



企業はコーポレート

ベンチャーキャピタル (CVC) に

何を期待するべきか

CVC 実態調査 2019



はじめに

2010年以降、国内でコーポレートベンチャーキャピタル（CVC）設立の動きが活発化しており、多額の投資マネーが事業会社からベンチャー企業に投じられている。筆者らは、クライアント企業のCVC設立・運用および個別のベンチャー企業への出資案件において、アドバイザーとして関与している。それらの活動を通じて、国内CVCの多くが、設立から数年以内であり、各社とも手探りしながら運用を行っているのが実態であると感じていた。そこでPwC Japanグループでは、2017年に国内のCVC関係者へのアンケート調査を実施し「CVCファンドを活用した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（CVC実態調査2017）」として発表した。

おかげさまで、前回発表したレポートは、さまざまなメディアで取り上げられ、CVC関係者から多くのフィードバックをいただいた。それらの議論を通じて、筆者らのCVCに対する考え方さらに深まった。これまで議論にお付き合いいただいたCVC関係者、ベンチャーキャピタル（VC）関係者およびクライアント企業の皆様に、この場を借りて、改めて御礼申し上げたい。

本レポートは、上記の議論を通じて筆者らが得た知見や考察したことを、CVC関係者にお返しすることを目的として執筆した。執筆にあたっては、国内CVC関係者に、改めてアンケート調査「CVC実態調査2019」を実施した。前回からの時間の経過に伴う変化を確認するために、前回と同様の質問をさせていただくとともに、筆者らの新たな問題意識に関する追加質問も盛り込んだ。第1章と第2章では、これらの調査結果について解説している。第3章では、国内CVCの取り組みに対して、海外の有力CVCではどのような取り組みがなされているのか、筆者らで調査・分析を行った結果を紹介している。

それらの調査結果から見えてきたことは、国内CVC関係者の多くが、既存事業との直接的な事業シナジーを過度に意識しすぎているのではないかということであった。そこで第4章では、これらの調査結果を踏まえた上で、CVCに何を期待するべきか、そのために何が必要となるのか、筆者なりの考えを提示した。それらを基に、国内でCVCに取り組む皆様に対する提言というかたちで、筆者らからのエールを送らせていただいた。

本レポートを通じて筆者らがお伝えしたいことのエッセンスは、最後の第4章に凝縮されている。まずはポイントだけ知りたいという場合は、第4章から読んでいただくということをご提案したい。

本レポートが、国内CVCの発展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
スタートアップ・ディール・アドバイザリー リーダー
パートナー

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

長谷山 京佑

PwCアドバイザリー合同会社
スタートアップ・ディール・アドバイザリー
シニアマネージャー

「CVC実態調査2019」調査概要

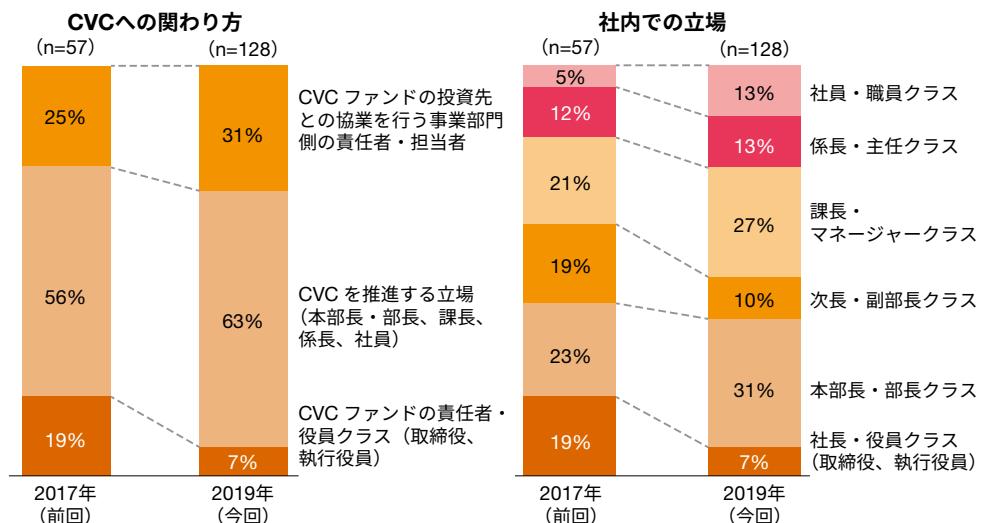
調査期間：2019年6月

調査方法：オンラインによる選択式アンケート調査

調査対象：国内でCVCの実務に関与されている方

有効回答数：128名

「CVC実態調査」回答者の属性



※ 本調査は、2017年に続く2回目の調査となっている。前回は、2017年10月に今回と同様のオンラインによる選択式アンケート調査を実施し、57名から有効回答を得ている

