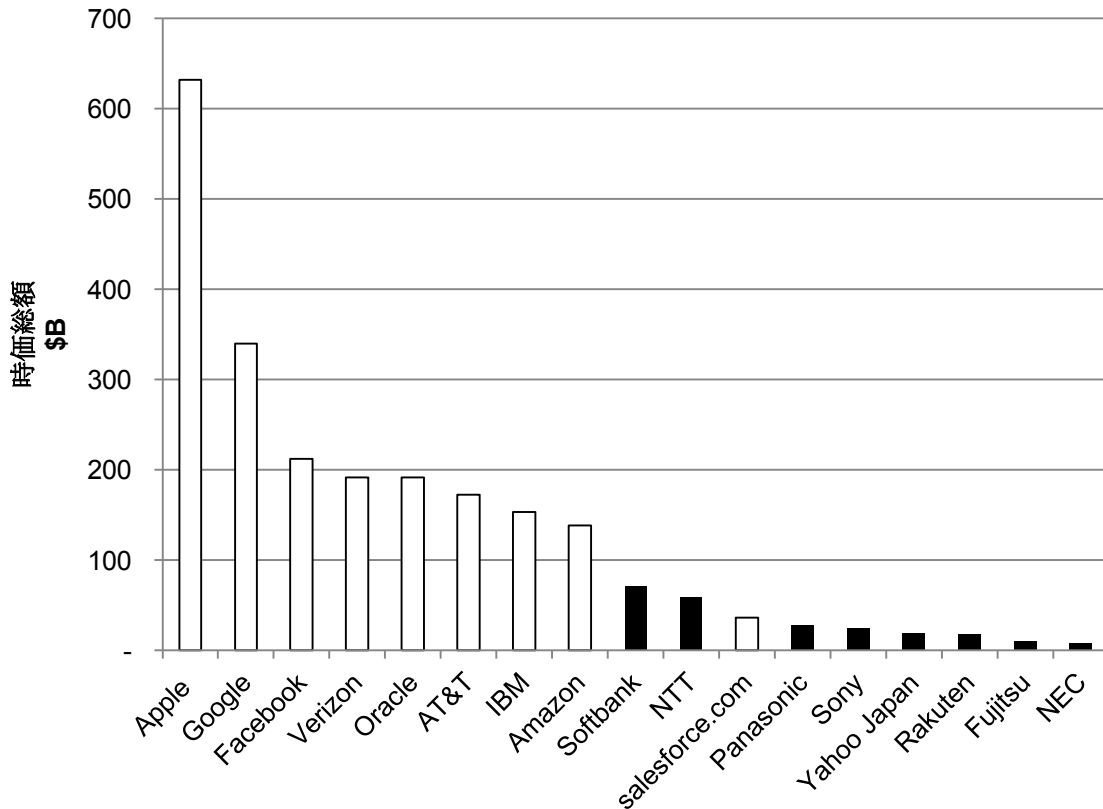


図 30 日米主要 IT 企業の時価総額比較

出所：ヤフーファイナンス等を基に筆者作成。2015 年 1 月時点

## 2. 日本の ICT 大手企業の CVC に対する取り組み

前述の通り、2000 年以降、様々な独立系 VC が設立され、複数の外資系 VC ファンドの参入もあった。こうした背景をうけて 2000 年前後に日本でも様々な CVC が誕生する事になった。表 22 に、2010 年以前に設立された主要な日本の CVC 一覧を示す。当時の日本の 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 年に社内ベンチャー制度、2000 年にスピアウトプログラムを策定し、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 VC である Walden International と共同で、国内で初めて大企業からの事業スピアウト型ベンチャー企業を投資ターゲットにした VC ファンドも設立した<sup>xii</sup>。パナソニ

<sup>xii</sup> その後 2003 年には三菱商事が同様のコンセプトのカーブアウトファンド、TAG（テクノロジー・アライアンス・グループ）を設立し、三菱商事や日本政策投資銀行等が出資し

ックも 2001 年にスピニアップファンドを設立し、社員の起業を促す仕組みを推進した。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、といった企業が主に IT 分野の外部技術や情報の取り込みを主眼とした CVC ファンドを設立する事になる。表 22 に、2010 年以前に設立された主要な CVC 一覧を示す。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く、この時期に設立された CVC で戦略面、フィナンシャル面双方で十分な結果を出せなかった事例も多い。

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、上場済ベンチャー企業の度重なる不祥事<sup>xiii</sup>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、米国における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。

---

150 億円のファンドを運用した (2008 年に解散) 他、2013 年には WiL が LP である日本の大企業の技術のカーブアウトによるベンチャー化、育成を行うコンセプトで産業革新機構、日産自動車、全日本空輸、博報堂、大和証券、みずほ銀行等を LP として 310 億円のファンドを設立した。

<sup>xiii</sup> 2000 年のリキッドオーディオ事件、2006 年のライブドア事件、2010 年のエフオーアイによる粉飾事件等

表 22 2010 年以前に設立された主要な日本の CVC 一覧

会社名	ファンド名	設立年	投資対象
富士通	社内ベンチャー制度	1994	社内からのビジネスアイデア
	スピンアウトプログラム制度	2000	社内事業の切り出し
	Walden International Japan (WIIG Nikko IT LLC)	2000	社内外ベンチャー企業
	富士通コーポレートファンド	2006	社内外ベンチャー企業
電通	電通ドットコム	2000	社外ベンチャー企業
パナソニック	パナソニックスピンアップファンド	2001	社内からのビジネスアイデア
日立製作所	日立 CVC ファンド	2000	社外ベンチャー企業
	日立ネクストハンズオンパートナーズ	2005	社外ベンチャー企業
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	2006	社外ベンチャー企業
So-net	ソネットキャピタルパートナーズ	2006	社外ベンチャー企業
NEC ビッグロープ	ビッグロープキャピタル	2007	社外ベンチャー企業

出所：各社 HP 等を基に筆者作成

その後、2010 年以降のかつてないベンチャー企業、VC 市場の広がりを受け、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）が参入してきた事も今回のトレンドと言える。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。更に、salesforce.com, inc. (Salesforce Ventures)、Intel Capital、Cisco (Cisco Investment) 等、外資系 IT 大手企業も日本のベンチャーへの投資を開始し、着実に投資を進めている。表 23 に、2010 年以降に設立された主要な日本の CVC 一覧を示す。現在は、日本の CVC の 2 回目の勃興のタイミングであると言える。

表 23 2010 年以降に設立された主要な日本の CVC 一覧

会社名	ファンド名	設立年	規模
富士通	富士通コーポレートファンド	2015	50 億円
電通	電通ベンチャーズ	2015	50 億円
トヨタ自動車	NA	2015	数 100 億円
ヤフージャパン	YJ キャピタル	2015	200 億円
オプト	オプトベンチャーズ	2015	60 億円
リクルート	リクルートストラテジックパートナーズ	2014	120 億円
オムロン	オムロンベンチャーズ	2014	30 億円
KDDI	KDDI Open Innovation Fund	2014	100 億円
楽天	楽天ベンチャーズ	2014	100 億円
GREE	グリーベンチャーズ	2014	50 億円
フジテレビ	フジ・スタートアップ・ベンチャーズ	2013	15 億円
TBS	TBS イノベーションパートナーズ	2013	18 億円
NTT ドコモ	ドコモベンチャーズ	2013	200 億円

出所：各社 HP 等を基に筆者作成

### 3. 日本のベンチャー企業との資本提携手段別事例

前述の表 4 に示した、資本提携手段別の日本の事例を下記に示す。内容については、各社ホームページを参照した。

#### (1) VC ファンドへの投資

##### Draper Nexus Ventures

Draper Nexus Ventures は 2011 年に設立された VC ファンドで、2014 年に設立した 2 号ファンドと合わせ、2015 年 11 月末現在合計 2 億ドル程度を運用中である。日本とシリコンバレーの 2 拠点から、主に企業向け IT 分野、産業技術分野の日米双方のベンチャー企業に投資を行っている。シリコンバレーの著名 VC ファンドである DFJ、及び起業家養成大学である Draper University の創業者である Tim Draper 氏が運営

する、世界 15 拠点に跨るグローバル VC ネットワークである Draper Venture Network に属しているファンドでもある。

Draper Nexus Ventures の特徴は、上記 Draper Venture Network を活用したグローバルでの投資先発掘、支援体制の他、日米の IT 分野、特に技術的知見が必要な企業向けソリューションの分野でのベンチャー投資経験豊富なメンバーで運営されている事、更にはファンド出資者の殆どが日本の事業会社であり、彼らを活用した投資先の支援が可能である事が挙げられる。現在日本の事業会社では、富士通、NEC、パナソニック、コマツ、IHI、クラレ、富士フィルム、キャノン、京セラコミュニケーションシステム、ブラザー工業、栗田工業、JNC、日立ソリューションズ等がファンドに出資をしている。

こうした大企業が Draper Nexus Ventures に出資した背景には、彼らが提供する LP 支援プログラムの存在がある。多くの日本の事業会社がこれまで VC ファンドへの出資を行ってきたが、戦略的リターン確保という面で不十分になることも多く、それは VC ファンドの構造的な問題にも起因していた。前述の図 4 にて示した通り、VC は通常、年金基金や保険会社等の機関投資家から資金を調達し、ベンチャー企業へ投資、育成を行う。ファンド出資者である機関投資家は、運用目的で VC に資金を出資しているため、VC はファイナンシャルリターンの最大化を目指して活動する事を義務付けられる。こうした通常の VC ファンドに事業会社が出資した場合、ベンチャー企業の情報について一定程度の情報収集が可能であるが、VC 側にとっては、事業会社の要望に応える事がファンドのリターン最大化に直接貢献する業務でない為に、時間を割く事は難しい。また、1つの VC ファンドの投資先は通常数十社に留まり、様々な領域に分散投資を行う為、事業会社にとっての協業候補先、情報収集先として興味のある領域の投資先については、そもそも数が限られる。VC ファンドは、General Partner であるファンド運営責任者によって投資の意思決定がされる為、出資先についてファンド出資者である事業会社の意向は当然に反映されない。よって、単なる通常の VC ファンドへの出資では、事業会社の目的とする戦略的リターンを得られないケースが多いのである。

Draper Nexus は、ファンド出資者を事業会社で固めた事により、事業会社に対して有益なベンチャー企業の情報があれば、投資先であるかどうかに関わらず紹介、協業支援を実施する事が可能になっている。Draper University 等を活用したファンド出資

者向けの教育プログラムも豊富で、事業会社の担当者がベンチャー企業との連携を推進する為に必要なスキルの提供、教育も実施している。こうした活動の成果として、**Draper Nexus Ventures** を通じて、これまでにファンド出資者である事業会社とベンチャー企業との間で、35件を超える協業実績を生み出しており、ファイナンシャルリターンに加えて戦略的リターンを生み出す事に成功している。

## (2) CVC の運用を VC に委託

### WIIG Nikko IT LLC (Walden International Japan)

日本では、2000年に富士通が主要なLPとしてファンド組成から参画し、運営を米国 **Walden International** に任せた事例がある。富士通以外のLPとしてはキヤノン、村田製作所といった事業会社に加え、金融機関も参画し、合計3,000万ドルのファンドを組成した。富士通を中心とした大企業からのスピンオフ事業をターゲットに、当時米国大手VCとして、通信、半導体分野での投資を得意としていた **Walden International** がシリコンバレーでのVC経験、育成手法を持ち込む事をファンドの特徴としていた。日本代表には、米国でのVC経験のある日本人が採用された。

当時の日本には優良なベンチャー企業が少なかった事や、その後の通信バブル崩壊の影響、いくつかの事業会社LPの長期的な協力が得られなかった事もあり、ファンドは2005年に途中解散となった。

## (3) CVC の運用、自己勘定ベンチャー投資

日本でも、多くの会社がCVCを設立し、積極的にベンチャー投資を行っている。日本企業による、歴史のあるCVC事例を4つ示す。

### ① 富士通

富士通は、日本におけるオープンイノベーションの先駆者として、1990年代から様々な取り組みを行ってきた。

1994年に社内ベンチャー企業を制定し、社員のビジネスプランを評価、選定の上出資を行い、ベンチャー企業の設立を支援した。2000年には既存事業を切り出してベンチャー企業化するスピナウトプログラムを制定した。自社でノンコアと位置付けた事業について、一部株式を保有する形で切り出し、VCの出資を受ける形で会社化を行っており、一定期間社員の出向を認める形となっている。これまでにこうした取り組



みにより 30 社を超える会社を設立しており、事例としては QD レーザーやパピレス（2010 年に上場）がある。

社外のベンチャー企業との連携についても、富士通はこれまでに様々な取り組みを行っている。1995 年から日米の様々な VC ファンドに対して出資を行い、ベンチャー企業に関する情報収集を行っている他、2000 年には前述の Walden International Japan を主要 LP として設立した。その後、2006 年には CVC として富士通コーポレートファンドを設立した。2010 年に 2 号ファンド、2015 年には 50 億円の 3 号ファンドを設立している。コーポレートファンドの運営は、経営企画部門が行っており、社内事業、社内人材から創出されたベンチャー企業に対する出資の他、ビジネスシナジーのある外部ベンチャー企業に対する出資を行っている。

## ② 三井物産

三井物産は長年に渡る CVC 投資経験を持つ総合商社である。情報産業本部において、国内のベンチャー企業への投資の他、傘下のシリコンバレーの事業拠点、Mitsui Comtek では 1985 年の Chip & Technology への投資以降、IT 製品の輸入事業に加え、事業パートナーであるシリコンバレーのベンチャー企業への投資を実施、Nexgen や Cobalt Networks 等の成功案件を生み出していた。また、2005 年には投資会社である Mitsui Incubase (Mitsui & Co. Technology Investment Group) を設立した。IT & Media Convergence、Mobile、M2M の 3 つの成長領域をテーマに米国のベンチャー企業に対する投資を行った。、2 年間で 10 社への投資を行い、A10 Networks、Ruckus Wireless、Synacor の 3 社が上場を果たし、SmartSignal、Beceem Communications、Luidia の 3 社が買収された。

また、金融市場本部においても、2002 年に 2 億ドルの Mitsui & Co. Venture Partners を New York に設立し、北米の IT とライフサイエンス領域におけるベンチャー投資を行った。その後同社は Mitsui & Co. Global Investment と名称を変え、現在も北米の総合商社の投資拠点として存在感を放っており、前述の通り、2014 年の CBinsight の The most active CVC のランキングにおいて、日本企業で唯一 8 位にランクインしている。

### ③ 旭化成

旭化成は2001年頃から米国シリコンバレーにCVC拠点を持つ三井物産に人材を派遣し、シリコンバレーのベンチャー企業に関する情報収集を開始した。2008年に10億円のCVCを立ち上げ、約30社への投資を実行。その後2011年に30億円の2号ファンドを設立した。同時に、ニューヨークにCVC拠点である、旭化成イノベーション・パートナーズを設立した。

