

CVCファンドを活用した ベンチャー企業とのオープンイノベーション 事業シナジー創出で押さえておくべき5つの視点



「自社におけるCVCファンド運用は順調である」と答えた回答者の割合

81%

設立直後



55%

運用開始から
3年経過後

序文

ここ数年、ベンチャー企業による資金調達が活発化している。日本国内でも数十億円規模の資金調達はもはや珍しいことではなくなり、ベンチャー企業にとっては、人材獲得や研究開発に思い切った先行投資を行いやすい環境となっている。このような背景により、イノベーションをリードするプレーヤーとして、ベンチャー企業の存在感が以前にも増して高まっている。大企業側もイノベーションを推進する必要性を感じており、そのためのツールとしてCVC*ファンドを設立する動きが活発化している。

そこで、私たちは、日本国内でCVCに取り組んでいる関係者へのアンケート調査を実施した。その結果、CVCファンド設立直後は、ベンチャー投資という不慣れな業務に課題を感じつつも、回答者の80%超が「自分たちのCVCは順調である」と回答している。しかし、運用から3年以上経過した回答者においては、投資実務そのものに対する課題感は薄れ、投資後の事業シナジー実現の難しさを感じるようになっている。実際のところ、45%が「自分たちのCVCは順調ではない」と回答しており、投資実行ができたからといってCVCファンドの運営が順調とは限らず、むしろ投資実行が進んだ後に多くの課題が待ち構えていることを示唆している。

PwCは、CVCファンドを運用する大企業に対して、そのコンセプト設計から実際の運用実務のサポートまで幅広いサービスを提供しており、これまで複数のCVCファンドの運用を支援してきた。その経験を通じて、CVCファンドは大企業がオープンイノベーションを推進する上で、非常に有効なツールであると感じている。その一方で、成果を出すには一定の運用ノウハウが必要であるとも感じている。しかし、比較的新しい取り組みでもあるためか、国内ではCVCファンド運用実務に関する有益な情報が、十分に提供されているとは言い難い状況である。

本稿では、大企業がCVCファンドを活用したベンチャー企業との協業推進において押さえておくべき5つの視点を提示する。大企業によるCVCファンドの成功事例を積み上げていく上で、その一助となれば幸いである。

青木 義則

PwCアドバイザリー合同会社
ディールズストラテジーリーダー
PwC Japanグループ
テクノロジー・メディア・テレコムインダストリー
ディール部門リードパートナー



目次

| | |
|---|----|
| 1. CVCの現状 – 第二次CVCファンドブームに沸く日本 | 5 |
| 1) CVCファンドとは何か | 5 |
| 2) 国内で活発化するCVCファンドの設立 | 6 |
| 2. CVCの難しさ – 半数近くが苦戦、4人に1人が事業シナジーに課題 | 8 |
| 1) 国内CVCの活動状況 | 8 |
| 2) CVCファンド設立直後は運用が順調であると思いがち | 10 |
| 3) 投資実務には3年ほどで慣れてくるが、案件選別に甘さも | 11 |
| 4) 事業シナジーをいかに実現するか | 13 |
| 3. 事業シナジー創出で押さえておくべき5つの視点 | 14 |
| 1) 目的は明確になっているか | 14 |
| 2) しっかりとした体制で臨めているか | 16 |
| 3) 投資先経営者との信頼関係を構築できているか | 18 |
| 4) 目標達成までのストーリーを描けているか | 19 |
| 5) マーケットサイクルを意識できているか | 20 |
| 4. おわりに | 22 |

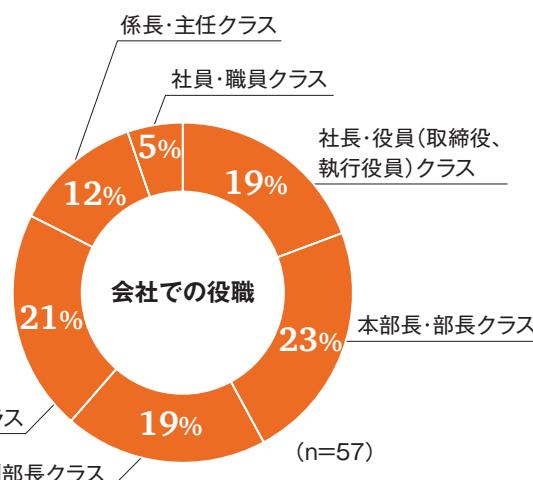
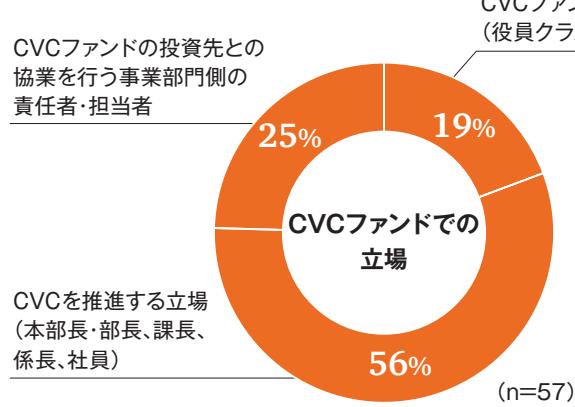
「CVC実態調査2017」調査概要

調査期間:2017年10月

調査方法:オンラインによる選択式アンケート調査

有効回答数:日本国内でCVCの実務に関与する57名

回答者の属性:





1. CVCの現状

—第二次CVCファンドブームに沸く日本

1) CVCファンドとは何か

CVC (Corporate Venture Capital) とは、端的に言うと、事業会社が社外のベンチャー企業に対して投資を行う活動のことである（以降では、投資を行う「事業会社」をベンチャー企業との対比のために「大企業」と呼ぶ）。

図表1に示すように、大企業が資金を拠出し、自社と事業シナジーが見込めそうなベンチャー企業に出資を行う形態を取る。資金の出し手は通常1社であり（数社で共同出資することもある）、CVCファンドの運用は自社の投資部門、または投資子会社で行うことが多いが、外部のベンチャーキャピタル（VC）に運用を委託することもある。

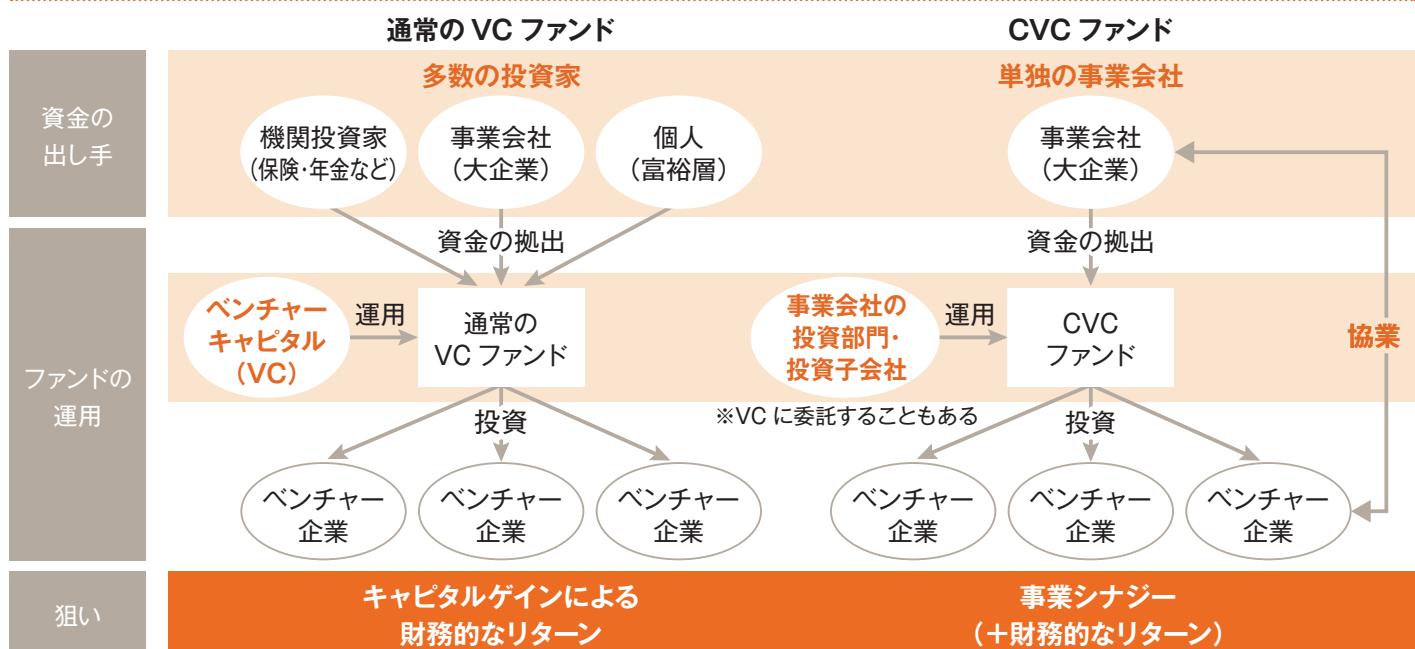
代表的な例としては、インテルのCVC部門であるIntel Capitalや、Google Venturesなどがあるが、IT業界以外でも、

ヘルスケア業界ではNovartis Venture Fund、エンターテインメント業界ではDisneyのSteamboat Venturesなどが積極的に投資を行っている。

一方、KPCB (Kleiner Perkins Caufield Byers) やSequoia Capitalといった伝統的なベンチャーキャピタルが設立するファンド（VCファンド）は、複数の機関投資家・事業会社・富裕層などから資金を集め、投資領域は広範囲に設定することが多い。中には投資領域を限定するファンドも存在するが、主目的はあくまでも財務的なリターンを追求することである。

それに対して、CVCファンドの多くは、事業シナジーが見込めそうなベンチャー企業に対して投資を行っており、そのアプローチは通常のベンチャーキャピタルとは一線を画していると言えるだろう。