目次

1 CVCの現状	
－ 引き続き活況を呈する一方で、投資先発掘や事業シナジー創出に課題感	6
1.1 国内CVCの活動状況	6
1.2 CVCが抱える課題	8
2 国内CVCの取り組み－事業シナジーへの過度な期待？	10
2.1 CVCの狙い－高まる事業シナジーへの期待	10
2.2 運営体制－外部人材ニーズが高い一方で、2割は自前主義	12
2.3 投資基準－財務リターンの定量基準を厳格に運用しているのは半数	13
2.4 投資姿勢－強弱入り混じっており、ベテランほど積極的だが案件発掘に苦心	14
3 海外Top CVCの取り組み－高いEXIT率、低い買収率	16
3.1 アプローチ－ピュアVC型のGoogle、事業シナジー重視型のSalesforce、 バランス型のIntel	16
3.2 EXIT－ピュアVC並みの高いEXIT率	18
3.3 買収－全投資案件のわずか3%	20
4 CVCに取り組む日本企業への提言	21
4.1 CVCに何を期待するべきか	22
4.2 CVCを活かすには何が必要か	24
4.3 日本企業への5つの提言	26
① 短期的な事業シナジーにとらわれ過ぎず、周辺領域への投資も検討するべき	26
② ビジネスマodel変革を究極のゴールと位置付け、経営陣・CVC部門・ M&A部門で連携しながら取り組むべき	27
③ プロフェッショナル・チームの構築を目指すべき	28
④ 戦略リターン狙いのCVCであっても、財務リターンに関する規律を持つべき	29
⑤ 市況が悪化しても続けるべき	30
おわりに	31

1. CVCの現状

引き続き活況を呈する一方で、投資先発掘や事業シナジー創出に課題感

ここでは、国内におけるCVCの活動状況を振り返ってみるとともに、アンケート結果より、CVCの実務従事者がどのような課題を感じているかを見ていきたい。

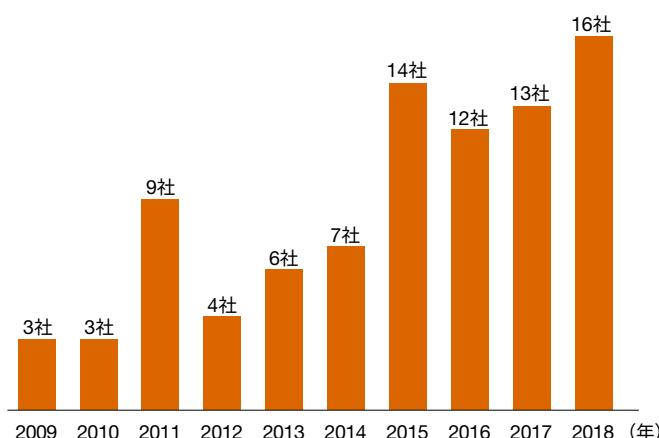
1.1 国内CVCの活動状況

2010年代に入り、国内は第二次CVCブームを迎えており、新たなCVC設立が相次いでいる。図表1からもわかるとおり、2018年には新たに16のCVCが設立されており、引き続き企業によるCVCへの取り組みが活発である様子がうかがえる。また、事業会社によるベンチャー企業への投資もさらに活発化しており、図表2に示すとおり、CVCを含む事業会社によるベンチャー企業への投資額は、2018年には2,000億円を超え、全体の約半分を占めるまでになっている。

そのような中、PwC Japanグループは、国内CVCの実態を把握するために、国内でCVC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。その結果、有効回答を128名から得ることができた。本調査は、2017年に続く2回目の調査となり、以降では、比較可能な項目については、前回（2017年）と今回（2019年）の結果を比較した。