R&D費用の一部をCVCに割り当てるという位置付けで、新事業開発に役立つ技術、事業の発掘という戦略的リターンを目的に投資を実行している。投資領域は電子材料、医療機器、環境・エネルギー関連等となっている。

### ④ NTT ドコモベンチャーズ

NTT ドコモベンチャーズは、それまでNTT本体が保有していたCVCファンドと、NTT ドコモが保有していたCVCを統合する形で、2013年にNTTグループ全体のCVCファンドとして新たに組成され、2015年11月末現在200億円を運用している。

投資先はコンシューマーインターネット分野、及び企業向けソリューション分野となっている。従来のファンドの投資先を含め、これまでに42社に投資済みであり、そのうち日本の投資先4社がIPOを果たしており、5社が買収されている。

また、設立間もないベンチャー企業に対して、初期段階での様々な支援を行う起業家支援プログラム、「ドコモ・イノベーションビレッジ」も展開し、日本のシードステージのベンチャー企業を支援する方向を打ち出している。

VCファンドへの投資も行っており、B Dash Ventures、WiLへの投資を行っている。

## 4. 日本のCVCのベンチャー企業への投資事例

下記に、日本のCVCと米国の投資先ベンチャー企業の資本業務提携事例を3つ示す。内容については、各社ホームページを参照した。

### ① Palo Alto Networks

日本のICT企業の米国ベンチャー企業へのCVC投資の成功事例として、Palo Alto Networksへの日立ソリューションズの投資を挙げる。Palo Alto Networks社は2005年に設立された次世代ファイアウォールを開発、販売するベンチャー企業である。2006年にSequoia Capital、Greylock Capitalを割当先とした1,000万ドルのSeries A調

達を実施後、2007年にはGlobespan Capitalがリードインベスターとなり、1,800万ドルのSeries B調達を実施する。

Globespan Capitalは投資先の日本展開支援を特徴とする米国VCであり、日立ソリューションズはGlobespan CapitalのLPであった。Globespan CapitalがLPの社員向けに提供していたVCトレーニングプログラムに参加した当時の日立ソリューションズ社の社員を中心に、Globespan Capitalを介してPalo Alto Networksの日本での販売代理店契約を獲得、更にその後の2008年のSeries CラウンドでのPalo Alto Networksへの出資を実行した。

その後同社のビジネスは日本においても拡大を続け、日立ソリューションズ社にとって重要な事業パートナーとなった他、同社は2012年に約40億ドルの時価総額でIPOを果たし、日立ソリューションズ社に大きなファイナンシャルリターンももたらした。尚、その後も同社は順調成長を続け、現在の同社の時価総額は159億ドルを超えている。

日立ソリューションズは、米国のベンチャー企業発掘のために、まずは米国のVCであるGlobespan Capitalに出資を行った。その後研修員を派遣し、自社の事業領域のベンチャー企業を発掘、事業提携に結びつけるとともに、CVC投資も実行した。出資したVCの力を活用して米国の一流ベンチャー企業との資本業務提携に繋げた、CVC投資の好例と言える。

## ② A10 Networks

日本の総合商社の米国ベンチャー企業へのCVC投資の成功事例として、A10 Networks社への三井物産の投資を挙げる。A10 Networksは、次世代セキュリティアプリケーションを開発、販売するベンチャー企業である。Foundry Networksの創業者の一人であり、エンジニアリング担当副社長であったLee Chen氏が2004年に創業した。

同時期に、三井物産は情報産業本部の米国投資拠点として、Mitsui Incubase Corporation(後にMitsui & Co. Technology Investment Groupへ社名変更)を設立しており、米国ベンチャー企業への投資機会を探していた。同社の代表者が、かつて三井物産がFoundry Networksに対してベンチャー投資を行い、日本展開を支援する事で大きな成功を収めたプロジェクトのメンバーでもあったため、その際に培った縁と

信頼で A10 Networks への出資機会を得た。同社の技術的差別化、事業の拡大可能性を見極め、2005 年の 600 万ドルの Series A ラウンドで投資を実行。その後、2007 年に物産ネットワークスが国内総代理店として日本での販売を開始し、日本における事業創出に繋がった。

同社は 2006 年に 800 万ドルの Series B 調達を行い、2008 年には三井物産の投資部門である Mitsui & Co. Global Investment を主要投資家として 2,300 万ドルの Series C 調達を完了。その後 2013 年の 8,000 万ドルの調達を経て、2014 年に 10 億ドルを超える時価総額で IPO を果たした。

三井物産は、長年に渡る日米での ICT 業界での事業開発、ベンチャー投資を通じた業界知見、人脈を保有しており、その経験を生かして米国のベンチャー企業に Series A ラウンドから CVC 投資を行い、戦略的リターンとファイナンシャルリターンの双方を創出した好例であると言える。

### ③ Vitriflex

日本の化学メーカーの米国ベンチャー企業への CVC 投資の事例として、Vitriflex へのクラレの投資を挙げる。Vitriflex は 2010 年に設立された、有機 EL(エレクトロルミネッセンス)や太陽電池向けのウルトラバリアフィルムを開発するベンチャー企業である。

日本の化学メーカー、クラレは 2011 年に Draper Nexus Ventures にファンド出資を行い、米国のベンチャー企業を探索していた。社員をシリコンバレーの Draper Nexus Ventures に派遣し、VC 業務のトレーニングを受けると同時に、クラレの事業に将来的に貢献可能な先端素材分野のベンチャー企業のリサーチを行った。

Draper Nexus Ventures は 2009 年から、投資のテーマとして先端素材分野のリサーチを研究者と共に行っており、低コストのウルトラバリアフィルムが、薄くフレキシブルな太陽電池の開発に必須の技術であるという仮説を持ち、日本の大手企業へのヒアリングによりその市場ニーズを確認していた。

その後 2011 年に、上記仮説を検証すべく、Draper Nexus は CEO と CTO を採用の上、45 万ドルの Series A 投資を実行し Vitriflex を設立。2012 年に LP である JNC との戦略パートナーシップを構築し、その後の Series B 調達では同じく LP であるクラレを共同投資家として 490 万ドルを調達した。クラレにとっては、Vitriflex のバリ

アフィルムが、次世代電子デバイスのフレキシブル化、軽量化に寄与する可能性がある  
と判断した上での、戦略的ベンチャー投資であった。Vitriflex は、その後 2014 年に  
400 万ドルの Series C、2015 年に 810 万ドルの Series D を完了し、順調に成長して  
いる。

クラレは、Draper Nexus へのファンド投資を通じて、自社の戦略的重点分野に合う  
製品を開発するシリコンバレーのベンチャー企業の探索を行い、その後の直接投資に  
繋げた。日本の企業が、シリコンバレーで単独で CVC を展開し、人脈と経験を培うま  
では通常時間がかかる。VC ファンド投資を通じたベンチャー企業への直接投資の効  
率的な実現の好例であると考えられる。

### 第 3 節 考察

本章においては、まず日本のベンチャー企業と VC 業界の発展の歴史と現状について分  
析を行った。米国との比較においてはまだまだ大きな差が存在するが、起業家を取り巻く  
環境は年々改善している事を示した。

次に、日本の ICT 大手企業の現状を、彼らのオープンイノベーション活動と結びつけて  
分析した。現状では、米国の ICT 大手企業のように、オープンイノベーションを経営上の  
必須の手段として定着するまでには至っておらず、ベンチャー企業の M&A も活発化して  
いるとは言い難い。近年活発化している CVC については、VC ファンドへの出資からスタ  
ートし、その後外部 VC への運用委託を経て、最終的には自ら CVC ファンドを運用する  
等、CVC としての発展の経緯が確認できる企業も存在する。

一方、現在の国内 CVC 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、  
迅速に投資を行う CVC が増えてきている。一方 CVC 担当者は引き続き親会社の人材が担  
う事が多く、報酬形態も親会社と同等で業績連動部分が少ない。こうした現在の日本企業  
の CVC の運用形態は、少なからず米国の CVC と異なる部分と思われるが、果たして日本  
型の運用形態は上手く機能しているのだろうか。

次章では、その分析に先立って、CVC の成功要因を中心に米国の CVC に関する先行研  
究をレビューする。

## 第4章 CVCの成功要因に関する先行研究のレビュー

本章では、CVCの成功要因に関する米国での先行研究のレビューの結果について説明する。

### 第1節 CVCの成功要因

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。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。表24は、先行研究とそこで主張されている成功要因をまとめたものであるが、下記5つの要因の重要性を、多くの先行研究が指摘している。

表24 CVCの成功要因

	成功要因	Siegel (1998)	Winters etc. (1998)	Gompers (2002)	Dushnitsky etc. (2005)	McCahery etc. (2012)
1	本体企業との良好な関係と、独立した意思決定	✓	✓	✓	✓	✓
2	VCスキル、VC投資経験	✓	✓	✓	✓	✓
3	VC向け報酬形態	✓		✓	✓	✓
4	本体企業のコミットメント	✓	✓	✓	✓	
5	戦略的リターン重視			✓	✓	
6	ファイナンスリターン重視	✓	✓			
7	VCネットワーク		✓			
8	本体企業の研究開発力、技術吸収力				✓	

出所：先行研究を基に筆者作成

#### 1. 本体企業との良好な関係と独立した意思決定

Siegel 他(1988)は、本体企業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本体企業に依存しているCVCを分類し、前者でなければ成功しないと主張している。彼らの調査によれば、CVC担当者は本体企業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しており、これは、本体企業がCVCの意思決定に関与することにより、CVC担当者が既存事業の延長線の中だけで投資戦略を考えてしまう為、有望な案件に投資を実行できなかつたり、逆に不適切な投資

を実行してしまったりといった問題が発生する事を意味していると考えられる。また、本体企業の影響を受けず独立性の高い CVC はファイナンシャルリターンを重視する傾向が強く、その為本体企業に依存している 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、彼らはファイ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。

## 2. VC スキル、VC 投資経験

Siegel 他(1988)は、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とした。また、Winters and Murfin (1988)は、VC 業界との窓口になる人材は最も能力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としている。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と、CVC 担当者は案件が持ち込まれるのを待ってではなく、自ら主体的、積極的に VC 業界に関わっていく事で投資案件を発掘する必要があるとしている。McCahery 他(2012)は、VC 経験、専門能力不足を CVC の失敗要因として挙げている。ベンチャー投資の経験がない CVC は、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い為、ネガティブな結果をもたらすケースが多いとする<sup>xiv</sup>。

## 3. 報酬形態

Siegel 他(1988)は、CVC 担当者には、能力に応じて独立系 VC 担当者同様の報酬と権限が与えられなければならないとした。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。Dushnitsky and Lenox(2005)も同様に、CVC 担当者に

---

<sup>xiv</sup> 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、関係が強く、信頼できる 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 に共同投資が持ちかけられた場合は、十分に注意を払う必要があるとする。Lerner (1994)によれば、経験豊富な VC はアーリーステージの投資については同程度の経験を持つ VC と行い、レイトステージになると、同じか、より未経験な投資家を選ぶとされている。

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とする。McCahery 他(2012)は、非効率なガバナンス構造と報酬形態が原因で CVC は運用が保守的になる為、レイトステージ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とする。

#### 4. 本体企業のコミットメント

Siegel 他(1988)は、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とした。これは、本体企業が優秀な人材を採用し、十分な予算を与え、CVC を長期的に運営する事を約束する一方で、本体企業による CVC の運用意思決定への関与を小さくする必要があること意味していると考えられる。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としている。Winters and Murfin (1988)は、CVC はすぐに結果が出ない事を認識する必要があるとする。CVC は本体企業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ァイナンシャルリターンを実現できるとしている。

#### 5. CVC の目的

上記他の 4 つの成功要因については各論文の一致を見る一方で、CVC の目的とパフォーマンスとの関係性については様々な議論が存在する。Gompers (2002)や McCahery 他(2012)は、CVC 部門の戦略分野、目的が不明確である事を失敗要因として挙げている。ファイナンシャルリターンのための投資と戦略的リターン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とする。

Winters and Murfin (1988)は、CVC が成功して存続していくには戦略的リターンに加えてファイ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 はファイ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ない、ファイ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、ファイ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、Gompers(2002)が一貫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は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は安定せず、数社の投資実行後活動を停止する事例が多く、逆に戦略的目的のあるCVCは独立系VC同様安定した運用ができるとしている。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。その後、Dushnitsky and Lenox(2005)は、CVCがファイナンシャルリターン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。

このように、過去の研究においては戦略性とファイ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、ファイ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)が主張するファイ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。

## 第2節 考察

先行研究の分析からは、オープンイノベーションの主たる手段の一つである CVC を企業はいかにして成功に導くのか、その要因を本体企業のコミットメント、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た。CVC 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、VC 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、維持する為にも、適切な報酬形態が必要となってくる。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。また、戦略的リターンとファイナンシャルリターンのどちらを重視するかによってパフォーマンスは大きく変わってくる。各企業の戦略に合わせた CVC 設計が必要になるのである。

次章では、日本のインターネットサービス企業の財務分析を行った上で、CVC 投資実績と財務パフォーマンスの関係についても分析を行い、日本においても米国の先行研究同様、CVC の存在と財務パフォーマンスとの間に相関がある事を示す。

## 第5章 日本のインターネットサービス企業の財務分析とCVCの影響

本章では、日本の上場インターネットサービス企業における財務パフォーマンスと、CVC投資実績と財務パフォーマンスの関係について、分析する。まず、日本のインターネットサービス企業について、様々な財務指標に基づいた分析を行う。その後、CVC投資実績と財務パフォーマンスの関係についても分析を行い、米国の先行研究同様、CVC投資実績と本体企業の財務パフォーマンスに相関がある事を示す。

### 第1節 分析対象企業

本章の分析対象は、東証1部、東証マザーズ、JASDAQ上場のインターネットサービス企業71社である。インターネットサービス企業を対象としたのは、オープンイノベーションが重要な意味を持つICT業界の中で、日本においてCVC設立が最も多く見られる業界であること、かつ、CVCのパフォーマンスが本体企業の業績に反映されやすい企業規模の企業が多いと考えたからである。

企業の選定にあたっては、東証1部の業種区分で「情報通信・サービス」、東証マザーズの業種区分で「情報・通信業」「サービス業」、JASDAQの業種区分で「情報・通信業」「サービス業」と分類された企業について事業内容を確認し、その中からインターネットサービス事業を行っている企業を選定した。次に、上場後の期間がまだ十分経過しておらず、分析に必要な直近期の決算データが揃っていない企業を分析対象から外した。