図表1：通常のベンチャーキャピタルファンドとCVCファンドの違い



2) 国内で活発化するCVCファンドの設立

日本においては、2000年代のベンチャーブーム時に、大手電機メーカーを中心にCVCファンド設立の動きが広がりを見せた。しかし、残念ながら、その多くは撤退や縮小することになってしまった。当時は、大企業が大手ベンチャーキャピタルにCVCファンドの運用を委託する形態が一般的であったが、その多くは金融機関系ベンチャーキャピタルであり、大企業との協業アレンジや新規事業育成に関するスキルやノウハウが不足していたことが、十分な成果を残せなかった要因と言われている。一方、大企業側でも、ベンチャー企業との協業促進に適した人材が不足しており、十分な体制を構築できていなかったことも要因の一つと言えるであろう。

それから約10年が経過し、図表2に示すように、国内では2012年ごろから再び大企業によるCVCファンドの設立が活発化している。それまでは上場したITベンチャーによるCVCファンドが中心であったが、2012年以降、通信企業やメディア企業でのCVCファンド設立が活発化し、その後、製造業やサービス業など、その動きは多様な業種に広がりを見せている。2000年代の取り組みでは、大手ベンチャーキャピタルにCVCファンドの運用を委託する企業が多かったが、近年の取り組みでは、大企業が自らCVCファンドを運用するなど、より主体的に取り組むようになっている。結果として、投資先ベンチャー企業との協業のプレスリリースが発表される事例や、投資先ベンチャー企業を最終的に買収して自社サービスに組み込む事例が出てくるなど、成功事例も徐々に増えつつある。

図表2：国内での主なCVCファンドの設立状況（2012年以降）

| 投資子会社/ファンド名 | 主な出資企業 | 設立時期 |
|--------------------------------------|--|----------|
| KDDI Open Innovation Fund | KDDI株式会社 | 2012年2月 |
| YJキャピタル株式会社 | ヤフー株式会社 | 2012年9月 |
| 株式会社NTTドコモ・ベンチャーズ | 株式会社NTTドコモ | 2013年2月 |
| 株式会社フジ・スタートアップ・ベンチャーズ | 株式会社フジ・メディア・ホールディングス | 2013年2月 |
| アイ・マーキュリーキャピタル株式会社 | 株式会社ミクシィ | 2013年7月 |
| TBSイノベーション・パートナーズ 合同会社 | 株式会社東京放送ホールディングス | 2013年10月 |
| Rakuten Ventures | 楽天株式会社 | 2014年6月 |
| オムロンベンチャーズ株式会社 | オムロン株式会社 | 2014年7月 |
| 電通ベンチャーズ1号 グローバルファンド | 株式会社電通 | 2015年4月 |
| 株式会社セゾン・ベンチャーズ | 株式会社クレディセゾン | 2015年6月 |
| ABCドリームベンチャーズ株式会社 | 朝日放送株式会社 | 2015年7月 |
| タイムズイノベーションキャピタル 合同会社 | パーク24株式会社 | 2015年7月 |
| 31VENTURES Global Innovation Fund 1号 | 三井不動産株式会社 | 2016年2月 |
| CQベンチャーズ株式会社 | コカ・コーラ ボトラーズジャパンホールディングス株式会社 (50%) キューサイ株式会社 (50%)* *コカ・コーラ ボトラーズジャパンホールディングス株式会社100%子会社 | 2016年2月 |
| そーせいコーポレートベンチャーキャピタル株式会社 | そーせいグループ株式会社 | 2016年6月 |
| Sony Innovation Fund | ソニー株式会社 | 2016年7月 |
| エイベックス・ベンチャーズ株式会社 | エイベックス株式会社 | 2016年12月 |
| 株式会社JR西日本イノベーションズ | 西日本旅客鉄道株式会社 | 2016年12月 |
| | 三井化学株式会社 | 2017年 |
| Panasonic Ventures, LLC | パナソニック株式会社 | 2017年4月 |
| Toyota AI Ventures, LLC | Toyota Research Institute, Inc. | 2017年7月 |
| 日本郵政キャピタル株式会社 | 日本郵政株式会社 | 2017年11月 |
| Alliance Ventures | ルノー S.A. (40%) 日産自動車株式会社 (40%) 三菱自動車工業株式会社 (20%) | 2018年1月 |

出所：公開情報をもとにPwCアドバイザリー合同会社作成

| ファンド総額 | ファンド概要 |
|---------------|--|
| 50億円 | KDDIが持つ各種サービスとの連携に加え、事業運営支援により、投資先企業の成長をサポート。投資先は、国内外のECやゲーム、メディア、新興ハイテク系ベンチャーなど幅広い。2014年7月に追加で50億円の2号ファンドを設立。ファンド運用は、ベンチャーキャピタル(VC)のグローバル・ブレインが担当。 |
| 30億円 | 投資開始時点においてはYahoo! Japanグループのシナジー効果にこだわらず、シードからレイターステージのインターネットに関するビジネスを行うベンチャーに投資。2015年1月に200億円規模の2号ファンドを、2016年5月には35億円規模のテックファンドを設立。 |
| 100億円 | ドコモ/NTTグループ各社との協業や協業可能性が見込める国内外の主にアーリー～ミドルステージのベンチャーに投資。対象分野は、ICT技術、IoT分野、プラットフォーム、アプリケーション、サービス、コンテンツなど情報通信関連全般。 |
| 15億円 | 国内外のスタートアップ、アーリーステージのインターネット・モバイル分野が投資対象。フジ・メディア・ホールディングスグループ各社とのビジネスアライアンス創出も目指す。投資上限金額は1億円。 |
| 50億円 | ミクシィ社の事業ポートフォリオを拡大し、SNS「mixi」事業にとどまらない非連続な成長の実現を目的とし、設立。スタートアップからレイターステージまで、オンライン事業・オフライン事業の双方に投資。 |
| 18億円 | TBSの事業シナジー創出のため、デジタルメディア、コミュニケーションプラットフォーム、動画製作・流通、Eコマース、エンターテイメントなどの領域のベンチャーに出資。マイナリティー出資が原則。 |
| 1億米ドル | シンガポールを拠点とし、イスラエル・アジア太平洋地域・米国においてアーリーステージにある戦略的妥当性をもって収益を生み出せるテクノロジー分野のベンチャー企業に投資。2016年1月には日本向けに新たに100億円のファンドを設立。 |
| 30億円 | 一次産業オートメーション、ライフサイエンス、AIビッグデータ系、セキュリティ領域、交通xIoT、ウェアラブルデバイス、環境・エネルギーなどの分野で、オムロン株式会社とシナジーが見込めるベンチャー企業に投資。 |
| 50億円 | 主に海外のベンチャー企業およびシード/アーリーステージの日本企業を対象に、1. 広義のマーケティング/コミュニケーションビジネスを変革しうる領域、2. イノベティブでポテンシャルの高い新領域に投資。運用は、プライムパートナーズが協力。 |
| 非公開 | シード～アーリーステージの「Fintech」に取り組むベンチャー企業や、カード会員資産などクレディセゾンが持つ固有の経営資源を活用した新ビジネスに取り組むインターネット・モバイル関連のベンチャーなどに主に投資。 |
| 12億円 | 動画配信、動画広告、VR、AR、近未来エンターテインメントなど、将来のメディアについて大きな可能性を秘めたサービス・最新技術を持つアーリーステージからレイターステージのベンチャー企業に投資。 |
| 30億円 | 交通インフラサービスの価値を高める新規事業・新サービス、革新的テクノロジーの事業化などを目指すスタートアップまたはアーリーステージのベンチャーを支援。パーク24のプラットフォームを提供することで事業シナジー実現を目指す。 |
| 50億円 | 三井不動産とグローバル・ブレインが共同で設立。日本を中心に、北米、欧州、イスラエル、アジア諸国などのアーリーステージのスタートアップを中心にシード期からミドル期のベンチャー企業が投資対象。重点投資分野は、不動産、IoT、セキュリティ、環境およびエネルギーなど。 |
| 13億円 | コカ・コーラ ボトラーズジャパンホールディングスとキューサイが共同出資。ヘルスケア、アグリ、バイオ、環境、ITなどコカ・コーラ ボトラーズジャパングループおよびキューサイグループとの相乗効果が見込まれるシード/アーリーステージのベンチャー企業に投資。 |
| 20億円 | 再生医療分野での新規事業展開を目指して、再生医療研究開発を行っているベンチャー企業に出資するために設立。独立行政法人中小企業基盤整備機構、株式会社みずほ銀行などから合計20億円を調達。 |
| 100億円 | AIやロボティクスなど今後注力する事業領域で、米国、EU・イスラエル、日本のシード～ミドルステージのスタートアップなどとの協業をグローバルで推進すると共に、グループ内リソースを活用した投資先の事業成長支援などを通じて、よりオープンなエコシステムの創出を目指す。 |
| 非公開 | ヒットを創出する「人材」に加え、エンターテイメントに関連する「テクノロジー」を投資対象とし、将来グループシナジーを生み出せるもの、あるいはグループインフラを活用して収益拡大が見込める企業を対象に投資。 |
| 30億円 | 地域の活性化に貢献するために、1. 新たな技術、2. JR西日本グループとの事業シナジー、3. 鉄道事業の成長と効率化に貢献する技術・ノウハウを持つシード～レイターステージのベンチャー企業に投資。 |
| 200億円 | ロボットや自動車の自動運転といった将来の有望分野の技術開発に取り組む企業に出資し、自社の事業との相乗効果を狙う。対象は、国内外のベンチャー企業ほか、ベンチャーファンド1件当たり数十億円規模を出資する見込み。IoTや人工知能(AI)、ヘルスケアなど最先端の技術革新に関わることで、新材料の開発やサービス創出に繋げる。 |
| 1億米ドル | 1998年からベンチャー投資を続けてきたが、2017年に米国でベンチャーキャピタリストを採用し、新たな投資子会社を設立。既存事業領域にとらわれない、ユニークなビジネスモデルや商品・サービスを有するベンチャー企業に投資。将来の成長を牽引する事業創出に繋げる。 |
| 1億米ドル | トヨタ自動車の子会社で、米国で人工知能などの研究開発を行っているToyota Research Institute, Inc.(TRI)が設立。運用はTRIが設立するToyota AI Ventures, LLCが実施。1. 人工知能、2. ロボティクス、3. 自動運転・モビリティサービスおよび4. データ・クラウド技術の4分野で、設立から間もない有望ベンチャー企業に投資。 |
| 15億円 (資本金) | 日本郵政グループが目指す「トータル生活サポート企業」としての取り組みの一環として、日本郵政グループのネットワーク、ブランド力などを活用して成長が期待できる会社へ出資。中長期的なグループ収益の拡大を目指す。 |
| 10億米ドル | シリコンバレー、パリ、横浜、北京などに拠点を設け、今後5年間で最大10億米ドルを投資。初年度は、クルマの電動化、自動運転システム、コネクティビティ、人工知能などの新たなモビリティに焦点を当てている新興企業や、技術起業家が参加するオープンイノベーションのパートナーシップを対象に最大2億米ドルを投資予定。 |