図表3に示すとおり、回答者の50%は売上500億円以上の企業に属しており、その割合は前回調査の56%から若干減少している。同時に、売上10億円～100億円未満の回答者の割合は18%から28%に増加しており、中堅企業においてもCVCの取り組みがますます拡がっているものと考えられる。また、業種に関しては、前回同様に特定の業種に偏ることなく、幅広い業種で取り組みが拡がっていることが改めて確認できることとなった。

図表1：国内CVCの設立件数



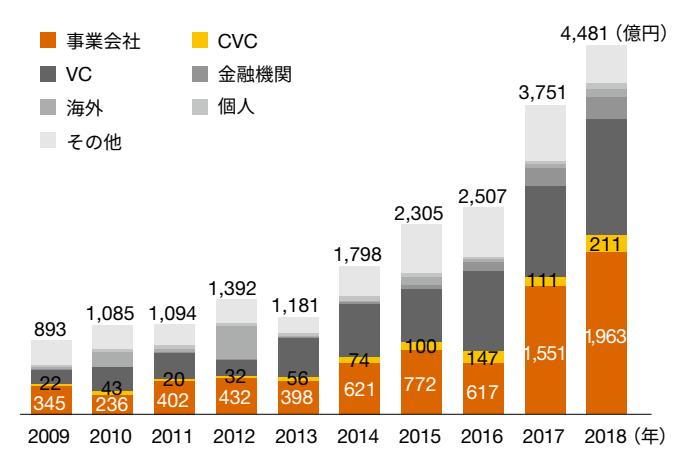
出所： ジャパンベンチャリサーチ
“Japan Startup Finance 2018” entrepedia (2019年2月21日現在)

CVCファンドのサイズについては、図表4に示すとおり、最多のは10億円以上50億円未満の42%であり、回答者の73%が100億円未満というサイズであった。

CVCファンドの運用状況については、図表5に示すとおり、大きな傾向は前回同様だが、運用開始後3年未満の回答者の割合が減少するとともに、運用開始後3年以上の回答者が前回よりも増え、回答者の経験値が前回よりも上がっていることが確認できる。また、回答者の30%が運用開始前となっており、引き続き新CVCファンド設立が活発である状況が反映された結果となった。

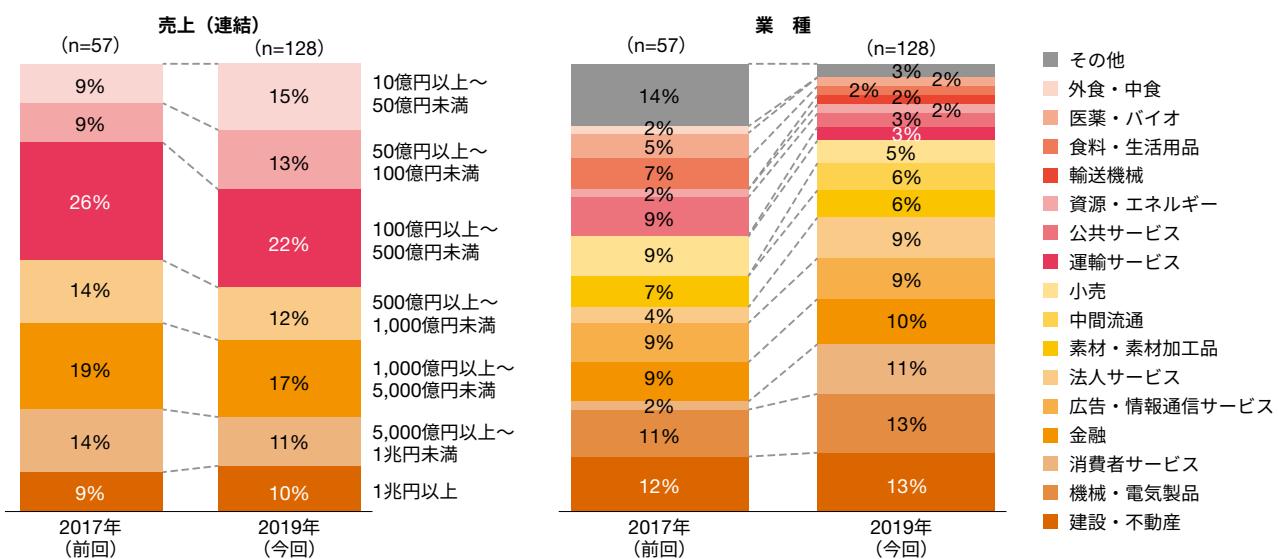
投資対象となる国や地域については、図表6に示すとおり、引き続き日本が最多であるが、米国や中国を対象とする回答者が減少する一方で、アジア（日本と中国以外）を選択した回答者が増加し、結果として、日本に次いで2位となった。近年、アジアでもライドシェアやEコマースなどでユニコーン（企業価値が10億ドルを超える未上場企業）が登場てきており、投資先としてアジアの魅力度が高まってきてている結果と言えるだろう。また、投資対象となるステージについては、レイターステージが減少する一方で、シード／アーリー／ミドルステージの回答者が増加し、大企業のCVCでも、より早い段階から投資しようという姿勢がさらに強まっているものと考えられる。