分析対象企業の業種別内訳は図31の通りである。複数の事業を行っている企業については、主要事業の属性をベースに分類した。これによれば、ポータル・メディア事業を展開する企業が最も多く20社となり、その後ソーシャルゲーム、企業向けソリューションがそれぞれ14社、12社で続いた。

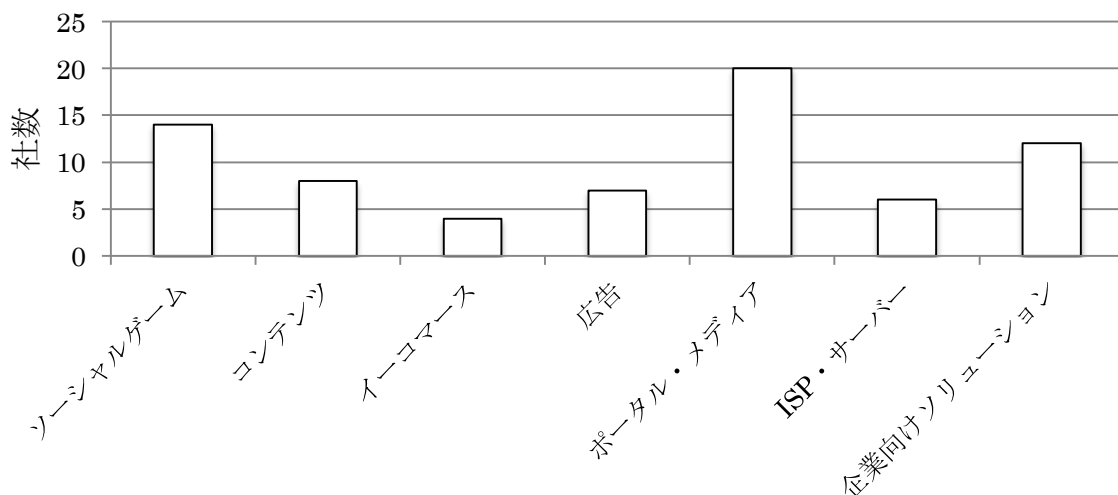


図 31 調査対象企業の業種別内訳

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

## 第 2 節 財務分析

本体企業の財務データについては、財務分析ツール SPEEDA<sup>xv</sup>を使用し、2015 年 8 月時点で公開されている年次決算データを直前期とし、各社の上場後の財務データを取得した。

### 1. 時価総額

分析対象企業の時価総額規模別内訳は図 32 の通りである。1 兆円以上の時価総額を持つ巨大企業が 2 社あり、これは楽天とヤフージャパンである。多くの企業が時価総額 50 億円から 500 億円の間が存在しており、全部で 35 社（全体の 49.3%）がこの範囲内に入っている。一方、上場はしているものの、時価総額が 100 億を下回っている企業は 28 社（39.4%）である。なお、時価総額 5,000 億以上 1 兆円未満の企業 4 社のうち半分の 2 社、時価総額 1,000 億以上 5,000 億未満の 9 社の企業のうち 4 社をソーシャルゲーム企業が占めており、日本のインターネットサービス業界の大型企業の大半がソーシャルゲーム事業を展開する企業である事がわかる。

<sup>xv</sup> 株式会社ユーザーベースが提供する、企業の財務データの分析プラットフォーム。

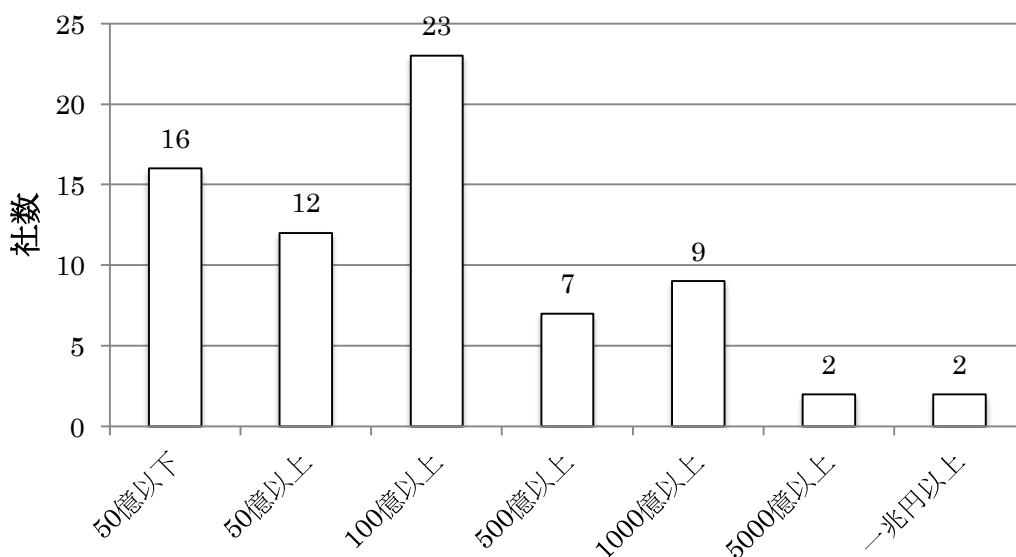


図 32 分析対象企業の時価総額別内訳

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

## 2. 時価総額マイナス成長企業数

今回の調査対象企業のうち 28 社は、上場後の時価総額年平均成長率がマイナスとなっている。業種別に上場後の時価総額年平均成長率がマイナスとなっている企業の比率を示したものが、図 33 である。これによると、ソーシャルゲーム、イーコマース、広告は、それぞれ時価総額年平均成長率がマイナスとなっている企業数がそれぞれ 4 社(28.6%)、0 社(0%)、1 社(14.3%)と小さいものの、コンテンツ、ポータル・メディア、ISP (インターネットサービスプロバイダー)・サーバー事業社についてはそれぞれ 4 社(50%)、9 社(45%)、2 社(33.3%)と高くなり、企業向けソリューションに至っては、8 社(66.7%)と実に上場済企業の 2/3 が時価総額の年平均成長率がマイナス成長となっている。

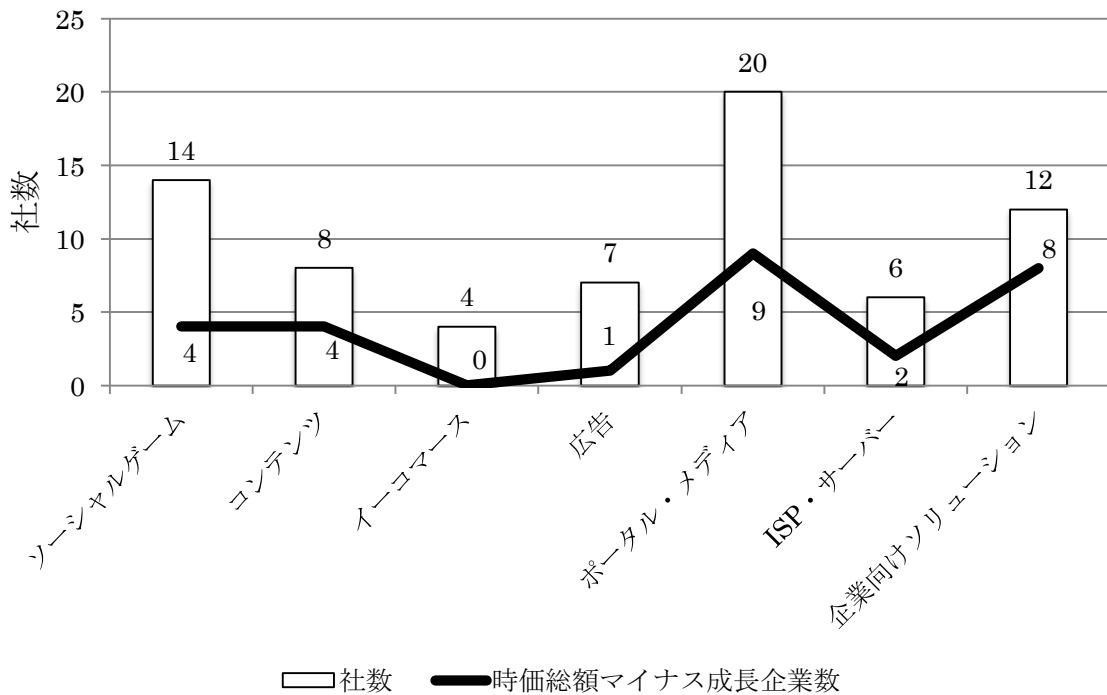


図 33 業種別時価総額マイナス成長企業数内訳

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

### 3. 時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率

業種別の年平均での時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率を示したものが表 25 である。業種別では、ソーシャルゲームが最も時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率が高く、それぞれ平均値では 17.3%、36.9%、21.2%となっており、業界の安定的な成長が確認できる。イーコマース、広告事業についても同様に高い時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率を示しており、日本のインターネットサービス業界においては、比較的安定的な成長を遂げている業界と言える。一方、コンテンツについては時価総額成長率、売上高成長率が共に低く、それぞれ平均値では 0.2%、9%となっている。ポータル・メディアについては、売上高成長率の平均値においては 20.1%を保持しているものの、時価総額は 1%しか成長していない。3.1%と低い営業利益成長率が時価総額成長率に影響している可能性がある。ISP・サーバーについては、時価総額成長率がマイナス 2.1%となっており、売上高成長率の平均値が 12.6%、営業利益成長率が 9.7%とそれぞれ低い事が影響していると考えられる。企業向けソリューションについては、時価総額成長率が

マイナス 13%となっており、原因としては営業利益成長率が平均値でマイナス 31.6%、中央値でもマイナス 6.5%とマイナス成長している事が影響していると思われる。

表 25 調査対象企業の業種別年平均成長率

	時価総額成長率		売上高成長率		営業利益成長率	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
ソーシャルゲーム	17.3%	11.2%	36.9%	27.4%	21.2%	10.2%
コンテンツ	0.2%	0.1%	9.0%	6.6%	-21.1%	5.5%
イーコマース	13.7%	11.5%	28.9%	29.5%	21.4%	22.0%
広告	8.3%	1.9%	20.9%	23.4%	18.6%	22.8%
ポータル・メディア	1.0%	6.3%	20.1%	18.0%	3.1%	9.1%
ISP・サーバー	-2.1%	-0.9%	12.6%	13.3%	9.7%	12.6%
企業向けソリューション	-13.0%	-17.4%	16.5%	10.4%	-31.6%	-6.5%

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

前述の McKinsey(2014)による売上高年平均成長率分類（**Supergrower**：売上高年平均成長率 60%以上、**Grower**：売上高年平均成長率 20%-60%、**Staller**：売上高年平均成長率 20%以下）別に、分析対象企業数をカウントしたものが下記表 26 である。今回の分析対象であるインターネットサービス企業 71 社のうち、**Supergrower** に分類される企業は 3 社あり、ソーシャルゲーム、ポータル・メディア、企業向けソリューションにそれぞれ 1 社ずつであった。全体では 39 社が **Staller** に属し、米国の基準に照らせば、現在の成長率では大半が長期に渡る企業存続が難しいと判断される。

業種別の **Grower** 以上の企業比率では、ソーシャルゲーム、イーコマース、広告においては大半が **Grower** 以上となっている。一方、コンテンツ、ポータル・メディア、ISP・サーバー、企業向けソリューションは約 2/3 程度、もしくはそれ以上が **Staller** という結果となっている。

表 26 売上高年平均成長率分類別の業種別企業数

	Supergrower >60%	Grower 20-60%	Staller <20%
ソーシャルゲーム	1	8	5
コンテンツ	0	2	6
イーコマース	0	3	1
広告	0	5	2
ポータル・メディア	1	7	12
ISP・サーバー	0	1	5
企業向けソリューション	1	3	8

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

### 第3節 CVC 投資実績と財務パフォーマンスの関係

#### 1. CVC 投資実績

業種別の CVC 投資実績がある企業数の内訳は、下記表 27 の通りである。興味深いことに、ISP・サーバー業の企業は全社が CVC 投資実績を保有している。本業から安定収益を上げているものの、成長が止まりつつあるため、CVC を通じて新しいビジネスモデル、技術を持つ企業を発掘し、本体企業の新規事業開発に繋げようとする試みであろうと思われる。広告分野の企業も CVC 投資実績保有比率が高く、71.4%が CVC 投資を実行済みである。ソーシャルゲーム、イーコマース、ポータル・メディア、企業向けソリューションの CVC 投資実績保有率はそれぞれ 35.7%、25%、40%、33.3%となっており、概ね業界の 1/3 の企業が CVC 投資を実行済である。コンテンツに属する企業については CVC 投資の実績を持つ企業が 1 社も存在しなかった。



表 27 業種別 CVC 投資実績がある企業比率

	CVC 投資実績のある企業数	比率
ソーシャルゲーム	5	35.7%
コンテンツ	0	0.0%
イーコマース	1	25.0%
広告	5	71.4%
ポータル・メディア	8	40.0%
ISP・サーバー	6	100.0%
企業向けソリューション	4	33.3%

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

## 2. CVC 投資実績と財務パフォーマンスの関係分析

前述の米国の先行研究においては、CVC 投資と本体企業の R&D 投資額や、トービンの Q との間には相関が存在するとしている。本章では、日本のインターネットサービス企業においても、CVC を設立し、CVC 投資を実施する事と、本体企業の財務パフォーマンスとの間に相関があるかどうかを検証する。従属変数としては時価総額、及び年平均での時価総額成長率を設定し、説明変数として、CVC 投資実績の有無(有 1：無 0)を設定した。CVC 投資実績の有無については、各社のプレスリリース等を確認し、1 社でもベンチャー企業への投資を実施していれば、CVC 有としてカウントした。CVC としてファンドや部門を設立した上で投資を行う場合でも、本体からの直接投資であっても、本体企業へのメリットは同一であると考えられる為である。本稿では、統計分析ツール *Adelie*<sup>xvi</sup> を使用し、上記仮説に基づいて相関の分析を行った。尚、今回の分析において因果関係は判断せず、相関の有無のみを判断する事とする。

まず、時価総額について、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表 28 の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は 0.107 であった。推測値と実測値の乖離が一定量を超えていた 6 社については、異常値として削除した。結果、CVC 投資実績と時価総額は、1%有意で正の相関を示した。表 27 による業種別 CVC 投資実績のある企業数の分析結果も考慮すると、全社が CVC を行っている ISP・サーバー企業の

<sup>xvi</sup> 株式会社サイカが提供する重回帰分析ツール。

時価総額は必ずしも高くないため、各業種内で比較的時価総額の高い企業が CVC 投資を行っている、ということが考えられる。

表 28 時価総額に関する統計値

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	29977.381	21130.357	1.419	0.161
CVC投資実績あり	102318.212	33779.21	3.029	0.003
自由度調整済決定係数	0.107			
サンプル数	69			