2. CVCの難しさ

—半数近くが苦戦、4人に1人が事業シナジーに課題

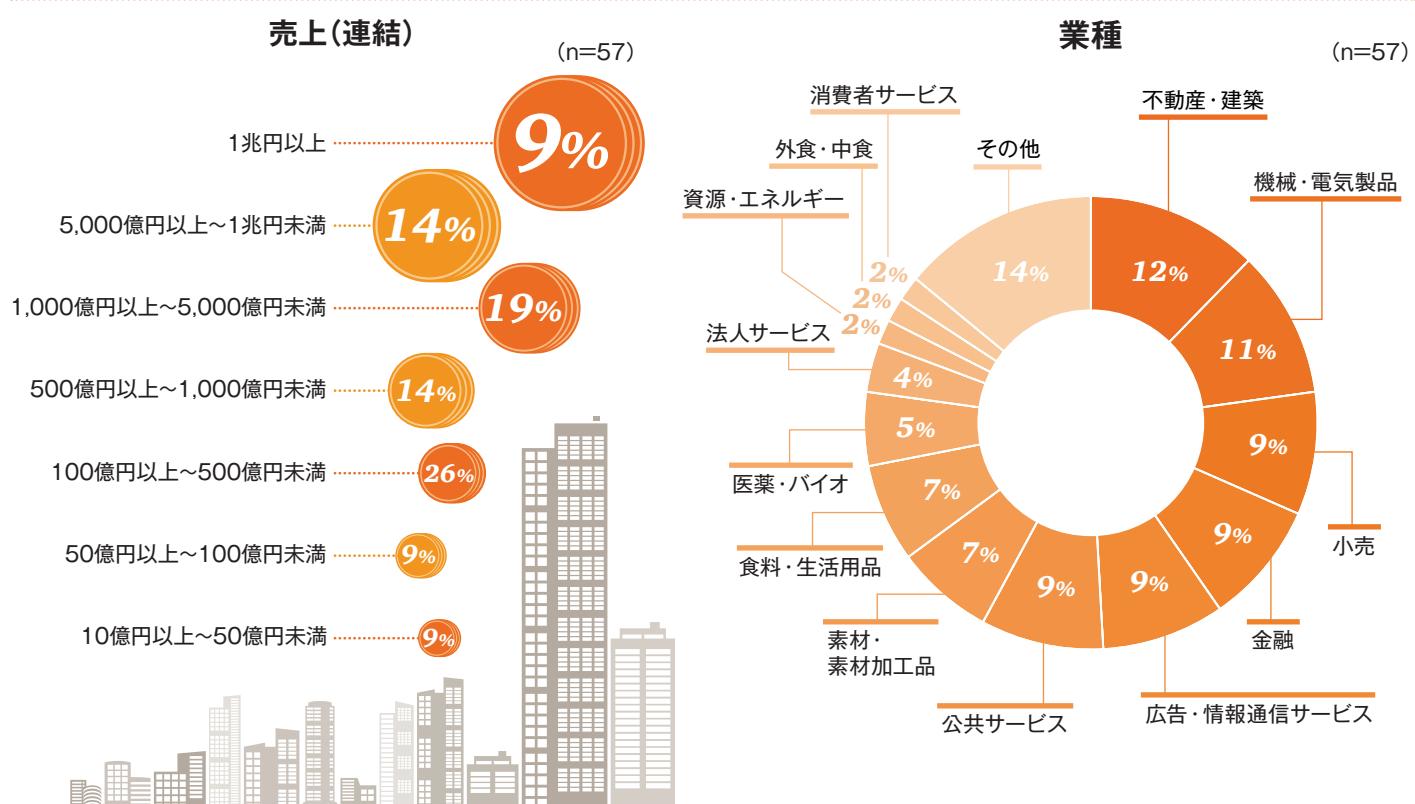
1) 国内CVCの活動状況

PwCは、国内CVCの実態を把握するために、国内でCVCファンド運用に携わる実務従事者に対し、オンライン調査によるアンケートを実施した結果、有効回答を57名から得ることができた。

図表3に示すとおり、回答者の過半数は売り上げ500億円以上の企業に属しているものの、100億円未満という回答者も18%おり、CVCが大企業だけでなく中堅企業にまで広がっている様子が伺える。また、業種については特定業種に偏ることなく、幅広い業界で取り組みが進んでいることが改めて確認できる結果となった。

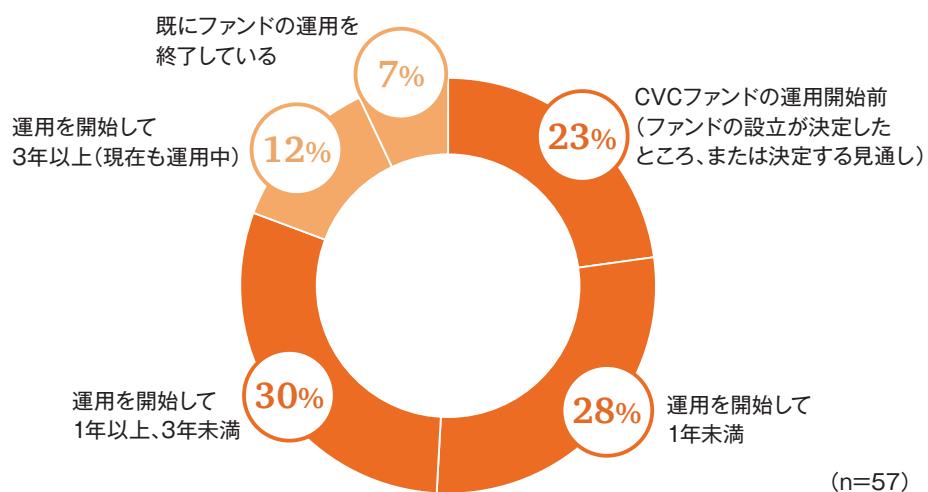
CVCファンドの運用状況については、図表4に示すとおり、回答者の80%がCVCファンド設立から3年以内（うち23%は運用開始前）となっており、この数年間で、多くの企業が新規にCVCファンドを設立している状況が反映された結果となった。そのため、本調査結果の解釈においては、投資活動を開始して間もない回答者を多く含んでいる点に注意する必要がある。

図表3：回答者の所属企業について



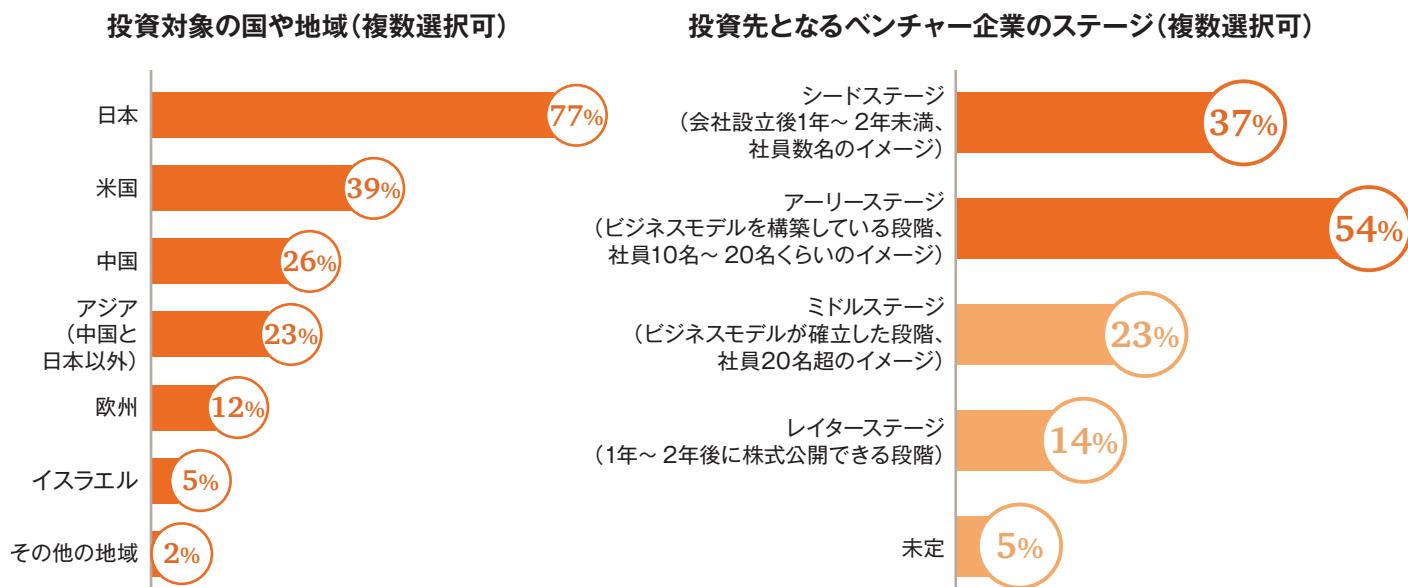
投資先については、図表5に示すとおり、日本が77%と最も多く、次いで米国が39%となっており、国内にとどまらず海外の先端企業への投資意欲が伺える。また、投資対象となるベンチャー企業のステージとしては、アーリーステージが54%と最も高く、次いでシードステージの37%となっており、事業会社というよりもVCに近い投資スタイルと言えそうである。以前のような、シード／アーリーステージはVCが担い、事業会社は経営が安定してくるミドル／レイターステージ以降で投資するというイメージは、CVCについては当てはまらないようである。これは、従来型の大企業による出資は「事業パートナー／取引先」としての意味合いが強く、ベンチャー企業側も「安定株主」になってくれることを期待していたのに対し、現在のトレンドは、CVCからの出資はあくまで「投資」であり、将来性のある有望なベンチャー企業に「早期に手を付けておきたい」という大企業側のニーズも反映されたものと考えられる。