図表2：国内でのベンチャー企業への投資額（投資家タイプ別）



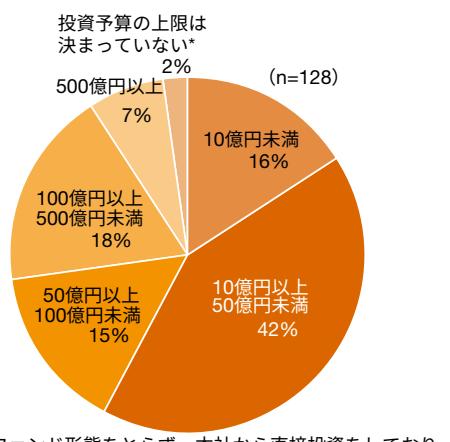
出所： ジャパンベンチャリサーチ
“Japan Startup Finance 2018” entrepedia (2019年2月21日現在)

図表3：「CVC実態調査」回答者の所属企業について



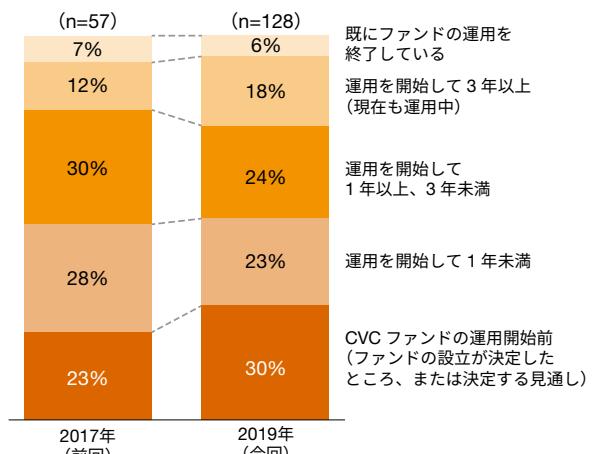
出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表4：CVCファンドのサイズ



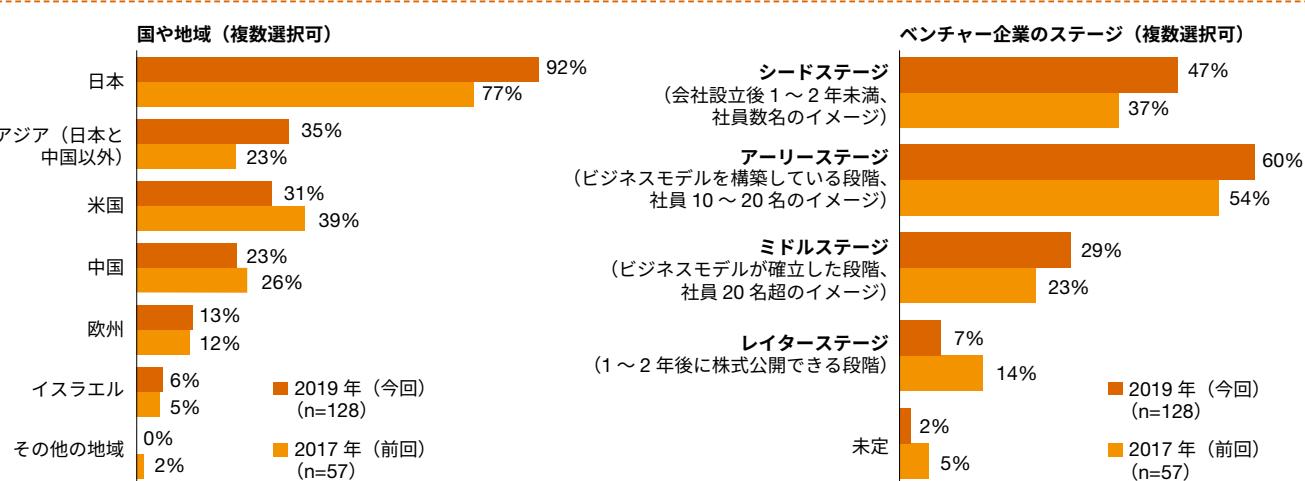
出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表5：CVCファンドの運用状況