次に、時価総額年平均成長率について、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表 29 の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は 0.106 であった。推測値と実測値の乖離が一定量を超えていた 2 社については、異常値として削除した。結果、CVC 投資実績と時価総額の成長率は、1%有意で正の相関を示した。

表 29 時価総額成長率に関する統計値

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.024	0.036	-0.670	0.506
CVC投資実績あり	0.154	0.057	2.727	0.008
自由度調整済決定係数	0.106			
サンプル数	65			

以上の分析結果から、日本のインターネットサービス企業において、CVC 投資実績と本体企業の時価総額、及び時価総額の成長率の間には、相関があると確認できた。米国の先行研究同様、日本のインターネットサービス業界において、高い時価総額、及び時価総額成長率を持つ企業程、CVC を実行する傾向にある事を示すものである。同時に、ベンチャー企業に対する投資を通じて戦略的リターンを得る事、そしてキャピタルゲインを得る事が、企業の成長や株主の期待を向上させ、時価総額を押し上げている可能性も示していると考えられる。

#### 第4節 考察

本節の一連の分析により、下記の実証結果が明らかとなった。まず、日本のインターネットサービス企業では、5,000億円以上の時価総額を持つ企業は少なく、全体の約半数の企業が時価総額50億円から500億円の間に存在している。時価総額が100億を下回っている企業の比率は約40%であり、彼らの時価総額は、2014年の米国のベンチャー企業のSeries BからSeries C調達時の時価総額と変わらない事がわかった。つまり、時価総額だけで判断すれば、日本の上場企業は米国では成長途中のベンチャー企業と判断されるステージであるといえる。また、時価総額1,000億以上の大型企業のうち、ソーシャルゲーム事業を展開する企業は約40%を占めており、日本のインターネットサービス業界においては、ソーシャルゲーム以外の業種で時価総額1,000億円を超える企業はあまり生まれていない事がわかった。更に、これら調査対象企業うち、約40%の企業が上場後の時価総額成長率がマイナスとなっている事が確認できた。

また、分析対象企業の年平均成長率に関する業種別分析においては、ソーシャルゲーム、イーコマース、広告事業については、高い時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率を示している一方、コンテンツ、ポータル・メディア、ISP・サーバー、企業向けソリューションについては、時価総額成長率が低い、もしくはマイナス成長しており、原因としては営業利益成長率が低い、もしくはマイナス成長している事が影響していると考えられる。これは米国における時価総額と売上高成長率の相関と異なる結果であり、日本では本質的な成長を目指すため売上高成長率重視の経営を行う事が、必ずしも株主に評価されない可能性を示している。米国では、成長志向の新興企業が、洗練されたVCや機関投資家の評価のもと、本質的、長期的な時価総額最大化の為に売上高の成長率を指標に企業を選別し、大規模な投資を行う為、成長企業は更なる成長を遂げる事ができる。一方、日本においては、VCも新興市場の投資家も利益目線で企業を評価し、取引を行う為、売上高成長率を最大化できずに大きな成長を遂げる事ができない企業が多い可能性がある。それを裏付けるように、売上高年平均成長率別の内訳において、Supergrowerに分類される企業は3社しか存在せず、全体では過半数以上がStallerに属し、特にコンテンツ、ポータル・メディア、ISP・サーバー、企業向けソリューションは約2/3程度、もしくはそれ以上がStallerという結果となった。彼らは米国基準に照らせば、長期に渡った存続が難しい事になる。

業種別の CVC 投資実績の内訳においては、ISP・サーバーが 100%の保有率を持つ他、広告業においても保有比率が高く、71.4%が CVC 投資を実行済みである。ソーシャルゲーム、イーコマース、ポータル・メディア、企業向けソリューションでは概ね業界の 1/3 の企業が CVC 投資を実行済みであり、コンテンツに属する企業については CVC 投資の実績を持つ企業が 1 社も存在しなかった。

CVC 投資実績の有無と時価総額、時価総額成長率の関係性の分析の結果、日本のインターネットサービス企業において、CVC 投資の有無と本体企業の時価総額、及び時価総額の成長率の間には、相関関係があると確認できた。これらは、米国の先行研究同様、日本のインターネットサービス企業においても、財務パフォーマンスに優れ、R&D 投資を積極的に行っている企業が CVC 投資を行っている事を示すものであると考えられる。また、特にプロダクトライフサイクルの短いインターネットサービス業界において、CVC を通じて新しい技術やビジネスモデルに関する情報を収集し、投資先との連携を通じて、スピード感を持って先端事業を展開する事は、株主価値向上に繋がっている可能性も考えられる。

一方、今回の分析では CVC 投資と本体企業の財務パフォーマンスについて、他の説明変数が存在する可能性を排除できていない。高い時価総額、及び時価総額成長率を持つ会社は、先行研究に照らせば R&D 投資を積極的に行っている企業である可能性が高く、CVC 投資の有無と時価総額、及び時価総額成長率との相関だけについて精緻に検証を行う上では、こうした他の要素を排除して分析する必要がある。

次章では、日本の CVC の運用形態と実績に関する実態調査と分析を行う。

## 第6章 日本のCVCの運用形態と実績に関するヒアリング調査

本章では、日本のCVCの組織とパフォーマンスに関する実態調査の手法と調査結果について述べる。まず、調査対象企業について明示する。その後、ヒアリング内容と結果について説明を行う。

### 第1節 日本のCVCの実態調査対象企業

国内CVCの実態調査を行うため、表30に示した国内企業25社、全30のCVCファンド及び投資プログラムに対し、ヒアリングを行った。会社が同じでも、CVC運営組織、運用方針が異なったものは別CVCとしてカウントしている。機密情報保護の観点から、各社の名前は明示しない。

業界としては、インターネットサービス企業が全体の半分を占める。大半が創業20年以内の新興上場企業のCVCである。残りの半分は、従前からCVCを行っているIT、エレクトロニクス業界大手や広告代理店、総合商社等に加え、近年CVC事業に積極的な通信キャリアやテレビ局等となっている。

尚、今回の調査は日本人メンバーによって主として国内ベンチャー企業への投資を行うCVCを対象としており、北米やアジアを中心に現地人材を採用して投資をしているCVCは対象としていない。これは、各国のベンチャー企業のパフォーマンスは大きく異なる事、国外においては現地プロフェッショナルの採用は当然と考えられる事等のためである。

表30 調査対象CVC 業種別一覧

業種	CVC数
IT・エレクトロニクス	2
通信	4
TV、広告	4
インターネットサービス	16
総合商社	2
その他	2
合計	30

## 第2節 ヒアリング項目、内容

上記調査対象 CVC の運用担当者に対し面談を行い、インタビュー形式でヒアリングを行った。聴取した項目は下記の通りである。

### 1. 基本情報

CVC 設立年、担当人員数、投資対象地域、総投資額、総投資企業数、CVC の目的

### 2. 投資パフォーマンス

「4. CVC の成功要因分析」で実施する回帰分析の従属変数を構成する要素として IPO 企業数、M&A での売却企業数（元本回収以上）、マークアップ企業数（投資後株価を上げて増資を実現した企業数）をファイナンシャルリターン測定指標として定義し、ヒアリングを行った。本来であればキャピタルゲインの額を確認すべきであるが、各社の機密情報であるため投資先の IPO や売却確率、マークアップ確率を持ってこれに代替した。また、今回の調査対象は比較的歴史の浅い CVC が多く、現段階では IPO や会社売却による投資回収が未実現の投資先を多く保有している CVC が多い為、株価を上げて増資に成功しているマークアップ企業数まで含めた企業数を成功と定義し、その確率を求める事とした。

戦略的目的の達成度合いについては、本来であれば協業による戦略的リターンを定量化して測定したいところであるが、こちらについても各社の機密情報である事、そしてリターンの定量化が難しい部分もある事から、提携企業数と本体事業領域の投資先数で測定する事とした。

### 3. 組織形態等

回帰分析の独立変数を構成する要素として、表 31 の CVC の組織形態に関する質問表の通り、CVC の位置づけや組織、メンバーのプロフィールやスキル、報酬形態、意思決定プロセスや本体事業部の関与度合い、VC としての投資方針や戦略に関する 21 の質問項目を作成し、ヒアリングを実施した。質問には4段階（4: 完全に当てはまる, 3: ややあてはまる, 2: あまり当てはまらない, 1: 全く当てはまらない）のスコアのどれに当てはまるかを回答して頂き、各項目の値とした。「4. CVC の成功要因分析」で実施する回帰分析

の独立変数は、これらの回答をカテゴリー毎に集計したものを利用する。以下、それぞれについて詳述する。

表 31 CVC の組織形態に関する質問表

項目	質問	構成する独立変数
担当者数	増加	本体企業のコミットメント
投資予算	増加	本体企業のコミットメント
CVC代表者の本体企業での役職	取締役レベル	本体企業との良好な関係と、独立した意思決定 本体企業のコミットメント
投資権限委譲	CVCに完全に権限委譲されている	本体企業との良好な関係と、独立した意思決定
投資判断に必要な期間	3ヶ月以内で意思決定可能	本体企業との良好な関係と、独立した意思決定
VC経験者採用	経験者中心	VC経験者採用
VCスキル/テクノロジー	保有している	VCスキル
VCスキル/ファイナンス	保有している	VCスキル
VCスキル/ベンチャー企業経営	保有している	VCスキル
キャリドインタレストの提供	キャリドインタレストでの成果報酬	VC向け報酬形態
本体社員より高い報酬形態	本体企業社員より高い報酬	VC向け報酬形態
投資対象分野/特定分野	特定分野に特化	戦略的リターン重視
投資対象分野/本体企業事業領域	本体企業と同じ事業領域のみ投資	戦略的リターン重視
投資判断における事業部門の関与	事業部承認必須	戦略的リターン重視
協業条件	協業契約締結が前提	戦略的リターン重視
投資ステージ	アーリーステージで投資	ファイナンシャルリターン重視
リーダーシップ	リードインベスターで投資	ファイナンシャルリターン重視
共同投資	VCとの共同投資が条件	ファイナンシャルリターン重視
追加投資	常に実施	ファイナンシャルリターン重視
優先株	常に優先株	ファイナンシャルリターン重視
経営関与	積極的な経営関与	ファイナンシャルリターン重視

### (1) 本体企業との良好な関係と、独立した意思決定

CVC への投資権限委譲度合を測る為、CVC 代表者の本体企業での役職、意思決定プロセス、投資判断に必要な期間に関して質問を行った。本体企業での CVC 代表者の役職が高ければ本体企業との関係構築をしやすく、また権限も委譲されると判断し、取締役レベルであるかどうかを確認した。

意思決定については社内の他部門の承認を必要とせず、CVC 組織内で投資判断できるプロセスになっているかどうかを確認した。意思決定期間については、業界慣習として3ヶ月程度の検討期間が必要であると考えられている為、この範囲内で収まる CVC は権限委譲が進んでいると判断した。

### (2) 本体企業のコミットメント

CVC に対するコミットメントを測る項目としては、前述の CVC 代表者の役職の他に、担当人員の増加、投資予算の増加を選定した。本体企業の期待や注力度合いが現れる項目として適切であると考えられる。

### (3) VC スキル、VC 投資経験

担当者のスキルについては当該業務で求められる3つのスキル（テクノロジー、ファイナンス、ベンチャー企業経営ベンチャー企業経営）について、保有しているかどうかを自己申告で確認した。また VC 経験者を採用し、そのメンバーが中心となって運用しているかどうかを確認した。

### (4) VC 向け報酬形態

VC 向け報酬形態の適用については、独立系 VC で一般的な、キャリドインタレスト（キャピタルゲインの20%程度を投資責任者間で分配）を適用しているか、もしくは、本体企業の標準的給与レンジを上回る報酬を CVC 担当者に提供しているかを確認した。

### (5) 戦略的リターン重視

戦略的リターン重視で投資しているかどうかを測る指標として、投資領域を本体企業の事業戦略上注力分野と位置づけた特定分野に特化しているかどうか、もしくは本体企業の事業領域と同じ分野のベンチャー企業だけに投資しているかどうかを確認した。また、投資判断において関連する事業部の承認を必須としているか、そして投資時に本体企業との協業契約締結を条件としているかについても確認を行った。これらに合致するプログラムは、高い戦略的リターンを生み出す可能性が高いと考えられる。

### (6) ファイナンシャルリターン重視

ファイナンシャルリターン重視で投資を行っているかについては、独立系 VC の投資スタイルと近いかどうかで判断した。アーリーステージのベンチャー企業に、増資ラウンドの条件を決定し、主要投資家として投資を行うリードインベスターとして投資するスタイルは独立系 VC の標準的手法である。社外役員や取締役会オブザーバーに就任して積極的な経営関与を行う CVC は、独立系 VC 同様ファイナンシャルリター



ン重視と言える。同様に他の VC との共同投資を条件とし、優先株を使用し、後のラウンドで追加投資を行うスタイルを徹底している CVC は、金融リスクをコントロールし、キャピタルゲインを追求する姿勢があると考えられる。

### 第3節 ヒアリング結果

以下、質問項目別に、調査結果について述べる。

#### 1. 基本情報

全体として歴史の浅い CVC が多く、IT 分野のベンチャー投資において、投資から IPO や会社売却による投資回収までの平均期間といわれる 7 年を超える運用期間を持つ CVC は 12 しか存在しなかった。

図 33 の通り、CVC の目的別内訳では、戦略的リターンを主目的としている CVC が 14、ファイナンスリターンを主目的にするものが 9、両方の目的実現を狙うものが 7 であった。企業タイプ別では大手企業による CVC が 16、主にインターネット分野を中心とした創業 20 年以内の新興上場企業による CVC が 14 であった。一社あたり平均投資金額においては、最小で 2,000 万円、最大で 10 億円とばらつきがみられたが、中央値は 7,000 万円程であった。国内ベンチャー企業への投資であり、かつ CVC 投資である事を考えれば投資金額の規模としては肯首し得る範囲にあると考えられる。