図表4：CVCファンドの運用状況



出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

図表5：投資先について



出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

2) CVCファンド設立直後は運用が順調であると思うがち

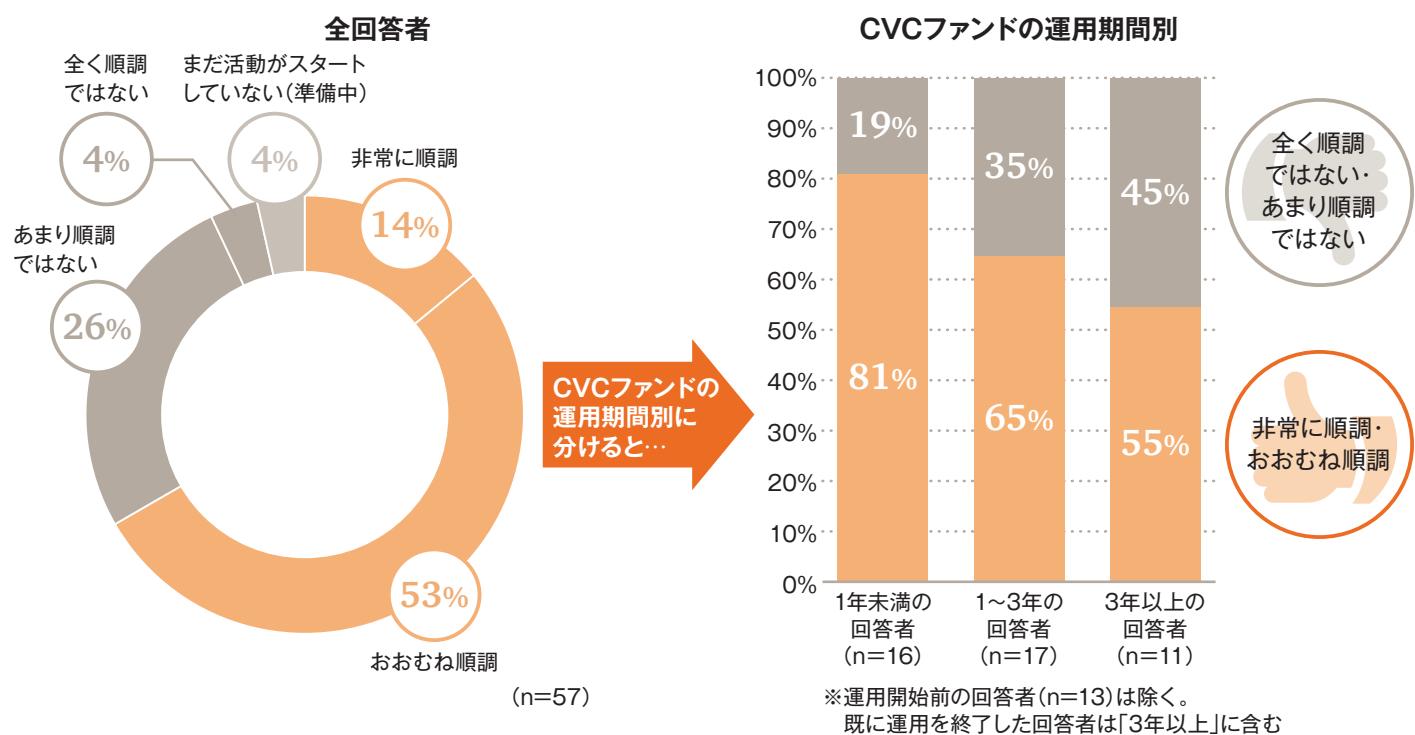
それでは、国内のCVC関係者は、「自社のCVCが順調である」と感じているのであろうか? 図表6に示すように、全体では70%弱が「順調である」と考えている。しかし、CVCファンドの運用期間別に回答者を分けてみると、運用開始直後(1年未満)の回答者は、実に80%超が「順調である」と回答しているが、運用期間が長くなるほどその割合が低下し、3年以上運用している回答者では55%にとどまっている。

つまり、CVCファンド設立直後は、多くの実務担当者が「順調である」と思っているが、数年後には多くの課題に直面し、CVCファンド運用の難しさを実感する状況となっていると察する。これは、

CVCファンド設立直後は投資案件の発掘と投資実行ができるか否かに注意を向けがちだが、数年後は、初期に投資したベンチャー企業との事業シナジー実現や財務リターンといった具体的な成果が問われてくることと関係していると考えられる。

そこで、CVCを運用していく上で何に課題を感じているかを聞いてみたところ、全体としては図表7に示すような結果となった。上位の項目(図表7の破線囲み)を見てみると、投資条件や投資案件発掘などの「投資実務」に関するものと、事業シナジーや財務リターンといった「成果」に関する項目が並んでおり、慣れない「投資実務」に課題を感じながら業務を進めていること、さらには、十分な「成果」を出せていないことに課題を感じている様子が伺える。

図表6：自社のCVCファンドの運用は順調であると思うか？



出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

3) 投資実務には3年ほどで慣れてくるが、案件選別に甘さもある

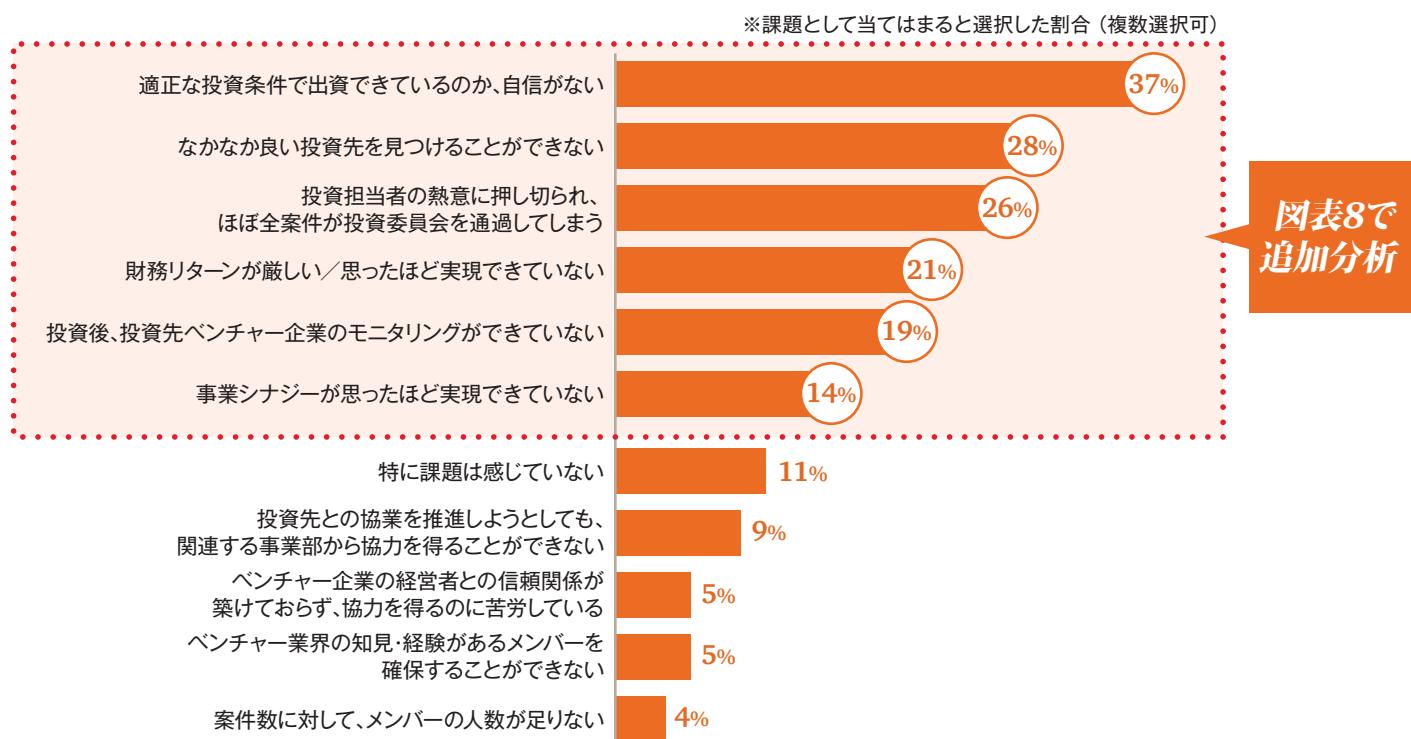
図表7で上位だった項目について、CVCファンドの運用期間別に回答者を分けてみると、図表8に示すような結果となつた。

「投資実務」に関する項目で最も多くの回答者が課題と感じている「適正な投資条件で出資できているのか自信がない」については、ベンチャーファイナンスに関する知識が必要であることに加え、実務である程度の投資案件数をこなしていくないと、ベンチャー企業の時価総額に対する相場観が身につかず、提示された株価が高いのか安いのかの判断が難しいため、やむを得ない部分もあるだ

ろう。しかし、大企業のCVCは、投資のプロであるVCよりも高いバリュエーションで投資しがちである。その結果、ベンチャー企業のバリュエーション高騰につながっているのではないかとの批判が根強いことも事実である。運用担当者の方で判断がつかないのであれば、外部専門家を活用するなどして適正な判断を行うための努力をすべきであろう。

しかし、図表8からは、運用期間が3年以上の回答者については、課題と感じている割合が大きく下がっており、他の「投資実務」の項目でも同様の傾向が見てとれる。つまり、3年間ほど実務経験を積むと、それなりの知見が蓄積され、「投資実務」に関する課題はかなり緩和されていると言えそうである。