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表6：投資対象について



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

1.2 CVCが抱える課題

自社のCVCが上手くいっているか否かについては、**図表7**に示すとおり、70%は『上手くいっている』（「非常に上手くいっている」または「概ね上手くいっている」）と回答し、前回より微増となる一方、『上手くいっていない』（「あまり上手くいっていない」または「全く上手くいっていない」）は若干減少して23%となった。

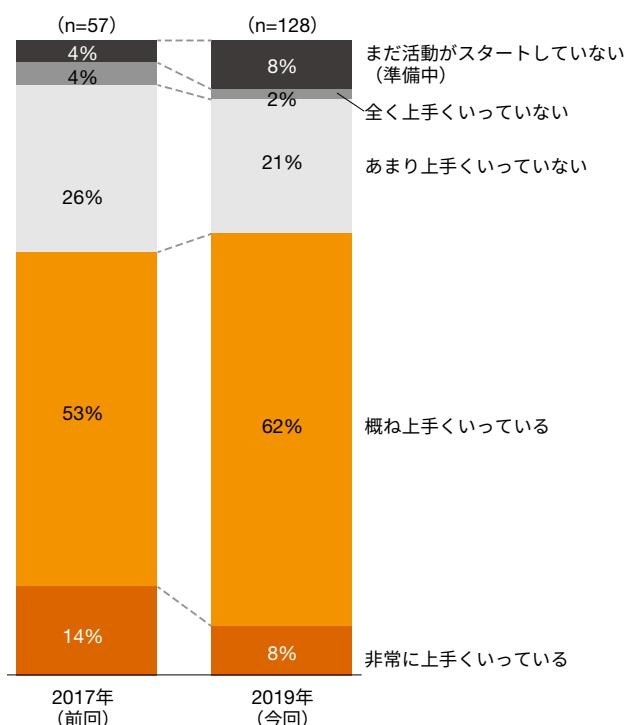
CVCの運用で感じている課題については、**図表8**に示すとおり、概ね前回と変わらないが、前回から最も増えたのは「財務リターンが厳しい／思ったほど実現できていない」で、21%から30%に上昇し、前回の4位から3位に上昇している。また、課題について、今回の調査で『上手くいっている』を選択した回答者と『上手くいっていない』を選択した回答者に分けて集計したところ、**図表9**に示すとおり、「なかなかよい投資先を見つけることができない」と「思ったほど、事業シナジーが実現できていない」の2項目において、『上手くいっていない』を選択した回答者の問題意識が高くなっていた。

「思ったほど事業シナジーが実現できていない」という課題については、そもそもCVCに事業面でどのような効果を期待していたのかという点において、設立時の期待値と現実の間にギャップが生じているものと考えられる。この点については、次章以降でより詳細に考察していきたい。

「なかなかよい投資先を見つけることができない」という課題については、**図表2**でも示したとおり、CVC・VCを含めベンチャー企業への投資が活発化する中で、投資家間での競争が激化していることが背景にあると考えられる。また、近年、ベンチャー企業のバリュエーションが高騰しているとの声も聞かれ、投資採算が見込める案件の発掘が難しいという側面もあるのではないかと考えられる。**図表8**で「財務リターンが厳しい／思ったほど実現できていない」との回答が増加している要因の1つになっているのではないだろうか。