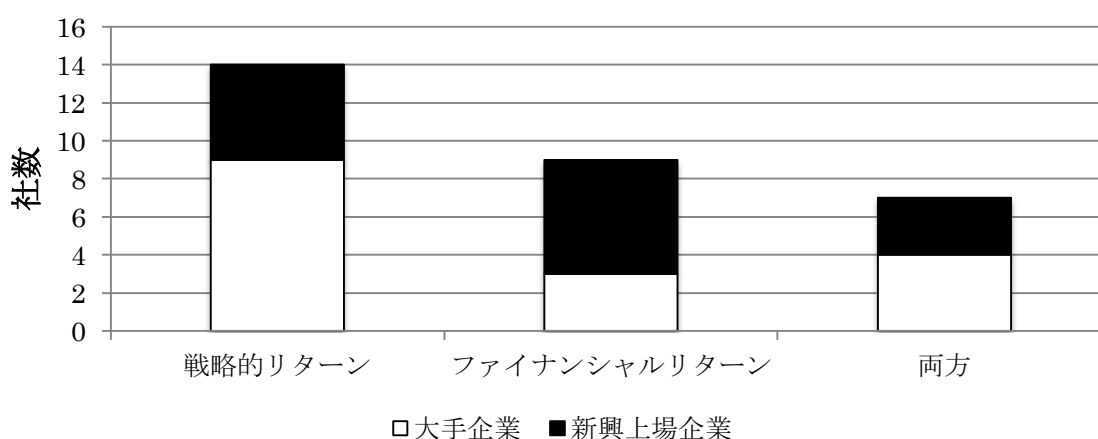


図 33 CVC の目的別、企業タイプ別内訳

## 2. 投資パフォーマンス

ファイナンシャルリターンを測る指標として設定した IPO 確率、M&A での売却企業数(元本回収以上)確率、マークアップ確率についての結果は表 32 の通りである。それぞれの項目の平均値、中央値は IPO だけでみるとその数値は小さいが、M&A での Exit も含めるとその確率は 10%を超え、さらにマークアップ済で成長中の企業数も含めるとその確率は 40%程度になっている。

表 32 投資パフォーマンス

	IPO 確率	IPO + M&A 確率	IPO + M&A + マークアップ確率
平均値	7.9%	14.3%	38.3%
中央値	5.6%	12.5%	41.2%

戦略的リターンを測る指標として設定した提携企業数については、歴史の浅い CVC については一部今後提携が実現されるものもあると想定されるものの、現状の数字にて傾向は測定可能と判断した。本体事業領域投資先数については投資時に判明するものであるため、現状の数字で判断可能である。伝統的大手企業と、創業 20 年以内の新興上場企業別の比率は表 33 の通りである。これを見ると、大手企業の方が提携確率、及び本体事業領域投資確率が高い。元々シナジー目的のプログラムの比率が高い上、本体の事業領域が広い事が原因として考えられる。

表 33 CVC タイプ別 提携確率、本体事業領域投資確率

	大手企業		新興上場企業	
	提携確率	本体事業領域 投資確率	提携確率	本体事業領域 投資確率
平均値	49.4%	76.5%	32.1%	60.7%
中央値	50.0%	100.0%	9.8%	71.9%

一社当たりの年間投資件数については、表 34 の通りである。平均値で 6.9、中央値で 6.0 であったが、少額の出資を多くのシードステージ（ビジネスプラン段階）のベンチャー企業に実行するシードアクセラレーター型の投資プログラムを持つ CVC を外して計算した場合、平均値、中央値はそれぞれ 5.28、5.25 へ下落した。

表 34 年間投資件数

	年間投資件数	年間投資件数 (シードアクセラレーターを除外)
平均値	6.86	5.28
中央値	6.00	5.25

### 3. 組織形態等

#### (1) 本体企業との良好な関係と、独立した意思決定

投資に関する権限委譲ができていないかについては、表 35 の通り比較的スコアが高かった。CVC のトップについては兼務であれば役員が就任しているケースも見られた。権限委譲については 13 の CVC で完全に委譲されているという回答を得られた。意思決定期間については、殆どの CVC で 3 ヶ月以内という回答が多かった。従来は「社内の承認を取るのに時間がかかり、意思決定に時間がかかる」というイメージのあった日本の CVC だが、現在は VC と然程変わらない期間で意思決定が可能な CVC が多い事が確認できた。

表 35 本体企業との良好な関係と、独立した意思決定に関するスコア

	CVC 代表者の 本体企業での役職	投資権限委譲	投資判断に必要な期間
平均値	2.60	2.77	3.53
中央値	2.00	3.00	4.00

#### (2) 本体企業のコミットメント

表 36 の通り、本体企業の CVC に対するコミットメントを測る質問についても、比較的高いスコアとなった。新規に設立された CVC も多い為、基本的には拡大傾向であ

った。また、CVC ファンドを設立している場合は長期に渡って投資予算や人員について一定レベルをコミットする形になる為、高いスコアになりやすいと思われる。

表 36 本体企業のコミットメントに関するスコア

	CVC代表者の 本体企業での役職	担当者数	投資予算
平均値	2.60	2.80	3.17
中央値	2.00	3.00	3.00

### (3) VC スキル、VC 投資経験

結果は表 37 の通りである。VC 経験者の採用に関する質問については、平均値が 2.03、中央値が 2.00 とスコアは低いものの、半分以上の会社で外部の人材を採用して CVC の運用に当たらせている事がわかった。また、6 つの CVC において中途採用した人材が中心となって運営していた。一方、それら 6 つの CVC はいずれも新興上場企業のものである事から、大手企業における中途採用の実施についてはまだあまり進んでいないと考えられる。

今回、CVC 担当者に求められるスキルとして、テクノロジー、ファイナンス、ベンチャー企業経営の 3 つを挙げ、それらのスキルを保有しているかどうかにつきヒアリングを行った。スキルについては自己申告であり、またメンバー全体の能力を見た場合どう判断するかは CVC 担当者の主観によるところが大きい為に判断が難しいが、全体を通じて CVC メンバーはテクノロジースキルを保有していないケースが殆どであった。また、新興インターネットサービス企業においてはその親会社の創業メンバーが CVC 責任者についているケースもあり、ベンチャー企業経営について高い知見とスキルを保有している事が確認できた。

表 37 VC スキル、VC 投資経験に関するスコア

	VC経験者採用	VCスキル テクノロジー	VCスキル ファイナンス	VCスキル ベンチャー企業経営
平均値	2.03	1.30	2.97	2.53
中央値	2.00	1.00	3.00	3.00

#### (4) VC 向け報酬形態

表 38 の通り、CVC 担当者に対して成果報酬型のインセンティブ、もしくは親会社社員より高い報酬を提供しているケースは非常に少なく、日本の CVC においてはまだまだ硬直的な給与形態が広く適用されている事が分かった。独立系 VC 同様のキャリアドインタレストを提供しているプログラムは 2 つしか存在せず、また親会社社員より高い別の給料形態を提供しているプログラムは 6 つであった。尚、それら投資プロフェッショナル向け報酬形態を適用している会社は全て新興上場企業であり、伝統的大手企業では給与形態の変更は一切見られなかった。平均値はそれぞれ 1.43 と 1.50、中央値はどちらも 1.00 であった。

表 38 VC 向け報酬形態に関するスコア

	キャリアドインタレストの提供	本体社員より高い報酬形態
平均値	1.43	1.50
中央値	1.00	1.00

#### (5) 戦略的リターン重視

戦略的リターンを獲得するための運用方針を確認するための項目として、投資対象分野が絞られているか、事業部承認が必須か否か、協業契約締結が必須か否かについてヒアリングを行った。表 39 の通り、当該スコアは CVC の目的に大きく影響を受ける部分であるが、戦略的シナジーを追求しない CVC では低いスコアとなった。

表 39 戦略的リターン重視に関するスコア

	投資対象分野 特定分野	投資対象分野 本体企業事業領域	投資判断における 事業部門の関与	協業条件
平均値	2.27	2.43	1.93	1.97
中央値	2.00	2.00	1.50	1.00

## (6) ファイナンシャルリターン重視

ファイナンシャルリターンを獲得するための運用方針になっているかを判断するための項目として、投資ステージ、リードインベスターになるか否か、他の VC との共同投資、追加投資、優先株の使用、積極的な経営関与の度合いについて確認した。表 40 の通り、投資ステージと経営関与について比較的スコアが高く、創業間もないベンチャーに投資をして積極的に経営関与する、所謂独立系 VC と同じような傾向が見られた。一方、米国で必須とされる独立系 VC との共同投資や追加投資、優先株の使用については、比較的低いスコアとなった。米国と比べた独立系 VC の存在感の低さや、投資環境の違いが存在したためと考えられる。

表 40 ファイナンシャルリターン重視に関するスコア

	投資ステージ	リーダーシップ	共同投資	追加投資	優先株	経営関与
平均値	3.10	2.50	1.73	2.23	2.17	2.53
中央値	3.00	2.00	1.00	2.00	2.00	3.00

## 第 4 節 考察

本節の一連の分析により、下記の実証結果が明らかとなった。日本で設立が相次ぐ CVC であるが、まだその絶対数は少なく、また歴史の浅いプログラムが多い。そしてその半数程度が、新興上場企業によるプログラムであった。マークアップ済で成長中の企業も含めた場合の投資成功確率は 40%程度であり、投資先との提携確率は大手企業で 50%程度、新興上場企業の場合は 30%程度であった。平均では年間に 5~6 件程度を投資しており、意思決定については殆どの CVC で 3 ヶ月以内という回答であった。また、CVC に対するコミットメントは高まっており、人員や予算は拡大傾向にあった。半分以上の企業で CVC 担当者を外部から採用しており、6 つの CVC において中途採用した人材が中心となって運営を行っていたが、それらは全て新興上場企業の CVC であり、大手企業では外部人材の登用は未だ本格化していない事がわかった。VC 向けの報酬形態として Carried Interest を提供している企業は 2 つ、本体企業より高い給与形態を提供している CVC は 6 つしかなく、そしてそれらは全て新興上場企業の CVC であった。大手企業においては給与形態の変更は一切見られなかった。戦略的リターン重視に関するスコアでは、ファイナンシャ

ルリターンを目的に運営している CVC では低いスコアとなり、事業部の関与無しに投資を実行していた。ファイナンシャルリターン重視に関するスコアでは、投資ステージは比較的早めで、投資先に対する積極的な経営関与を行っており独立系 VC 同様のアプローチが見られる一方、独立系 VC との共同投資や追加投資、優先株の使用についてはスコアが低く、日米の独立系 VC の存在感や投資環境の違いが浮き彫りになった。

今回、合計 30 の国内 CVC の組織とパフォーマンスのデータを、実務上の関係を活用して CVC 運用担当者に直接ヒアリングする事で、国内 CVC の初めての実態調査を実施する事が出来た。また、歴史の浅い CVC に対する新しい評価指標として、IPO 数、M&A での売却企業数、マークアップ企業数の合計を全投資先数で割った投資成功確率を提示し、投資成功確率を分析する事ができた。これらの成果、手法は今後の研究に活用可能と考える。また、今回の調査を通じて、CVC でありながら投資先との提携を行っていない、もしくはごく限られた数の提携しか実現していない CVC と、投資先のほぼ全てと提携を実現している CVC が日本に存在する事が明らかになり、後者の場合はその為に最適化された社内検討体制、プロセスを踏んで投資を実行している事が確認できた。加えて、キャピタルゲインのみを追求する CVC の多くが新興上場企業である事も興味深い点である。業界としての特色なのか、それとも日本固有の特徴なのか、また後者であれば何故それが起きるのか等、日本の VC 環境の特殊性に関する分析と共に明らかにして行くべきテーマであると考えます。

本章での分析結果を踏まえ、次章にて CVC の組織とパフォーマンスに関して分析を行い、CVC を成功に導く要因について明らかにする。

## 第7章 CVCの成功要因分析

本章では、CVCの組織とパフォーマンスの関係について分析を行い、CVCの成功要因を明らかにする。まず、分析する仮説について説明する。次に、分析結果を明示して、考察を行い、米国の先行研究において指摘されたCVCの成功要因が、日本においても有効である事を示す。

### 第1節 仮説の設定

本節では次節の統計モデルで検証する仮説を設定する。前述の先行研究のレビューの通り、米国においてはCVCへの投資権限委譲、本体企業のCVCに対するコミットメント、CVC担当者のスキル、VC向け報酬形態の適用、CVCの運用目的がCVCの成功に影響を与える要因として考えられている。本稿での分析は、これらCVCの成功要因を含めたCVCの組織のプロフィールを説明変数とし、CVCのパフォーマンスを従属変数とする事で、米国の成功要因を取り入れた国内CVCがより高いパフォーマンスを示しているかどうかを統計的に検証しようとするものである。変数については、上記国内CVCに対するヒアリング調査で取得したCVCの組織とパフォーマンスのデータを使用した。

仮説1：CVCに対する本体企業の権限委譲、コミットメント度合いと、年間平均投資件数の増加の間には正の相関がある。権限委譲やコミットメントがなければ社内の支援が得られず、手続きや社内説明に時間を要し、適切なタイミングで投資を実行することが難しいと想定できるからである。

仮説2：CVCに対する本体企業の権限委譲、コミットメント、CVC担当者のスキル、VC向け報酬形態の適用度合いと、投資成功確率の向上の間には正の相関がある。特にCVC担当者に適切な人材を適切な報酬によって配置する事は成功確率を高める効果があると考えられる。



仮説 3：戦略的リターン重視で運用する CVC と、提携確率との間には正の相関がある。他事業部門を巻き込んで投資先の評価や絞り込みを行うと投資が進みづらいと考えられているが、戦略的リターン創出のためには必要なプロセスであると考えられる為である。

## 第 2 節 分析結果

本稿では、前章同様統計分析ツール **Adelie** を使用し、上記仮説に基づいてステップワイズ変数選択による重回帰分析を行った。分析の為設定した独立変数、従属変数は前述のヒアリング結果のデータを活用した。尚、独立変数の値については、上記ヒアリングで取得した質問のスコアを、表 5 で示した対応する独立変数毎に集計することで算出した。分析においては **Adelie** の機能を活用し、決定係数の値を可能な限り最大化する組み合わせを導き出す事で、主要な独立変数のうち客観的にどの要素が従属変数に影響を与えているかについて分析した。

### 1. 平均投資件数

平均投資件数について、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。尚、短期間に極端に多くの投資を実行している 1 サンプルを外れ値として分析から除外した。結果は表 41 の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は **0.182** であった。結果、本体企業のコミットメント、VC 向け報酬形態、ファイナンシャルリターン重視、戦略的リターン重視の 4 つの独立変数項目が高い相関を示した。それぞれの独立変数に関して、p 値と t 値を求めて検証を行ったところ、本体企業のコミットメントにおいて 5% 有意の正の相関が確認でき、同時に戦略的リターン重視において 5% 有意の負の相関が確認できた。また、統計的に有意でない 2 つの独立変数を除いて再検証を行った結果においても、表 42 の通り本体企業のコミットメントが 10% 有意で正の相関を示し、戦略的リターン重視は 5% 有意で負の相関を示した。

本体企業のコミットメントが高い平均投資件数に結びつく事は容易に想像可能である。CVC に必要なリソースを投入し、役職の高い人材に責任者を任せる事でベンチャー企業への投資は進むであろう。また、戦略的リターン重視のプログラムの方が、投資件数が少