図表7：CVCの運用で感じている課題（全回答者）

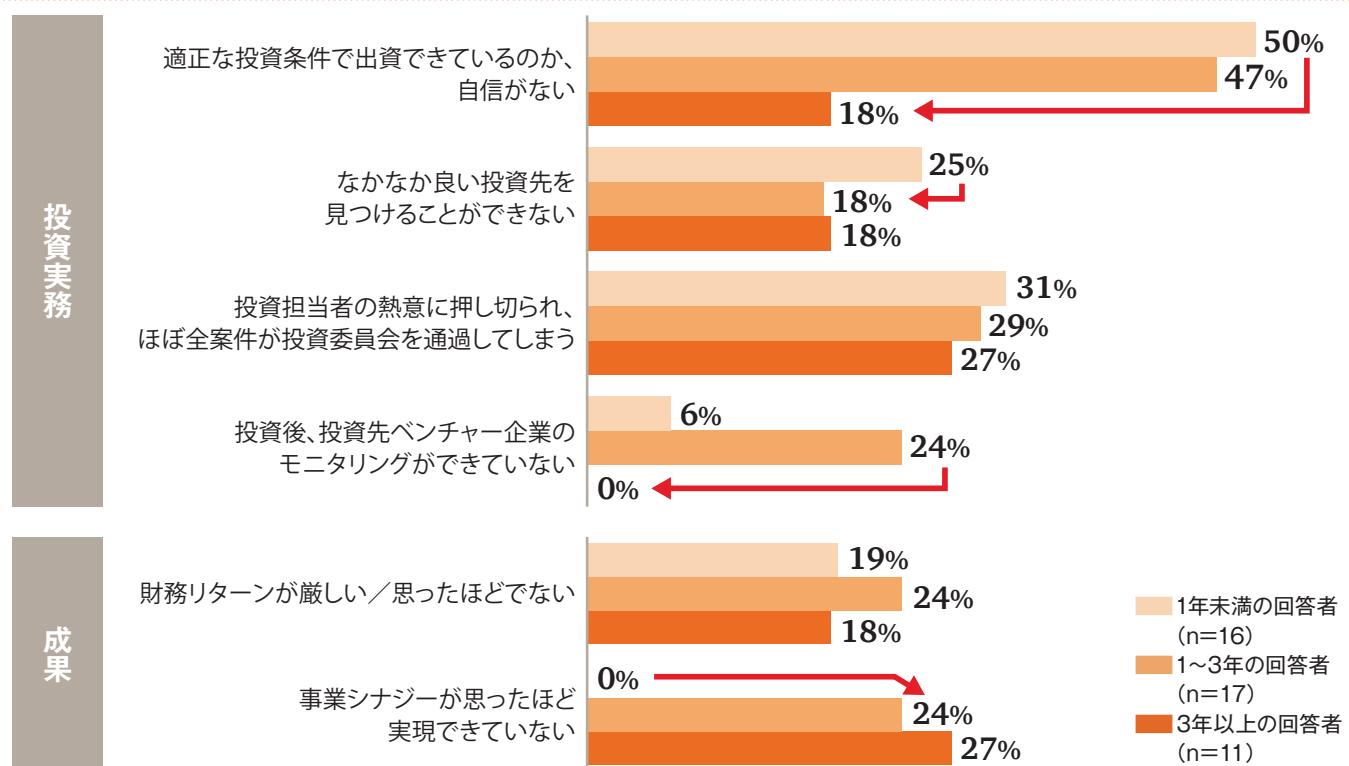


出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

ただし、例外であるのは、案件選別の厳しさである。図表8によると「担当者の熱意に押し切られ、ほぼ全案件が投資委員会を通過してしまう」割合は、3年以上経過した回答者ですら30%弱もあり、運用期間が長くなてもあまり変化がない。PwCでは、独立系VCで投資家として実務を行っていたメンバーもあり、そのメンバーの経験に基づくと、ベンチャー投資はまさに「千三つ」(1,000件中、投資実行に至るのは3件程度)であると考える。その感覚からすると、投資委員会に諮るまでに良い案件を厳選しているという前提に立ったとしても、投資判断として甘いのではないかと考えざるを得ない。CVCなのでキャピタルゲインだけを

狙っているわけではないという反論もあるかもしれない。しかし、投資先が倒産してしまっては、事業シナジーも実現しようがないのである。この課題に対処するためには、投資委員会にガバナンスを効かせるための仕組みを導入することに加え、CVCファンド担当者の人事評価に対する工夫も必要である。投資委員会に諮った案件が却下されると、担当者は自分が低い評価を受けると考えてしまう。しかし、投資委員会に諮っただけでも十分に評価され、一定の割合でしか投資委員会の承認がおりないのは当然であるという認識を関係者で共有することで、担当者が必要以上に無理な主張をし過ぎないような環境を作ることが重要である。

図表8：CVCの運用で感じている課題（CVCファンド運用期間別）



4) 事業シナジーをいかに実現するか

図表8の「成果」に関する項目を見ると、財務リターンに対する課題意識は、運用期間による大きな違いは見られなかったが、事業シナジーについては、1年未満の回答者はゼロだったのに対し、1年以上の運用期間がある回答者では4人に1人が課題と感じているという結果となった。つまり、ファンド設立から1年以上が経過する頃には、初期に投資したベンチャー企業との事業シナジーが問われてくるため、その難しさを実感する回答者が増えているものと推察できる。

これには、大企業側が事業シナジーを追求するためにベンチャー企業側に協業を打診しても、ベンチャー企業側が限られたリソースの中で十分に対応できないという構造的な問題が関係していると考えられる (P.19の4参照)。加えて、事業

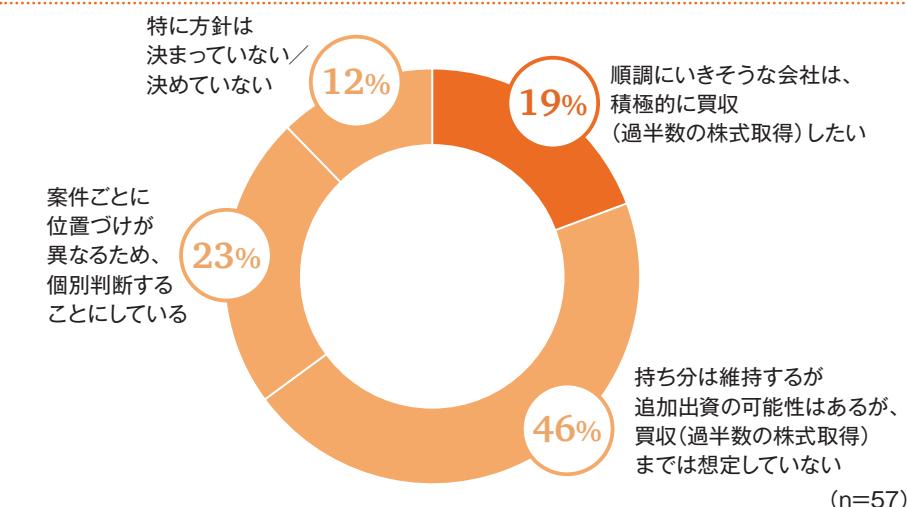
規模の差という別の問題も存在する。例えば、売り上げが数千万円～数億円のベンチャー企業に出資したとして、大企業がそのベンチャー企業との協業で、果たして短期的にどれくらいの売り上げ（または利益）を上げることができるであろうか？一般的に、大企業がベンチャー企業との協業で上げることができる売り上げや利益は、大企業全体の事業規模からすると十分な規模にはならないことが多い。そのため、海外のCVCでは、戦略的リターンで期待するものを、協業による売上利益の増加ではなく、最終的に買収して自社の事業として大きく成長させることに求めことが多い。つまり、将来的なM&A対象のパイプラインを充実させることを、CVCの重要な戦略リターンの一つと考えているのである。

では、国内のCVCは、投資先の将来的な買収についてどのようなスタンスなのであろうか？図表9に示すように、過半

数の株式取得まで明確に視野に入れているのは、わずか19%であった。個別判断・未定とする回答も35%あるが、46%は過半数の株式取得を想定していないと回答している。その場合でも、CVCに期待する事業シナジーが明確・具体的であれば問題ないが、もしここが曖昧なのであれば、改めてどのような事業シナジーを期待するのか、社内でしっかりと議論を行う必要がある。

いずれにせよ、CVCによる事業シナジーを買収後に求めるのか否かにかかわらず、CVCファンドを活用した事業シナジー創出において、多くのCVC実務担当者が課題を感じていると考えられる。そこで、次ページ以降では、事業シナジーを創出するため、CVCファンドにどのように取り組むべきであるか説明したい。

図表9：投資先への追加出資に関するスタンス



出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

3. 事業シナジー創出で押さえておくべき5つの視点

PwCは、これまでのCVCファンド運用サポートの経験から、CVCファンドを運用する大企業が成果を出すためには、以下の5つの視点を持って、自問自答を繰り返しながら運用していくことが肝要であると考えている。

- 1) 目的は明確になっているか
- 2) しっかりとした体制で臨めているか
- 3) 投資先経営者との信頼関係を構築できているか
- 4) 目標達成までのストーリーを描けているか
- 5) マーケットサイクルを意識できているか

以降では、上記のそれぞれについて説明していきたい。

1) 目的は明確になっているか

目的を明確にしないと、投資自体が目的化してしまう

大企業が、CVCファンドを設立する目的は何であろうか？これは、簡単なようで、実は難しい問い合わせである。多くのCVCファンド関係者は「ベンチャー企業のアイデアを活用して新規事業を創出する」「ベンチャー企業との協業によりコア事業を強化する」といった事業シナジー追求を目的として掲げていると考えるが、可能であれば、そこからさらに一段深掘りし、考えを深めてみることを推奨する。

「どのような新規事業を立ち上げたいのか？」「事業シナジーとして、具体的に何を期待するのか？」「対象となる事業領域はどこか？」「プロダクト／サービスに投資をするのか、要素技術への投資もOKなのか？」「人材獲得目的の投資もありなのか？」それらを考えたときに、「設立間もない（社員数人）のベンチャーも対象となるのか？」「事業が十分に回っているミドルステージ以降のベンチャー企業を対象とするのか？」「財務リターンはどの程度必要か？」「IPO（新規株式公開）レベルの高いリターンを狙うのか？」「事業シナジーが主目的なのでファンド全体で収支トントンでも良いのか？」