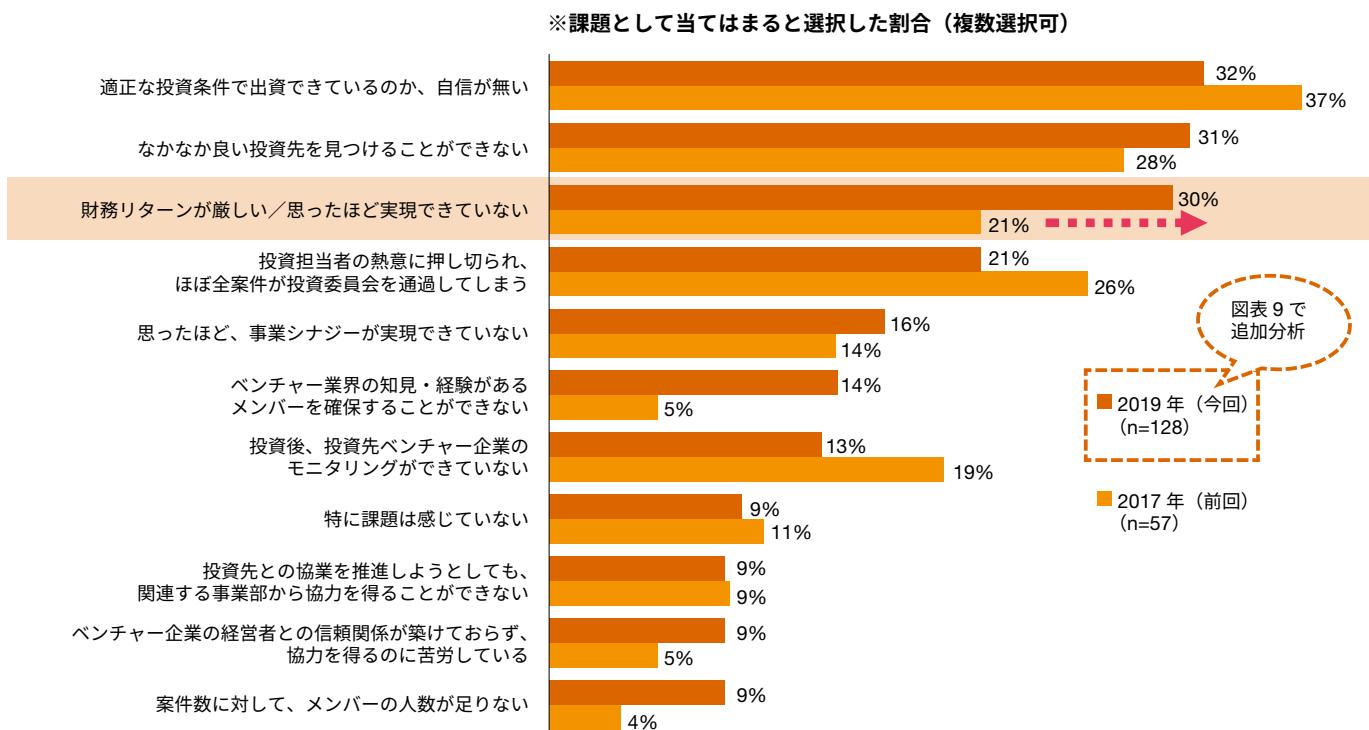
以降では、第2章でアンケート結果を基に、国内CVCの取り組み状況を考察したい。第3章では、海外の有力CVCがどのような活動を行っているかを紹介する。第4章では、それらを踏まえて、国内企業がCVCにどのように取り組んでいくべきか、筆者らの考えを提示したい。