なくなる事も確認できた。本体大手企業と同様の事業領域、もしくはその中でも一部の特定注力領域に絞って案件を探している上に、事業部の承認や協業契約の交渉等、関係者が多く意思決定に時間がかかる事から、当然に投資件数は少なくなると考えられる。

表 41 平均投資件数に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	1.9044	4.4163	0.4312	0.6701
本体企業のコミットメント	2.2065	1.0384	2.1248	0.0441
VC向け報酬形態	-0.9421	0.8212	-1.1472	0.2626
ファイナンシャルリターン重視	1.5832	1.2917	1.2256	0.2322
戦略的リターン重視	-2.2080	0.8758	-2.5212	0.0187
自由度調整済決定係数	0.18206			
サンプル数	29			

表 42 平均投資件数に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	4.6218	3.3721	1.3706	0.1822
本体企業のコミットメント	1.7790	0.9820	1.8115	0.0816
戦略的リターン重視	-1.8001	0.8074	-2.2296	0.0346
自由度調整済決定係数	0.24524			
サンプル数	29			

## 2. 投資成功確率

投資の成功確率については、前述の通り IPO 数、M&A での売却企業数に加え、マークアップ企業数を加えた確率を従属変数として分析を行った。分析の結果、表 43 の通り VC 向け報酬形態、及び戦略的リターン重視の 2 つの独立変数が高い相関を示した。また分析の精度を高める変数として、CVC 担当者数、戦略的リターン目的（ヒアリングの際の CVC 目的に対する回答）という 2 つの項目が有効である事が確認できた。最大化した自由度調整済決定係数は 0.462 であった。これら 4 つの独立変数に関して検証を行ったところ、担当者数の増加の 5%有意での正の相関、VC 向け報酬形態の 10%有意での正の相関、戦略的リターン重視の 5%有意での正の相関、そして戦略的リターン目的の 1%有意での負の相関が確認できた。

担当者数の増加が投資成功確率の向上と正の相関があることは想像に難くない。本体企業のCVCへのコミットメントを示す要因の1つでもあり、実務上も投資検討や投資後の支援に十分な人材を活用できるという意味で、投資成功確率を向上させるであろう。VC向け報酬形態の適用について10%有意ではあるが正の相関が確認できたことで、優秀な人材に相応の報酬形態を示す必要について、日本でもその兆しを確認する事ができたと考えられる。戦略的リターン重視で投資をした場合に投資成功確率が高い要因としては、シナジーによる相乗効果で投資先企業価値が向上する事、シナジーが見込めるベンチャーについてはCVC本体企業が知見を保有しており投資判断に活かせる事、シナジーが見込めるベンチャーに限る事により投資先対象企業がレイトステージの上場確度の高いベンチャーに絞られる傾向がある事等が考えられる。一方、単にヒアリングの際、自己申告で戦略的リターン目的の運用と回答したCVCを独立変数とした場合には、逆に投資成功確率に負の相関が見られた事は興味深い。戦略的リターンを重視する為に、あるべき姿で運用された場合は投資成功確率において正の相関であるが、目的として戦略的リターンを掲げているという事それ自体は、投資成功確率をむしろ下げているという結果となった。

表 43 投資成功確率に関する統計値

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	0.1109	0.1132	0.9803	0.3363
担当者数	0.0129	0.0062	2.0988	0.0461
VC向け報酬形態	0.0647	0.0327	1.9806	0.0587
戦略的リターン重視	0.0954	0.0383	2.4942	0.0196
CVC目的：戦略的リターン	-0.1974	0.0604	-3.2671	0.0031
自由度調整済決定係数	0.46429			
サンプル数	30			

### 3. 提携確率

戦略的リターンを測る指標として設定した提携確率に関して、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを分析したところ、表 44 の通り VC 経験者採用が負の相関、戦略的リターン重視が正の相関を示した。最大化した決定係数は 0.491 であった。高い相関を

示した2つの独立変数に関して検証を行った結果、VC経験者採用は5%有意で負の相関を示しており、戦略的リターン重視は1%有意で正の相関が確認できた。

VC経験者採用が提携率の向上に対してマイナスに働いた要因としては、戦略的リターン目的でCVCプログラムを運営している企業は、中途採用に積極的でない事が考えられる。日本においてCVCに採用されるVC経験者は、ファイナンシャルリターン目的で運用されるCVCに採用されていると考えられる。

一方、戦略的リターン重視については、投資対象を本体事業領域に絞り、事業部門の承認を得ながら提携ありき、もしくは提携を視野にいれつつ投資を実行するスタイルで投資を行う為、提携率が高まるのは当然の結果であると考えられる。尚、提携確率を補完する目的で設定した本体事業領域投資確率についても、表45の通り戦略的リターン重視が1%有意で正相関した。

表 44 提携確率に関する統計値

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.0388	0.2164	-0.1796	0.8588
VC経験者採用	-0.1005	0.0477	-2.1068	0.0445
戦略的リターン重視	0.3052	0.0737	4.1403	0.0003
自由度調整済決定係数	0.49112			
サンプル数	30			

表 45 本体事業領域投資確率に関する統計値

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	0.1639	0.1960	0.8362	0.4101
戦略的リターン重視	0.2453	0.0862	2.8435	0.0082
自由度調整済決定係数	0.22407			
サンプル数	30			

### 第3節 考察

本節の一連の分析により、下記の実証結果が明らかとなった。まず、平均投資件数においては、本体企業のCVCに対するコミットメントとの間に10%有意で正の相関が確認で

き、逆に戦略的リターン重視での運用との間に統計的に 5%有意の負の相関が確認された。これにより、国内でも多くの企業が CVC に対するコミットメントを深めており、それが投資件数の増加として結果に現れている事が確認できた。また、戦略的リターン重視で運用する事で投資候補先が絞られ、件数を増やすという観点では負の相関がある事が確認できた。

投資成功確率においては、戦略的リターン重視での運用との間に 5%有意で正の相関が確認でき、また VC 向け報酬形態の適用との間でも 10%有意ではあるが正の相関が確認された。戦略的リターンを重視する事で投資先に対する付加価値を提供できる他、本体企業の知見を投資判断に活用できる事、また提携候補になり得る会社という意味で、実績のある会社に投資対象が絞られる事が原因であると思われる。VC 向け報酬形態が投資確率を向上させる事が確認できた事で、日本においても適切な人材に対する適切な報酬形態が適用される必要性を確認できたと考える。

提携確率については、経験者中途採用が 5%有意で負の相関をしている一方、戦略的シナジー追求型で 1%有意で強い正の相関が確認された。経験者中途採用が負の相関をしたことについては、彼らのスキルの問題というよりは、中途採用を行っている CVC の殆どが、ファイナンスリターンを重視する新興上場企業の CVC 出会った事が影響していると考えられる。いずれにしても、これらの分析結果は、米国での先行研究において指摘された CVC の成功要因が、日本においても有効である事を示すものであると考えられる。

一方、現状では外部の投資経験者に市場価格を払って中途採用する事で CVC 運営チームを組成するケースは少なかった。そうした運営は、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である事が原因として考えられる。日本の 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 (2002)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でどのような人材に CVC を運用させるべきか、日米間の環境の違いを含めた分析が必要であろう。

投資を受けるベンチャー企業の観点からの分析も重要である。国内では CVC からの投資はベンチャー企業にとってメリットのある事なのであるだろうか？VC のみから投資を受けた場合と比較する事で、CVC の投資先ベンチャー企業への貢献を分析可能と考える。

また、今回の分析を通じて CVC でありながら投資先との提携を行っていない、もしくはごく限られた数の提携しか実現していない CVC と、投資先のほぼ全てと提携を実現している CVC が日本に存在する事が明らかになり、後者の場合はその為に最適化された社内検討体制、プロセスを踏んで投資を実行している事が確認できた。また、キャピタルゲインのみを追求する CVC の多くは、新興インターネットサービス上場企業に多くみられる事も興味深い点である。業界としての特色なのか、それとも日本固有の特徴なのか、また後者であれば何故それが起きるのか等、日本の VC 環境の特殊性に関する分析と共に明らかにして行くべき課題と考える。

次章においては、本章の分析結果を踏まえ、CVC のパフォーマンスと、本体企業の財務パフォーマンスの関係を分析し、企業が CVC を成功裏に運用する事の重要性を示す。

## 第8章 CVCのパフォーマンスが財務パフォーマンスに与える影響の分析

本章では、CVCの運用パフォーマンスと、財務パフォーマンスの関係について分析する。まず、仮説の設定を行い、次に対象企業の財務データの分析を行う。最後に、分析結果の明示と考察を行い、CVCを成功裏に運用する事が、本体企業の財務パフォーマンスに好影響を与える事を確認する。

### 第1節 仮説の設定

ここでは、前述のCVCパフォーマンスを説明変数とし、本体企業の主要財務パフォーマンスを従属変数とする事で、高いCVCパフォーマンスを上げているCVCが、本体企業の財務パフォーマンスにも好影響を与えているかを統計的に検証する。具体的な検証仮説は、以下の3つである。

仮説1：前述の米国の先行研究の通り、平均投資件数の多いCVCと、本体企業のトービンのQや、その主要構成要素である時価総額の値には相関がある。CVC投資によりベンチャー企業への投資や連携を推進することで、株主から見た本体企業の成長性に対する期待は高まると考えられる。

仮説2：投資成功確率と、本体企業のトービンのQや、その主要構成要素である時価総額の値には相関がある。CVCによってもたらされるファイナンシャルリターンは、トービンのQや時価総額に当然に影響を与えると考えられる。

仮説3：前述の米国の先行研究の通り、戦略的リターンを高める提携率や本体事業領域投資率は、本体企業のトービンのQや、その主要構成要素である時価総額の値には相関がある。米国の事例では、ファイナンシャルリターン目的のCVCとの中間値比較では、約2番の差がついていた。

なお、説明変数として用いるCVCパフォーマンスに関する変数は、前章同様ヒアリングにより取得したデータである。

## 第2節 財務データ分析

本節では、CVCのパフォーマンスが、本体企業の財務パフォーマンスにどのような影響を与えるかについて分析を行う。分析対象となった本体企業数は28である。本体企業の財務パフォーマンスについては、第3章同様SPEEDAを使用し、2015年8月時点で公開されている年次決算データを直前期とし、各社のCVC運用期間の財務データを取得した。本体企業が既に存続していないCVCや、日本法人単体での財務データが取得できない外資系企業のCVCは、財務パフォーマンスとの関係を分析できないため対象外とした。

本節の分析では、財務パフォーマンスとしてトービンのQ、トービンのQ成長率、時価総額、年平均での時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率を利用する。それぞれの財務指標に関する、大手企業、新興上場企業の企業タイプ別の平均値、中央値は下記の表46の通りである。時価総額については、大手企業の方が圧倒的に大きい。その他の全てのデータについて、成長過程にある新興上場企業の値の方が高い。特にトービンのQについては、新興上場企業については平均値、中央値いずれも2を超えているのに対し、大手企業はそれぞれ0.81、0.65となり、1を下回っている。分析対象企業における大手企業については、投資家は成長性に対する期待をあまり持っていない事がわかる。

表46 企業タイプ別 本体企業の財務数値

	大手企業		新興上場企業	
	平均値	中央値	平均値	中央値
トービンのQ	0.81	0.65	2.03	2.05
トービンのQ成長率	2.1%	-1.1%	6.6%	-1.9%
時価総額	2,743,440	1,907,751	318,832	404,367
時価総額成長率	10.9%	4.7%	35.3%	6.5%
売上高成長率	2.8%	0.8%	26.7%	11.8%
営業利益成長率	4.4%	2.0%	20.4%	7.9%

出所：SPEEDAのデータを基に筆者作成

続いて、CVC目的別の財務数値を表47に示す。ファイナンシャルリターン目的のCVCを持つ企業の方が、トービンのQが高い。米国の先行研究においては、戦略的リターン目



的の CVC を保有する企業のトービンの Q の中間値は、ファイナンシャル目的の CVC を保有する企業のトービンの Q の中間値より高く、その差は約 2 倍程度であったが、国内のサンプルにおいては、ファイナンシャルリターン目的の CVC を保有する企業のトービンの Q の方が、逆に 2 倍程度高い。新興上場企業の CVC の多くはファイナンシャルリターン目的で設立されており、大手企業に比べて資産が少なく、成長率が高い事が原因として挙げられる。

一方、時価総額については、戦略的リターンとファイナンシャルリターンの双方を追求する企業が最も高く、次いで戦略的リターン目的の企業、最後にファイナンシャルリターン目的の企業となっている。前述の通り、大手企業に戦略的リターン目的の CVC が多く、新興上場企業にファイナンシャルリターン目的の CVC が多い事が時価総額の差の原因であると思われる。

時価総額成長率、売上高成長率、営業利益成長率ではいずれもファイナンシャルリターン目的の CVC が他を圧倒しており、母体となる新興上場企業の成長が影響していると思われる。一方、戦略的リターン目的の CVC を持つ企業の売上高成長率、営業利益成長率はそれぞれ平均値で 7.9%、0.1%となっており、大半を占める大手企業の成長率の低さが影響していると考えられる。

表 47 CVC 目的別 本体企業の財務数値

	戦略的リターン		ファイナンシャルリターン		戦略的リターンと ファイナンシャルリターン	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
トービンの Q	0.99	0.71	2.18	1.95	1.23	0.99
トービンの Q 成長率	-3.9%	-2.7%	20.0%	8.1%	-0.2%	-1.2%
時価総額	1,871,310	776,412	572,235	207,750	2,274,678	1,651,601
時価総額成長率	8.0%	0.6%	50.4%	17.8%	17.0%	8.4%
売上高成長率	7.9%	4.2%	26.3%	3.5%	12.2%	10.9%
営業利益成長率	0.1%	0.2%	33.2%	9.9%	9.1%	8.9%

出所：SPEEDA のデータを基に筆者作成

### 第3節 CVCのパフォーマンスと財務パフォーマンスとの関係

本章でも、上記仮説に基づいてステップワイズ変数選択による重回帰分析を行った。

#### 1. トービンのQ成長率と時価総額成長率

トービンのQ成長率について、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表48の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は0.272であった。結果、平均投資件数と投資成功確率が高い相関を示した。平均投資件数については、1%有意で正の相関を示した。

表48 トービンのQ成長率に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.306	0.125	-2.458	0.022
平均投資件数	0.038	0.012	3.142	0.004
投資成功確率	0.304	0.247	1.230	0.231
自由度調整済決定係数	0.272			
サンプル数	27			

続いて、統計的に有意でない独立変数である投資成功確率を除いて再検証を行った結果においても、表49の通り平均投資件数は1%有意で正の相関を示した。最大化した自由度調整済決定係数は0.258であった。

表49 トービンのQ成長率に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.196	0.087	-2.249	0.034
平均投資件数	0.039	0.012	3.165	0.004
自由度調整済決定係数	0.258			
サンプル数	27			