「目的」の議論を深めることによって、上記のようなさまざまな問い合わせに対して答えることができるようになり、結果として、投資対象のイメージがより具体化するのである。なぜ、このようなことを勧めているかというと、投資対象のイメージが曖昧なまま取り組みを行うと、投資実務を行っている現場では、投資そのものが目的化してしまい、投資実績の案件数は積み上がるが、そもそも何をするためのCVCファンドだったのかわからないようなポートフォリオとなってしまう危険性があるからである。

これは、CVCファンド担当者の評価体系とも関係しているかもしれない。ファンドの多くは、運用期間が7年～10年、そのうち投資期間は最初の3年～5年、残りは投資回収(EXIT)の期間と設定されるため、最初の数年間は、CVCファンド担当者は投資件数で評価されることが多い。結果として、現場担当者には、一つでも多くの投資案件を積み上げたいとのインセンティブが働くのである。従って、本来の目的に合わない投資を避けるためにも、CVCファンド設立の目的を明確にし、しっかりと投資対象イメージを関係者で共有することが重要となるのである。

次に、少し目線を変えて、CVCファンドの目的である事業シナジーと、ファンドとしての財務リターンの関係についても考えてみたい。CVCファンドが事業シナジーを主目的とすることは既に述べたとおりであるが、それでは、財務リターンはどの程度求められているのであろうか？

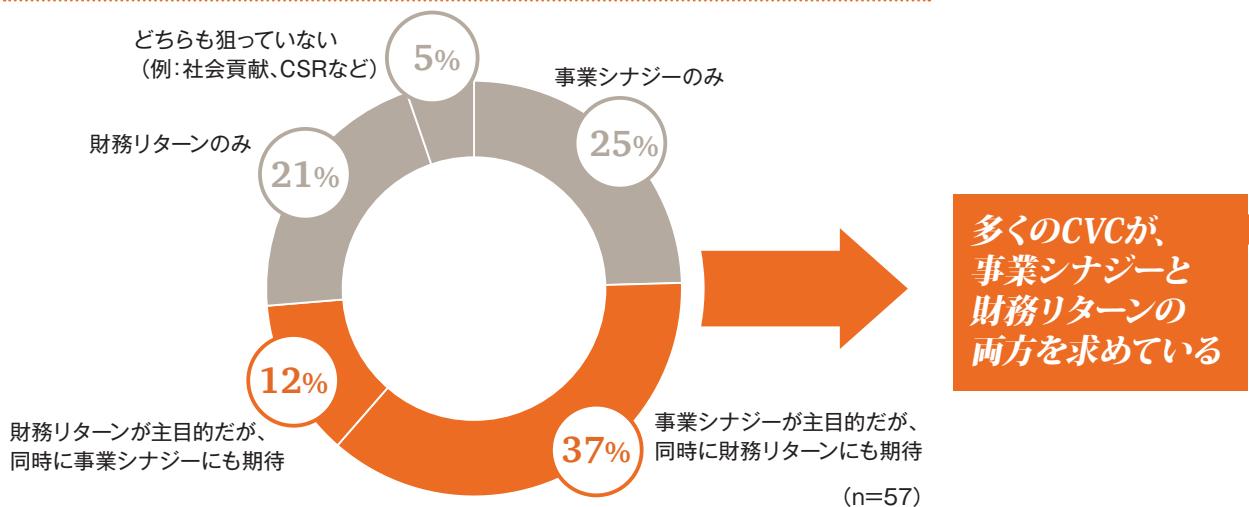
私たちの調査では、図表10に示すように半数が事業シナジーと財務リターンの両方を求めていると回答した。なお、2008年にアメリカ国立標準技術研究所が実施した調査*でも、70%のCVCファンドが事業シナジーと財務リターンの両方を求めていると回答しており、同様の傾向が見てとれる。

このように「両方を求める」というところが実はくせ者であり、CVCファンド設立の「目的」が曖昧であると、CVCファンドにおける投資の意思決定においても判断がぶれてしまうのである。目的や投資先のイメージが曖昧なままだと、個別案件への投資可否を決定する投資委員会において「技術は良いけど儲からなさそう」「儲かりそうだけど事業シナジーが弱い」といった議論が毎回繰り返され、案件ごとに場当たり的な意思決定が下されたり、どの案件も意思決定できないといった危険性があるのである。

そのような事態を避け、一貫性のある意思決定を行う上で、CVCファンド設立の目的や投資対象イメージを具体化することは非常に重要なポイントとなる。ただし、ベンチャー投資に不慣れな場合などは、具体的な投資候補案件を検討する前にCVCファンド設立の目的や投資対象イメージをしっかりと議論するのは難しいかもしれない。そのような場合は、最初から完成型を目指すのではなく、まずは暫定的に目的と投資対象イメージを設定し、実際の投資案件の検討を行いながら、徐々にブラッシュアップしていくというアプローチも有効である。

注記* MacMillan, I., Roberts, E., Livada, V., and Wang, A., "Corporate Venture Capital (CVC) Seeking Innovation and Strategic Growth," National Institute of Standards and Technology (2008)

図表10：CVCファンド設立の狙い



2) しっかりとした体制で臨めているか

経営陣のコミット、後方支援が不可欠

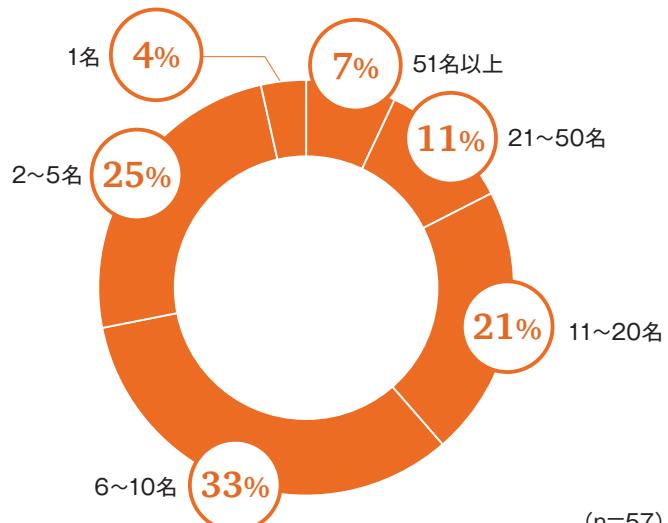
ベンチャー投資を行う社内体制と聞くと、投資業務経験者による少数精銳の組織をイメージされるかもしれない。単純に投資するだけであれば、それでも良いかもしれない。例えば、投資後のベンチャー企業への関与は最低限にとどめておき、投資した会社の中から順調に成長する会社を見極め、期待どおりに成長した会社を最終的に買収して子会社化し、それをもって「新規事業開発」とするアプローチであれば、少数精銳のチームでも問題ない。

一方、投資後、ベンチャー企業との事業シナジーを追求するアプローチを目指すのであれば、社内の体制をもっと充実させる必要がある。当たり前のことであるが、投資すれば事業シナジーが生まれるわけではなく、ベンチャー企業の経営者と協業の構想・計画策定から実行まで一緒に推進するには、1案件について専任の担当者が必要になるであろう。協業が軌道に乗ってくれば、さらに人数を増やし、最終的には投資部門から独立した組織に発展することを想定しながらリソースを投入しなければならない。

では、国内のCVCでは、具体的にどのような体制で取り組んでいるのであろうか？私たちの調査によると、図表11に示すように、半数は10名前後で取り組んでいる。また、図表12に示すように、体制を構築するに当たっては、44%が外部のアドバイザー／コンサルタントを起用、他にもVCへのファンド運用委託（35%）や経験者の中途採用（32%）などを行っており、ベンチャー投資に関するスキル・経験不足を補うために、外部の知見／リソースを積極的に活用していることがわかる。

体制に関して、もう一つ重要な視点として、ベンチャー企業との協業推進担当者をバックアップする体制の必要性があげられる。協業推進者は、事業シナジー創出におけるプロジェクト・マネージャーであり、ベンチャー経営者との窓口になるだけでなく、協業を推進するために、必要に応じて社内の関連事業部門への働きかけを行う。具体的には、ベンチャー経営者と共に具体的な協業内容のアイデアを議論し、協業案としてまとめる。次に、その協業案の実現のために、関連する事業部門にその案を説明しに行き、承諾を得、協業を実行するための担当者を割り当ててもらうのである。要するに事業部門への売り込みである。その後、ベンチャー経営者と事業部担当者の双方の具体的なアクションを決め、プロジェクトを推進していく。

図表11：CVC推進部署（または子会社）の専任担当者の数

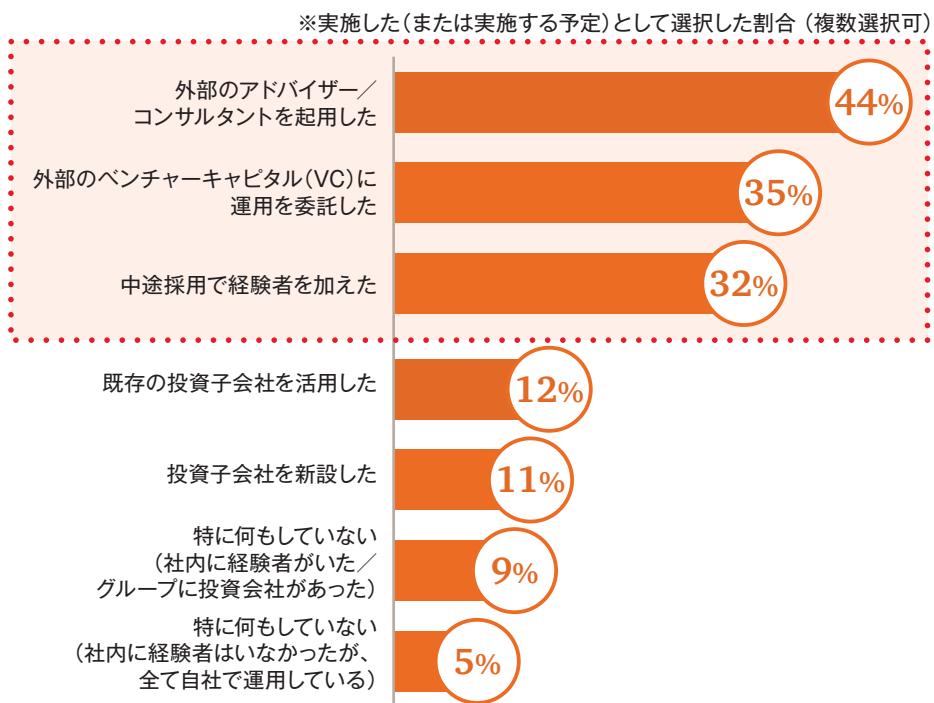


しかし、図表13に示すように、ベンチャー経営者、協業推進担当者、事業部門担当者、大企業経営陣にはそれぞれの思惑があるため、協業推進担当者は、ベンチャー経営者とのコミュニケーションに加え、社内の調整に大きな労力を割く必要が出てくる。私たちの経験では、社内調整の方に圧倒的に時間と手間を使うことがほとんどである。その際、役員クラスなどの経営陣によるバックアップなどがないと、事業部門からの協力を得るのは容易でなく、協業推進担当者が途中でくじけ、心が折れてしまうことにもなりかねない。そのうち、ベンチャー経営者にも「話が違う」「出資を受けていろいろ口出しされるけど、全然協力してくれない」という思いが生まれてくるリスクがあり、結果としてベンチャー経営者の協力を得るのが困難になりうる。