図表7：自社のCVCファンドの運用は順調であると思うか



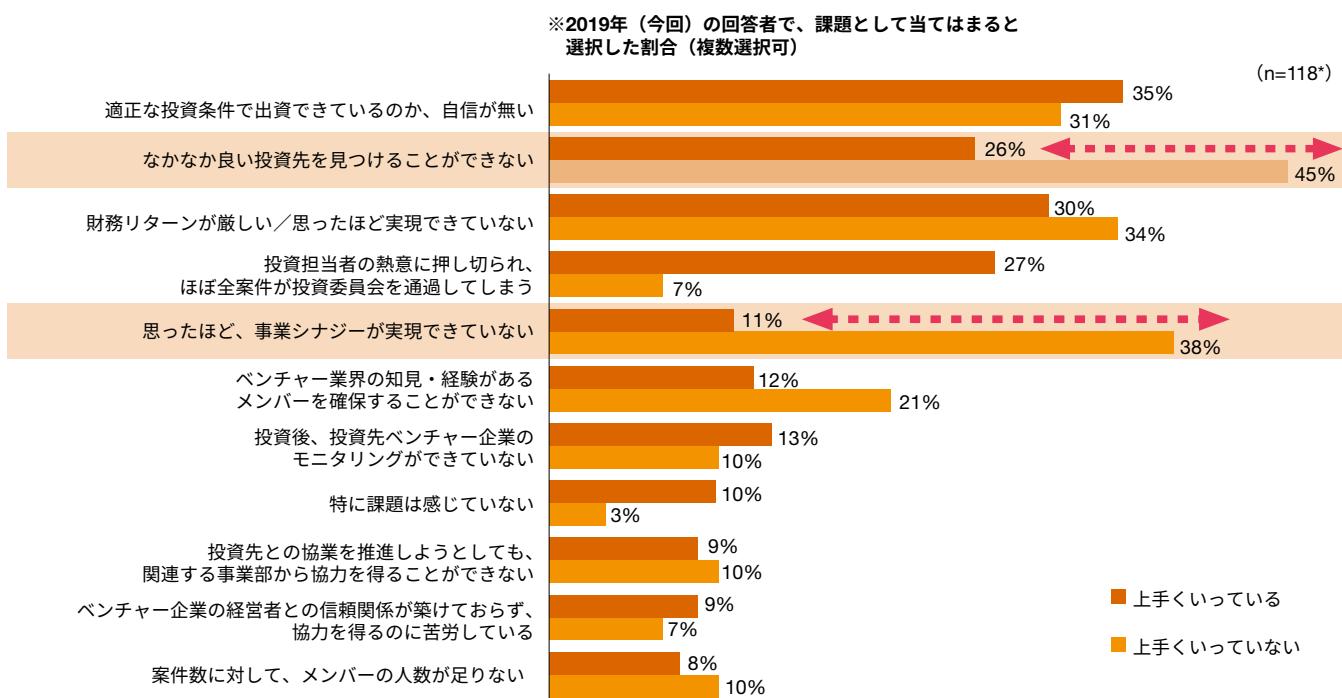
出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表8：CVCの運用で感じている課題



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表9：CVCの運用で感じている課題（自社のCVCファンドの運用が「上手くいっている」「上手くいっていない」回答者別に集計）



*「上手くいっている」は、自社のCVCファンドの運用が「非常に上手くいっている」と「概ね上手くいっている」の合計 (n=89)

「上手くいっていない」は、自社のCVCファンドの運用が「あまり上手くいっていない」と「全く上手くいっていない」の合計 (n=29)

出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

2. 国内CVCの取り組み

事業シナジーへの過度な期待？

ここでは、アンケート結果を基に、国内CVCの設立の狙いや、運営体制、投資基準がどのようにになっているのか、ご紹介したい。加えて、「株価が高騰しているのではないか」との声が高まる中で、今後の投資姿勢についてどのように考えているのかについても言及する。

2.1 CVCの狙い－高まる事業シナジーへの期待

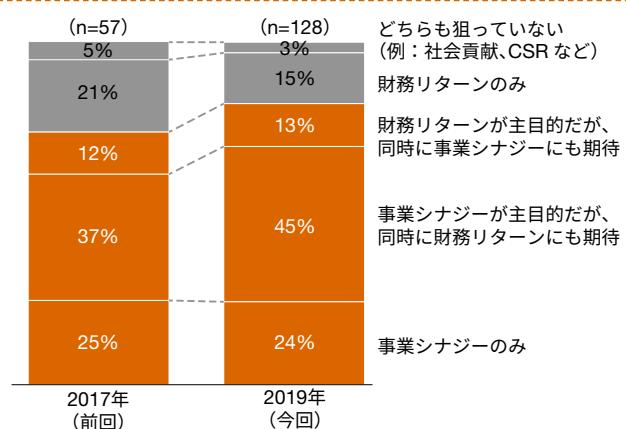
CVCには、事業シナジーなど、自社の本業に対するプラス効果を期待すると同時に、投資ファンドとしてキャピタルゲインなどの財務リターンを期待するという考え方がある（事業シナジーなどの事業面でのプラス効果を、財務リターンと対比する意味で「戦略リターン」と呼ぶ）。