続いて、時価総額成長率について同様に自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表50の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は0.088であった。推測値と実測値の乖離が一定量を超えていた2社については、異常値として削除し

た。結果、平均投資件数と提携確率が高い相関を示した。平均投資件数については、5%有意で正の相関を示した。

表 50 時価総額成長率に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.116	0.135	-0.860	0.399
平均投資件数	0.033	0.016	2.098	0.047
提携確率	0.085	0.144	0.592	0.559
自由度調整済決定係数	0.088			
サンプル数	26			

続いて、統計的に有意でない独立変数である提携確率を除いて再検証を行った結果においても、表 51 の通り平均投資件数は 10%有意で正の相関を示した。最大化した自由度調整済決定係数は 0.112 であった。

表 51 時価総額成長率に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.066	0.104	-0.636	0.531
平均投資件数	0.030	0.015	2.040	0.052
自由度調整済決定係数	0.112			
サンプル数	26			

以上の結果から、CVC の平均投資件数と、本体企業のトービンの Q 成長率、時価総額成長率には正の相関があると確認できた。米国の先行研究に従えば、CVC 投資を積極的に行う企業は R&D 投資を積極的に行っている企業である可能性が高く、そうした投資の成果としての成長を投資家が期待している事が大きな要因として考えられる。更に、ベンチャー企業への投資を推進し、外部のイノベーションを取り込んでオープンイノベーションを実施する企業である、というシグナルを市場に発する事により、投資家が成長を期待する事で時価総額が上昇している事も要因として考えられる。また、CVC として実績を上げているが故に継続した CVC 投資、そして投資件数の増加が許されているとも考えら

れ、CVC 投資によるファイナンシャルリターンや戦略的リターンが本体の業績に貢献している可能性がある。

## 2. トービンの Q

直近決算期の数字を基にして算出したトービンの Q に関して、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表 52 の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は 0.143 であった。結果、平均投資件数と投資成功確率が高い相関を示し、投資成功確率については 5% 有意で正の相関を示した。

表 52 トービンの Q に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t 値	p 値
定数項	0.061	0.574	0.106	0.916
投資成功確率	2.507	1.139	2.201	0.038
平均投資件数	0.064	0.056	1.141	0.265
自由度調整済決定係数	0.144			
サンプル数	27			

続いて、統計的に有意でない独立変数である平均投資件数を除いて再検証を行った結果においても、表 53 の通り投資成功確率は 5% 有意で正の相関を示した。最大化した自由度調整済決定係数は 0.134 であった。

表 53 トービンの Q に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t 値	p 値
定数項	0.430	0.477	0.902	0.376
投資成功確率	2.563	1.145	2.238	0.034
自由度調整済決定係数	0.134			
サンプル数	27			

以上、投資成功確率がトービンの Q に正の相関を示した事で、CVC によるファイナンシャルリターンが本体企業のトービンの Q に正の影響を与えている可能性を確認できた。

また、企業が投資家から高い評価を受けるためには、CVCのファイナンシャルリターン目的での運用にも注意を払う必要があると言える。

### 3. 売上高成長率

売上高成長率に関して、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表54の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は0.072であった。推測値と実測値の乖離が一定量を超えていた1社については、異常値として削除した。結果、平均投資件数と本体事業領域投資確率が高い相関を示し、本体事業領域投資確率については10%有意で正の相関を示した。

表54 売上高成長率に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-0.030	0.059	-0.508	0.616
本体事業領域投資確率	0.104	0.058	1.779	0.088
平均投資件数	0.005	0.006	0.824	0.418
自由度調整済決定係数	0.072			
サンプル数	26			

続いて、統計的に有意でない独立変数である平均投資件数を除いて再検証を行った結果においても、表55の通り本体事業領域投資確率は10%有意で正の相関を示した。最大化した自由度調整済決定係数は0.084であった。

表55 売上高成長率に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	0.001	0.045	0.021	0.983
本体事業領域投資確率	0.105	0.058	1.817	0.082
自由度調整済決定係数	0.084			
サンプル数	26			

本体事業領域投資確率が、10%有意水準ながら売上高成長率に正の相関を示した事で、本体企業の事業領域内のベンチャー企業に対して、事業提携を視野にいてCVC投資を行う事で、本体企業の事業に貢献しその売上高を成長させていると想定する事ができる。

#### 4. 時価総額

時価総額に関しても、自由度調整済決定係数を最大化する組み合わせを算出した。結果は表56の通りである。最大化した自由度調整済決定係数は0.129であった。結果、平均投資件数と本体事業領域投資確率が高い相関を示し、本体事業領域投資確率については5%有意で正の相関を示した。

表56 時価総額に関する統計値(1)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-609382.754	1033450.075	-0.590	0.561
本体事業領域投資確率	21988.167	10208.866	2.154	0.042
平均投資件数	117388.477	112652.363	1.042	0.308
自由度調整済決定係数	0.129			
サンプル数	27			

続いて、統計的に有意でない独立変数である平均投資件数を除いて再検証を行った結果においても、表57の通り本体事業領域投資確率は5%有意で正の相関を示した。最大化した自由度調整済決定係数は0.126であった。

表57 時価総額に関する統計値(2)

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	82032.357	793672.743	0.103	0.919
本体事業領域投資確率	22310.897	10221.693	2.183	0.039
自由度調整済決定係数	0.126			
サンプル数	27			

本体事業領域投資確率が、5%有意水準で正の相関を示した事で、本体企業の事業領域内のベンチャー企業に対して、事業提携を視野にいて投資を行う事で、本体企業の事業に貢献しその時価総額を成長させていると想定する事ができる。これは米国の先行研究に沿う結果であり、戦略的リターン目的のCVCは、日本においても本体企業の財務パフォーマンスに正の影響を与えている事が確認できた。

#### 第4節 考察

本節の一連の分析により、CVCのパフォーマンスと本体企業の財務パフォーマンスの関係を分析し、CVCを成功裏に運用する事が、本体企業の財務パフォーマンスに好影響を与える事が確認できた。まず、平均投資件数とトービンのQ成長率との間に1%有意で正の相関が確認でき、時価総額成長率においても5%有意で正の相関を示した。これらはCVC投資を加速する事で、トービンのQやその主要構成要素である時価総額に対して正の影響を与え得る事を示すものであると考えられる。

投資成功確率と直近決算期のトービンのQの間にも、5%有意で正の相関が確認できた。CVC投資をファイナンシャルリターンの観点からも適切に運用している企業は、株主から成長が期待されている企業であると言える。

本体事業領域投資確率については、時価総額との間で5%有意で正の相関が確認でき、売上高成長率に関しても10%有意で正の相関が確認できた。戦略的リターン目的でCVCを運営している企業には、既存事業において国内でマーケットリーダーとなっている大手企業が多い事が高い時価総額との相関を示した要因であると思われる。また、本体企業の事業領域でのCVC投資と売上高成長率が正の相関を示した事により、成長企業がCVC投資を戦略的リターン目的で位置付けている事が確認できる。

前節同様、今回の分析は日本のCVCのパフォーマンスと、本体企業の財務パフォーマンスの相関分析としては初めてのものである。米国のCVC運営の成功要因を踏襲し、CVCを成功裏に運用する事で、売上高成長率、直近期のトービンのQ、時価総額、そしてトービンのQと時価総額の成長率に正の影響を与え得る事を示せた事で、日本企業においても米国企業同様、CVCを必須の経営手段と捉え、CVCの設立と正しい運用が企業経営にとって重要であるという認識が更に高まっていくと考える。

一方、本節の分析においても、前節の分析同様の課題は存在する。会社の非上場化や買収によって、直近の財務データが取得不可能な企業や、外資系企業の日本法人単体での財務データが取得不可能であったため、調査対象となるサンプル数が 28 に留まった事である。前節同様、今後更なる CVC の設立が進む事で、サンプル数が増加し、分析の精度を向上させる事が可能になると思われる。また、今回の分析では、トービンの Q や時価総額に与えるマクロの影響を排除できておらず、CVC のパフォーマンスと財務パフォーマンスの相関の正確性を追求する意味では、更なる改善の余地が存在する。



## 終章

本節では、以上の分析結果を総括した上で、日本のベンチャー業界に対する提言と、今後の研究課題について述べる。

### 第1節 結論

本稿の目的は、日米のベンチャー企業を取り巻く環境の違いを明らかにした上で、特に近年日本において注目を集めている CVC に関して、そのあるべき姿について考察を行うものであった。すなわち、米国の成功要因を踏まえた正しい CVC の運用によって、日本企業がオープンイノベーションを実現し、グローバル市場での競争力を高める為の実践的な提言を行う事である。その結果、以下の結論に至った。

第1に、本稿の第2章、第3章にて確認した通り、世界一のイノベーション大国である米国のベンチャー企業と比較し、日本の ICT 企業の時価総額や成長力は圧倒的に低く、グローバルリーダーとなり得る企業は殆ど生まれていない。本稿の第5章にて財務分析を行った日本の上場済インターネットサービス企業の40%が時価総額100億円以下であり、また上場後の時価総額成長率がマイナスとなっている企業は40%に達していた。米国の成長企業評価の主要指標である売上高成長率を用いた分析では、米国基準では長期に渡る存続が難しいとされる、年平均成長率20%以下の企業が半数以上存在した。

第2に、日本の ICT 企業が、時価総額や、その生み出すイノベーションにおいてグローバル市場での存在感を持つためには、米国企業に倣った M&A、CVC を中心としたオープンイノベーションの実施が必須である。米国企業はベンチャー企業の生み出すイノベーションの価値を理解し、CVC や M&A を通じて積極的にそれを活用し、自社に取り込んでいる。日本企業においても近年 CVC の設立が続くが、歴史の浅いプログラムが多く、未だ黎明期であると言える。一方で、本稿の第5章の分析の結果、米国の先行研究同様、日本においても CVC 投資実績の有無と、本体企業の時価総額、及び時価総額成長率の間に相関がある事が確認できた。日本においても、財務パフォーマンスに優れ、R&D 投資を積極的に行っている企業が CVC 投資を行っている事が推察される。

第3に、日本企業がCVCを成功裏に運用する為には、先行する米国の成功要因を導入する必要がある。CVCは長期に渡って運用する事で価値を出すビジネスであり、また高度に専門的な職種である為、本体企業が適切な資本と人材を投資する必要がある。本稿の第7章で行った日本のCVCの成功要因分析においても、CVCに対するコミットメントや、VC向けの報酬形態の提供が、平均投資件数や投資成功確率を高める事が実証できた。また、第8章の分析では、そうしたCVCのパフォーマンスが、本体企業の財務パフォーマンスに対しても正の影響を与え得る事も確認できた。

## 第2節 提言

米国においては、事業経験の豊富なベンチャー企業経営者やベンチャーキャピタリストが、破壊的ベンチャー企業を創業、育成する。ベンチャー企業はイノベーションを生み出す為に最適化されたR&Dプロジェクトであり、事業や経営に関する知見が豊富なベンチャーキャピタリストが、彼らを選別した上で投資し、グローバル市場でのリーダーシップをとるべく急成長を促す。その資金は、年金や保険会社といった機関投資家がVCを通じて提供する。大企業もCVCを通じてベンチャー企業のイノベーションにアクセスし、時には買収によってベンチャー企業の先端技術やビジネスモデルを吸収する。プロダクトライフサイクルの短いICT業界においては、彼らの技術、ビジネスモデル、情報、人材を取り込む事は、経営上必須の手段である。IPOやM&AによるExitを果たした起業家が、今度はエンジェル投資家となり、若い起業家の創業を支援する。こうしたベンチャー企業を取り巻くエコシステムが、米国のイノベーションの源泉となっており、既にR&Dの主役は新興企業に移行している。

それに対して、日本のベンチャービジネスは米国に比して未成熟であり、それを取り巻く人材のプロフェッショナルリズムが浸透していない。日本の大企業中心の文化や社会が、ベンチャー企業による破壊的イノベーションの台頭と、それによる世代を超えた経営者の台頭をこれまで阻んできた事も大きな原因であると思われるが、同時にベンチャー経営者、ベンチャーキャピタリストの能力、プロフェッショナルマインドも米国と比較した場合に大きな差が存在する。ベンチャー企業、VC、CVC、研究者、教育者含めた日本のイノベ

ーションの担い手全てが米国から先行事例、成功要因を謙虚に学び、日本のベンチャー市場発展の為に尽力すべきである。

米国の先行研究を踏まえ、CVC や M&A といったオープンイノベーションを実施するために組織と人事を最適化する事が必要であると思われるが、未だ日本企業の多くにおいて、米国企業同様の柔軟な組織設計、人事制度は見られない。Quinn and Rivoli (1993)によれば、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が、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リズムを発揮する事は難しい。長らく経済成長の起爆剤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、現在遂に優れたサービスや製品を提供し、日本のイノベーションをリードしつつある。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 CVC 事業をこれまで成功に導けなかったとすれば、これら米国の成功要因を彼らの CVC に取り入れる事により、大きな成果を生み出す事ができると考える。

### 第3節 今後の研究課題

本稿では、文献研究とヒアリング、統計分析を通じて、日本の大手企業が CVC を通じたオープンイノベーションを成功裏に実現し、競争力強化を実現する為の課題と方策について考察を行ってきたが、残された課題も多い。

第1に、調査対象となる CVC や投資プログラムの数が少なく、サンプル数が 30 に留まった事である。今後更に CVC の設立が進み、それら新規 CVC についてヒアリングを行う事でサンプル数を増やし、分析の精度を上げる必要がある。また、調査対象 CVC、投資プログラムの中に歴史が浅いものが多く、投資成功確率の測定の為の十分な結果が出ていない状態であった。今後5年程度経過すれば、各社の投資パフォーマンスについても精度の高いデータが入手可能となると考えられる。今後継続的にデータを収集する事で、より精緻な分析結果が得られるものと考ええる。