このような事態に陥ることを避け、事業シナジー追及を加速させていきたいのであれば、経営陣によるバックアップ体制も含め、関連する事業部門も巻き込んだしっかりとした体制を構築して取り組む必要がある。投資は進んでいるものの、

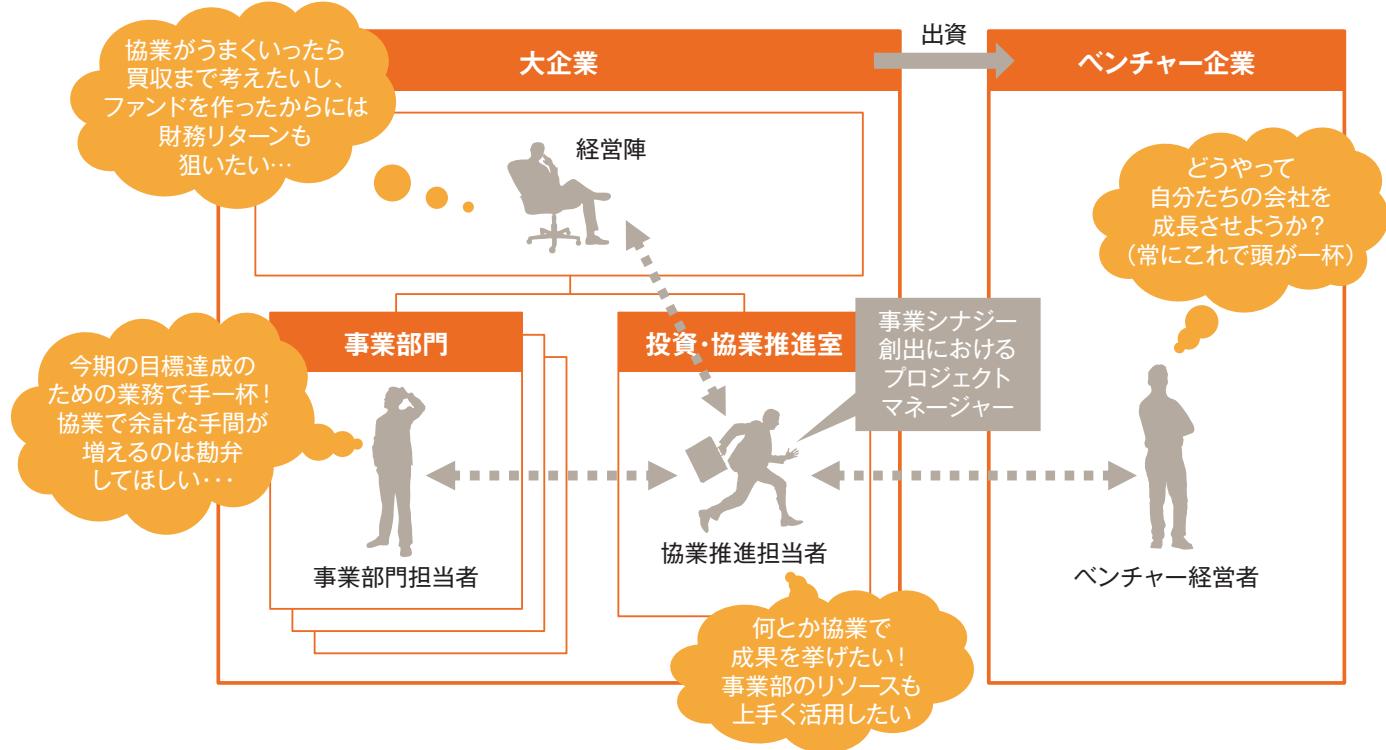
事業シナジー創出に繋がっていないと悩まれている大企業の方は、まずは、体制面で課題がないか検討することを推奨する。

図表12：CVCファンドの運用体制構築のために行ったこと



出所：PwCアドバイザリー合同会社「CVC実態調査2017」

図表13：事業シナジー追及時に留意すべき各自の思惑



3) 投資先経営者との信頼関係を構築できているか

株主意識を捨て、Give&Giveのマインドセットで信頼関係を構築すべき

CVCファンドからの出資は、最初の段階ではマイナー投資になることが多いであろう（出資比率が高くなる場合は、CVCファンドではなく、大企業本体からの出資となることが多い）。マイナー出資である場合、株主であるとはいっても、ベンチャー企業への影響力というのは、それほど大きくはない。株主なので話を聞いてくれると察するが、その程度なのである。もし役員を派遣する権利を得ていたとしても、多数決では簡単に押し切られ、意見を通すことは容易ではない。

要するに、ベンチャー企業と事業シナジーを追求していくには、ベンチャー経営者との信頼関係を構築し、ベンチャー企業側にもメリットのある提案をしていかないと協業は進まないということである。そのためには、大企業側の協業推進担当者もしっかりと汗をかくなどして、ベンチャー経営者から個人としても信頼を勝ち得る努力をする必要がある。株主として上から目線で接するようなことがあれば、こちらからの提案は、間違いなく丁寧ではあるが、実質的には断られることになるだろう。

また、もう一つ別の観点として、協業が非常に順調な場合について考えてみたい。そのような場合、大企業側では、協業相手（かつマイナー出資先）であるベ

ンチャー企業の買収を検討したくなるかもしれません。その際に、ベンチャー経営者との信頼関係を構築できているか否かが、買収の成否を決めるといつても過言ではない。

協業が順調に進み、業績も良好であれば、ベンチャー経営者にはさまざまな選択肢がある。新しく別の大企業とも協業を始めることもできるかもしれないし、資金調達で新しい株主を迎えたり、株式公開を目指したりといったことも可能かもしれない。

つまり、ベンチャー経営者との信頼関係が構築できていないと、大企業が買収を考える頃には、ベンチャー企業は、むしろ大企業から離れる方法を考えているという状況になりかねないのである。もし、ベンチャー経営者が自分の持ち株を売却してお金を得たいと考え、買収に応じてくれたとしても、信頼関係がない状況であれば、買収完了後に、経営者や幹部社員などが相次いで退職するといったことが起こるリスクも出てくる。もちろん、株式売買契約などでそういった事態を回避するための条項を盛り込んだりするのであるが、契約書だけでは現実的には限界がある。

そのような状況を避けるためにも、大企業側は、協業推進担当者に任せっきりにするのではなく、経営陣や幹部社員なども動員し、ベンチャー経営者との信頼関係構築に取り組むことを考えていくべきであろう。

4) 目標達成までのストーリーを描けているか

明確なシナリオなき投資に、事業シナジーなし

ベンチャー企業と大企業の協業を円滑に進める上で、もう一つ考えておくべきことは、協業を本格化させるタイミングである。ベンチャー企業の一般的な成長過程は、図表14に示すようなものとなる。立ち上げて最初の1年～3年（期間は企業により異なる）は、製品・サービスを開発して市場に送り出し、顧客からのフィードバックを得ながら製品・サービスを進化させたり、ビジネスモデルを確立するためにさまざまな試行錯誤を繰り返したりする時期である。そこで手ごたえを感じたら、成長に向けて投資を行い、勝負をかけるのである。

協業相手がマイナー出資のベンチャー企業の場合、こちらの思惑とは別に、ベンチャー経営者としては、図表14の流れをいかに作っていくかに重きを置いているであろう。大企業の協業推進担当者にとっても、このような流れを理解しておくことは重要で、「現在、協業相手はどの段階にいるのか?」「自社との協業を進めるタイミングは、今が良いのか?それとも相手が次の段階に到達するのを待って協業を進めるのが良いのか?」協

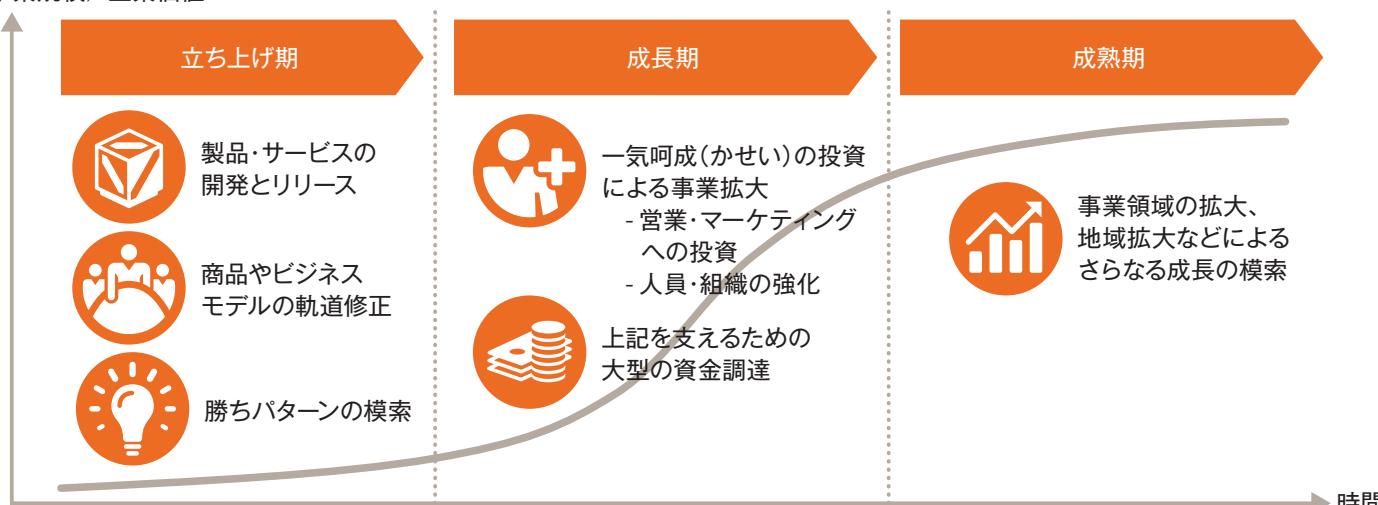
業に向けたストーリーを検討するのである。そして、そのストーリーをベンチャー経営者にぶつけ、双方にとってWin-Winとなる協業までのストーリーを共有するのである。

もし、協業を急ぐよりも、ベンチャー企業が次のステージに到達するのを待った方が良いのであれば、大企業側は、ベンチャー企業側の成長を促すための支援を考えた方が目的達成への近道かもしれない。ベンチャー企業が成長して企業価値が高まれば、大企業側としても保有する株式の価値が高まるため、株主としてサポートする意味があるであろう。

協業推進担当者が真面目であればあるほど、投資をしたからには早期に事業シナジーを実現しなければならないという意識が働きやすい。しかし、ベンチャー企業側は大企業が思う以上に、人的リソースを中心に社内リソースが不足している。まだまだ成長途上であり、ビジネスモデルの確立も道半ば、その上、人的リソース不足の状態であるベンチャー企業に拙速に協業を持ちかけると、双方にとって大きな負担となりうる。そのことも十分に理解した上で、より戦略的に協業を行うためのストーリーを関係者の間で共有することが、結果として目的達成の近道となるのではないだろうか。

図表14：ベンチャー企業の成長過程（概念図）

事業規模／企業価値



5) マーケットサイクルを意識できているか

市況に踊らされてもいけないが、無視してもいけない

ベンチャー企業への投資は、基本的には未公開企業への投資である。ここで留意しておきたいことは、未公開企業の株価も、マーケットの状況に応じて変動するということである。端的に言うと、日経平均株価が上昇してマーケットが過熱しているときは、ベンチャー企業の株価も割高となっており、日経平均株価が低迷しているときは、ベンチャー企業の株価も割安となっていると考えてよい。

具体的に言うと、1989年12月29日に日経平均の最高値を記録した後、大きく低迷。その後、2000年にドットコムバブルでピークをつけ、その後低迷。次のピークは2007年で、その後はサブプライムショック・リーマンショックで大きく低迷。現在は、2012年末から始まったアベノミクス相場で上昇を続けている。このように、7年～10年程度のサイクルでアップダウンを繰り返しており、ベンチャー企業の株価も、その影響を大きく受けている。

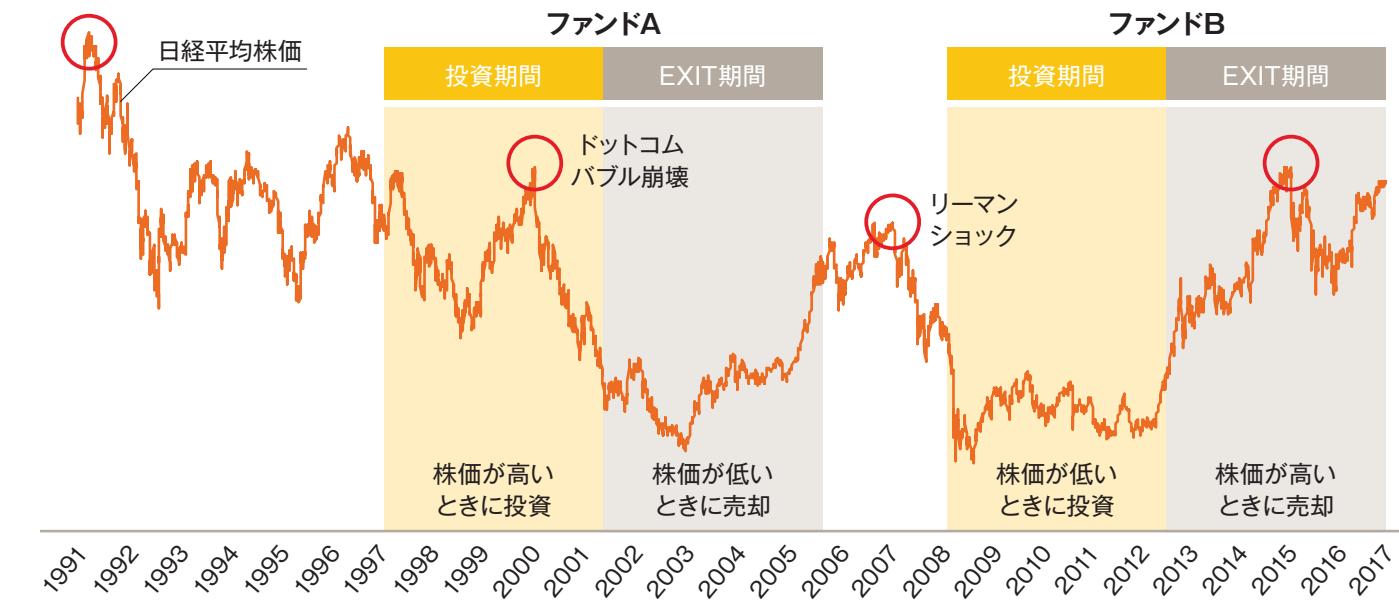
純粋に投資目標で考えるのであれば、市況が低迷している時期に投資を行い、市況が回復したタイミングで売却(EXIT)すればよいのである。ベンチャーキャピタルが運用するファンドは、米国では、ワインになぞらえて「ビンテージ」という言い方をすることがある。つまり、「1997年物」は1997年に設立されたファンドで、「2010年物」であれば2010年設立という意味である。そして、ファンドのパフォーマンスがビンテージによって大きくばらついているのも事実である。株式市場が低迷した時期に設立されたファンドはパフォーマンスが高い傾向にあり（市況低迷で株価が安い時期に投資をし、市況が回復して株価が高くなつたタイミングで売却できる）、好況時に設立されたファンドは苦戦するものが多い（株価が高い時期に投資を行い、売却したいタイミングには市況が悪化してEXITに苦労する）。具体的には、図表15に示す二つのファンド（共に運用は10年間）があった場合、株価の低いときに投資できたファンドBの方が、ファンドAよりも高いパフォーマンスを示すことが多い。

しかし、CVCファンドの主目的は、事業シナジーの追求である。株式市場の状況に左右されるのは、本来は望ましいことではない。ここで強調したいのは、株式市場の状況に過度に左右されるのは良くないが、一方で、市況を完全に無視するのもリスクがあるということである。

一般論として言えば、株式市場が過熱している状況では、新規投資は抑え目にした方が良いし、低迷している状況であれば、むしろチャンスと考えるべきであろう。ただし、市況が過熱している状況でも、事業シナジーの観点から投資を検討すべきこともあると考える。その場合に重要なことは、ベンチャー企業の株価も過熱気味であるという現実を認識し、それでも本当に投資する価値があるのかをしっかりと吟味した上で判断する必要があるということである。例えば、投資は実行するが、株価が高いことを鑑みて、投資金額を抑え目にすることといった対応も検討すべきであろう。

過度に市場に左右されず、かといって市況を無視することもなく、むしろ市況を巧みに利用するくらいのスタンスで、事業側のニーズとのバランスを取ってCVCファンドを運用していくことが理想的である。

図表15：マーケットサイクルとファンドレイズのタイミング



※日経平均株価は日本経済新聞社の著作物です



855 304 73 366
9050 2393 191 2330
2330 1556 2340 6686 1.89
188 15935 189 14758 5450
5450 8178 5475 10687 5450
845 3577 850 4684 849

4. おわりに

最後に、CVCファンドの運用を中長期の取り組みとして考えることの重要性について触れておきたい。

グローバル競争に打ち勝つ上で、日本企業にとってさらなる成長に欠かせないイノベーションを起こすためには、優れた人材、革新的な技術・アイディアを持つベンチャー企業とのオープンイノベーションが必要不可欠であることは、明確である。一方で、ベンチャー企業との協業で新規事業創出を目指すといつても、それほど簡単なことではない。また、社内のアイデアや人材だけで、画期的な新規事業を創出することも容易ではない。そう考える大企業が多いのではないだろうか。

ベンチャー企業との取り組みは、先述のとおり、失敗がつきものである。しかし、それらの失敗から学ぶことによって、自社に適したアプローチが見つかっていくのである。多少失敗したからといって早々に見切りをつけるのではなく、粘り強く、自社流のオープンイノベーションのアプローチを確立できた企業が、中長期的に果実を得るのではないだろうか。

そのためには、先行企業によるCVCファンドの成功事例の積み重ねと、その運営ノウハウの蓄積・伝搬によって、国内企業のCVCに関する知見を深めていくことが有益であると考える。一度や二度の失敗で撤退するのではなく、腰を据えて、中長期の目線で取り組み、自社の将来を担うようなイノベーションをベンチャー企業とともに創出できる企業が一社でも多く出てくることを願っている。



お問い合わせ先

PwCアドバイザリー合同会社

東京都千代田区大手町1-1-1 大手町パークビルディング
03-6212-6880 (代表)

青木 義則

ディールズストラテジーリーダー

PwC Japanグループ
テクノロジー・メディア・テレコムインダストリー
ディール部門リードパートナー
yoshinori.aoki@pwc.com

www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界158カ国に及ぶグローバルネットワークに236,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html

発刊年月：2018年3月 管理番号：I201711-2

©2018 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.