第2に、戦略的リターン、ファイナンシャルリターンそれぞれを十分に定量化できていない事である。戦略的リターンについては、本来であればそれぞれの資本提携を通じて生まれた協業の経済価値を定量化し、その大きさを比較する事で判断すべきであるが、戦略的シナジーの定量化は現実的に困難であること、また社外秘であることから、今回は提携数、提携確率を持って成功の尺度とした。提携企業数は多くても経済的なベネフィットを生んでいないケースも存在すれば、1つの提携先が大きな戦略的シナジーを生み本体大手企業に貢献するケースも存在すると思われ、分析の精度を上げる為にはこうした戦略的シナジーの定量化に関する研究、分析も必要になると思われる。ファイナンシャルリターンについても、本来キャピタルゲインの額で測定するのが理想的である。本稿ではそれらが機密情報であるため入手が不可能である事から、投資成功とカウントする条件をIPO数、M&Aによる売却数、そして未実現ながらMark upをした投資先数の合計と定義し、全投資における投資成功確率をもって判断を行った。CVCの場合はできるだけ数多くの優れた会社とパートナーシップを組む事も重要であることから、IPOやM&Aを実現する会社への投資数は、CVC成功の一定の評価軸として設定可能と考える。一方、VCビジネスにおいて、IPOやM&Aによる売却の確率自体は成功の一要素でしかない。仮に投資先が1社しか上場しなかったとしても、その1社が大成功すれば全ての投資コストを回収できる可能性があるのがVCビジネスであるため、今回定義した投資成功の尺度は、VCの評価の指標としては疑問が残る。また、Mark upすることはあくまで途中結果であり、利益の実現はしていない。また、調査時点では国内のVC市場が加熱しており、多くのベンチャー企業がMark upを実現できる環境であることから、正確性を高める為にはCVCや投資プログラム開始後5年以上経過後にMark up企業数を含めない形でデータを取る事が望ましいであろう。

第3に、CVCのプロフィールについて十分な客観性を担保できていない事が挙げられる。今回のCVCのプロフィールの調査においては、各CVC担当者への直接のヒアリングによるデータ収集を行ったが、CVCに対する社内コミットメントや権限委譲、意思決定プロセス、担当者のスキル等に関する質問の回答は全て自己申告であったため、CVC担当者の情熱や思い込みによりデータの正確性が損なわれた部分を否定できない。今後は実際の投資案件の事例をベースに、検討プロセスや期間について確認を行う事で定量化を図る他、担当者の能力や経験についても一定の共通の評価軸を用いて客観的に判断する事で、より正確なデータを収集可能となり、説明変数の精度を上げる事ができると考える。

本稿が、日本企業における CVC の拡大、改善の一助となれば、望外の幸せである。

99,915 文字

## 参考文献

### 日本文献

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2014』2014年。

[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014\\_12\\_ver2.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014_12_ver2.pdf)

2015年11月28日最終閲覧

### 外国語文献

#### 書籍

Chesbrough, H. *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*, Harvard Business School Press, 2003

Chesbrough, H. and Vanhaverbeke, W. and West, J., *Open Innovation: Researching a New Paradigm*, Oxford University Press, 2006

Gompers, P. and Lerner, J., *The Money of Invention*, Harvard Business School Press, 2001

Metrik, A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, 2006

#### 論文等

Ahuja, G. and Lampert, C., “Entrepreneurship in the Large Corporation,” *Strategic Management Journal* 21, 2001, pp. 267-294

Alter, M. and Buchsbaum, L., “Corporate Venturing: Goals, Compensation and Taxes,” in D. Barr(ed), *The Corporate Venturing Directory and Yearbook*, Asset Alternatives, Inc., Wellsley, MA, 2000, pp. 25-29

Benson, D. and Ziedonis, R.H., “Corporate Venture Capital as a Window on New Technologies: Implications for the Performance of Corporate Investors When Acquiring Startups”, *Organization Science*, 2009, 20(2), pp. 329-351

Berchicci, L., “Toward an Open R&D System: Internal R&D Investment, External Knowledge Acquisition and Innovative Performance,” *Research Policy*, 2013, pp. 117-127

Bygrave, W., “The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms,” *Journal of Business Venturing* 3(2), 1988, pp.137-158

Boston Consulting Group, *Corporate Venture Capital: Avoid the Risk, Miss the Rewards*, 2012

[https://www.bcgperspectives.com/content/articles/innovation\\_growth\\_mergers\\_acquisitions\\_corporate\\_venture\\_capital/?chapter=3](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/innovation_growth_mergers_acquisitions_corporate_venture_capital/?chapter=3)

2015年11月28日最終閱覽

CB Insights, *The 2014 US Corporate Venture Capital Year in Review*, 2015

<https://www.cbinsights.com/corporate-venture-capital-2014>

2015年11月28日最終閱覽

Chesbrough, H., “Making Sense of Corporate Venture Capital,” *Harvard Business Review*, 2002

Chesbrough, H. and Tucci, C., “Corporate Venture Capital in the Context of Corporate Innovation,” *Infoscience*, 2002

Dasher, R.B., “Open Innovation: A Key to Sustained Economic Growth,” Presentation for Draper Nexus, 2015

Deloitte, *Global Venture Capital Confidence Survey Results*, 2015

<http://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/global-venture-capital-confidence-survey.html>

2015年11月28日最終閱覽

Dushnitsky, G. and Lenox, M.J., “When Do Firms Undertake R&D by Investing in New Ventures?,” *Strategic Management Journal*, 2005, 26(10), pp. 947-965

Dushnitsky, G. and Lenox, M.J., “When Does Corporate Venture Capital Create Firm Value?,” *Journal of Business Venturing*, 2006, 21(6), pp. 753-772

Dushnitsky, G. and Lenox, M.J., “When Do Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures? Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rate,” *Research Policy*, 2005, 34(5), pp. 615-639

Dushnitsky, G. “Riding the Next Wave of Corporate Venture Capital,” *Business Strategy Review*, 2011, 22(3), pp. 44-49

Eisenhardt, K. M. and Brown, S.L., “The Art of Continuous Change: Linking Complexity Theory and Time-paced Evolution in Relentlessly Shifting Organizations,” *Administrative Science Quarterly*, 1997, 42(1), pp. 1-34

Frick, W., “How Old are Silicon Valley’s Top Founders? Here’s the Data,” *Harvard Business Review*, 2014

<https://hbr.org/2014/04/how-old-are-silicon-valleys-top-founders-heres-the-data/>

2015年11月28日最終閱覽



Fulghieri, P. and Sevilir, M., "Organization and Financing of Innovation, and the Choice between Corporate and Independent Venture Capital," *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 2009

Ginsberg, A. and Hassan, I. and Tucci, C., "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, 2002

Gompers P., "Corporations and the Financing of Innovation: The Corporate Venturing Experience Economic Review," *Economic Review*, 2002, 87(4), pp. 1-17

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

Henderson, R., "Underinvestment and Incompetence as Responses to Radical Innovation: Evidence from the Photolithographic Alignment Equipment Industry." *The Rand Journal of Economics*, 1993, 24(2), pp. 248-271

Kortum, S. and Lerner, J., "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation?," *The Rand Journal of Economics*, 2000, 31 (4), pp. 674-692

Lerner, J., "The Syndication of Venture Capital Investments," *Financial Management*, 1994, 23, pp. 16-27

Lichtenthaler, U. and Lichtenthaler, E., "A Capability-Based Framework for Open Innovation: Complementing Absorptive Capacity," *Journal of Management Studies*, 2009, 46(8), pp. 1315-1338

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

Maula, M., “Corporate Venture Capital and the Value-added for Technology-based New Firms,” Doctoral dissertation, Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, 2001

Maula, M.V.J. and Keil, T. and Zahra, S.A., “Corporate Venture Capital and Recognition of Technological Discontinuities,” Working Paper, University of Minnesota, Minneapolis, 2003

McCahery, J. and Vermeulen, E. and Banks, A., “Corporate Venture Capital: From Venturing to Partnering,” *The Oxford handbook of Venture Capital*, 2012

McKinsey & Company, *Grow Fast or Die Slow*, 2014

[http://www.mckinsey.com/insights/high\\_tech\\_telecoms\\_internet/grow\\_fast\\_or\\_die\\_slow](http://www.mckinsey.com/insights/high_tech_telecoms_internet/grow_fast_or_die_slow)

2015 年 11 月 28 日最終閱覽

McKinsey & Company, *Grow Fast or Die Slow: The Double-edged Sword of M&A*, 2015

[http://www.mckinsey.com/insights/high\\_tech\\_telecoms\\_internet/grow\\_fast\\_or\\_die\\_slow\\_the\\_double\\_edged\\_sword\\_of\\_m\\_and\\_a](http://www.mckinsey.com/insights/high_tech_telecoms_internet/grow_fast_or_die_slow_the_double_edged_sword_of_m_and_a)

2015 年 11 月 28 日最終閱覽

PwC, *US Technology Deal Insights, Analysis and Trend in US Technology*, 2015

<http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-us-technology-deal-insights-2014.pdf>

2015 年 11 月 28 日最終閱覽

Quinn, D.P. and Rivoli P., “The Effects of American- and Japanese-Style Employment and Compensation Practices on Innovation,” *Organization Science*, 1993, 2(4), pp. 323-341

Siegel, R. and Siegel, E. and MacMillan, I., “Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles and Performance,” *Journal of Business Venturing* 3, 1988, pp. 233-247

Stanford Graduate School of Business Insight, *How Much Does Venture Capital Drive the U.S. Economy?*, 2015

<https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

2015年11月28日最終閲覧

Winters, TE and Murfin, DL., “Venture Capital Investing for Corporate Development Objectives,” *Journal of Business Venturing* 3, 1988, pp. 207-222

Yost, M. and Devlin, K., “The State of Corporate Venturing,” *Venture Capital Journal*, 1993, pp. 37-40

Web

外国語

Accel Partners

<http://www.accel.com/>

2015年11月29日最終閲覧

A10 Networks, Inc.

<https://www.a10networks.com/>

2015年11月29日最終閲覧

Baseline Ventures

<http://www.baselinev.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Benchmark Capital

<http://www.benchmark.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Cisco Investments

<http://www.ciscoinvestments.com/>

2015年11月29日最終閱覽

CrunchBase

<https://www.crunchbase.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Draper Nexus Ventures

<http://www.drapernexus.com/>

2015年11月29日最終閱覽

First Round Capital

<http://firstround.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Forbes Midas List

<http://www.forbes.com/midas/>

2015年11月29日最終閱覽

GE Ventures

<https://www.geventures.com/>

2015年11月29日最終閱覽

GGV Capital

<http://www.ggvc.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Google Ventures

<http://www.gv.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Greylock Partners

<http://www.greylock.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Groupon, Inc.

<https://www.groupon.com/>

2015年11月29日最終閱覽

IAC

<http://iac.com/>

2015年11月29日最終閱覽

IBM Venture Capital Group

<http://www.ibm.com/midmarket/us/en/venturedevelopment/index.html>

2015年11月29日最終閱覽

Intel Capital

<http://www.intelcapital.com/>

2015年11月29日最終閱覽

KPCB

<http://www.kpcb.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Lowercase Capital

<http://lowercasecapital.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Meritech Capital

<http://www.meritechcapital.com/>

2015年11月29日最終閱覽

MIT Technology Review

<http://www.technologyreview.com/>

2015年11月29日最終閱覽

National Venture Capital Association

<http://nvca.org/>

2015年11月29日最終閱覽

Palo Alto Networks, Inc.

<https://www.paloaltonetworks.com/>

2015年11月29日最終閱覽

Pitchbook

<http://pitchbook.com>

2015年11月29日最終閱覽

Salesforce Ventures

<http://www.salesforce.com/company/ventures/>

2015年11月29日最終閲覧

Sequoia Capital

<https://www.sequoiacap.com/>

2015年11月29日最終閲覧

TechCrunch Japan

<http://jp.techcrunch.com/>

2015年11月29日最終閲覧

Vantage Point Capital Partners

<http://vpcp.com/>

2015年11月29日最終閲覧

Vitriflex, Inc.

<http://www.vitriflex.com/>

2015年11月29日最終閲覧

zynga Inc.

<https://www.zynga.com/>

2015年11月29日最終閲覧

日本語

株式会社アクセルスペース

<https://www.axelspace.com/>

2015年11月30日最終閲覧

旭化成株式会社

<https://www.asahi-kasei.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

アライドアーキテクト株式会社

<http://www.aainc.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

アルクテラス株式会社

<http://www.arcterus.com/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社IROYA

<https://iroza.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社イノーバ

<http://innova-jp.com/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社ウェイク

<http://www.weic.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社ウフル

<http://uhuru.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社NTT ドコモ・ベンチャーズ

<https://www.nttdocomo-v.com/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社オプトベンチャーズ



<http://www.opt-ventures.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

オムロンベンチャーズ株式会社

<http://www.omron.co.jp/ventures/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社カブク

<http://www.kabuku.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

グリー株式会社

<http://corp.gree.net/jp/ja/>

2015年11月30日最終閲覧

グリーベンチャーズ

<http://www.greeventures.com/>

2015年11月30日最終閲覧

KDDI 株式会社

<http://www.kddi.com/>

2015年11月30日最終閲覧

KDDI Open Innovation Fund

<http://www.kddi.com/ventures/koif/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社サイカ

<http://xica-inc.com/>

2015年11月30日最終閲覧

Sansan 株式会社

<http://jp.corp-sansan.com/>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

株式会社シャノン

<http://www.shanon.co.jp/>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

株式会社スマートドライブ

<https://www.smartdrive.co.jp/company>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

SPEEDA

<https://www.ub-speeda.com>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

ソネット株式会社

<http://www.so-net.ne.jp/>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

ソフトバンク株式会社

<http://www.softbank.jp/>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

株式会社ダブルエル

<http://doublel.co.jp/>

2015 年 11 月 30 日最終閲覧

株式会社チームスピリット

<http://www.teamspirit.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

TBS イノベーションパートナーズ

<http://tbs-ip.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社ディー・エヌ・エー

<http://dena.com/jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社電通

<http://www.dentsu.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

電通ベンチャーズ

<http://dentsu-v.com/>

2015年11月30日最終閲覧

投資情報サイト東京 IPO

<http://www.tokyoipo.com/top/ja/index.php>

2015年11月30日最終閲覧

トヨタ自動車株式会社

<http://www.toyota.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社マネーフォワード

<https://moneyforward.com/>2015年11月30日最終閲覧

株式会社ミクシイ

<http://mixi.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

三井物産株式会社

<https://www.mitsui.com/jp/ja/>

パナソニック株式会社

<http://www.panasonic.com/jp/home.html>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社日立製作所

<http://www.hitachi.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

ビッグロブ株式会社

<https://www.biglobe.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

富士通株式会社

<http://www.fujitsu.com/jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社フジ・スタートアップ・ベンチャーズ

<http://www.fujistartup.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社ホットリンク

<http://www.hottolink.co.jp/>ヤフー株式会社

<http://www.yahoo.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

ヤフーファイナンス

<http://finance.yahoo.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社ユビレジ

<https://ubiregi.com/ja>

2015年11月30日最終閲覧

楽天株式会社

<http://corp.rakuten.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

リクルートホールディングス

<http://www.recruit.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

リクルートストラテジックパートナーズ

<http://recruitstrategicpartners.com/>

2015年11月30日最終閲覧

株式会社レンガ

<http://www.ren-ga.jp/>

2015年11月30日最終閲覧

YJ キャピタル

<http://yj-capital.co.jp/>

2015年11月30日最終閲覧