CVCで、事業シナジーと財務リターンのどちらを狙っているかという問い合わせに対しては、図表10に示すとおり、今回は、財務リターンのみという回答が減少し、事業シナジーを狙っているとする回答者¹が74%から82%に増加しており、CVCには事業シナジーを求める考え方方が主流となってきている。

しかし、一口に「事業シナジー」と言ってもさまざまなものがあるため、具体的にどんな効果を期待しているかを複数選択可で質問した。その結果、図表11左に示すとおり、「新規事業を確立するための周辺領域に対する種まき」（54%）、「既存事業の強化（補完的な製品・サービスの取り込み）」（46%）、「競合になりそうなベンチャー企業の取り込み」（41%）の3つへのニーズが高かった。さらに、それらの中から最も当てはまるものを1つだけ選択してもらったところ、図表11右に示すとおり、やはり「新規事業を確立するための周辺領域に対する種まき」（34%）、「既存事業の強化（補完的な製品・サービスの取り込み）」（30%）、「競合になりそうなベンチャー企業の取り込み」（20%）の順に多く、それ以外の項目を選んだ回答者はいずれも10%未満であった²。

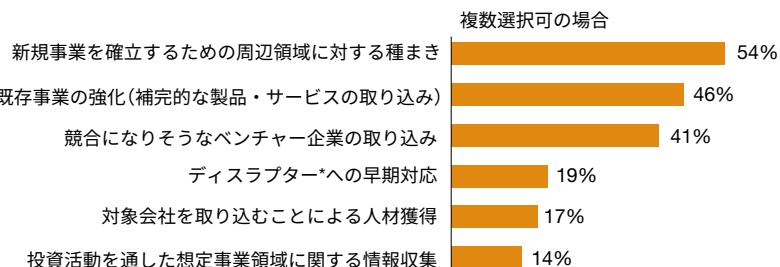
一般的に、事業シナジーと聞いてすぐにイメージしやすいのは、既存事業の強化ではないだろうか。しかし、CVCを運営する大企業の売上規模と比較すると、ベンチャー企業の売上規模は非常に小さなものであることが多い（本調査の回答者の50%以上は売上500億円以上の企業に所属しているが、投資先ベンチャー企業の売上は数千万円から数億円程度の場合が多いだろう）。そのため「投資先ベンチャー企業との協業で売上が多少上がったとしても、CVCを運用する大企業からみると、全社売上に占める比率は微々たるもので、事業上のインパクトという面では限定的なケースがほとんどである」

図表10：CVCファンド設立の狙い



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表11：CVCの戦略的な投資目的（財務リターン以外）



* ディスラプター：全く異なる技術やビジネスモデルにより、自社事業に壊滅的なダメージを与える新興企業

出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表12で追加分析

という声を、CVC関係者から聞くことは多い。そこで、**図表11**右の回答を、ファンド運用年数別に分けて集計した結果を**図表12**に示す。すると、既存事業の強化を最も当てはまると選択した回答者は、運用期間が長くなるほど減少していた。これは、筆者らが普段CVC関係者と接している際に、運用経験が長いCVC関係者ほど「短期的なシナジーを追求しない」と発言する傾向があるという感覚と合致するものであった。おそらく、既存事業を強化すること自体には意味があるものの、その効果／インパクトという観点では、過度な期待を持ち過ぎるべきではないことを、経験的に感じているものと考えられる。また、やや観点は異なるが、若いベンチャー企業に事業シナジーを求めすぎると、リソースが限られているベンチャー企業にとっては過度な負担となってしまい、かえってベンチャー企業の成長を阻害してしまうという事態も起きかねず、協業を求めるタイミングには留意が必要である。

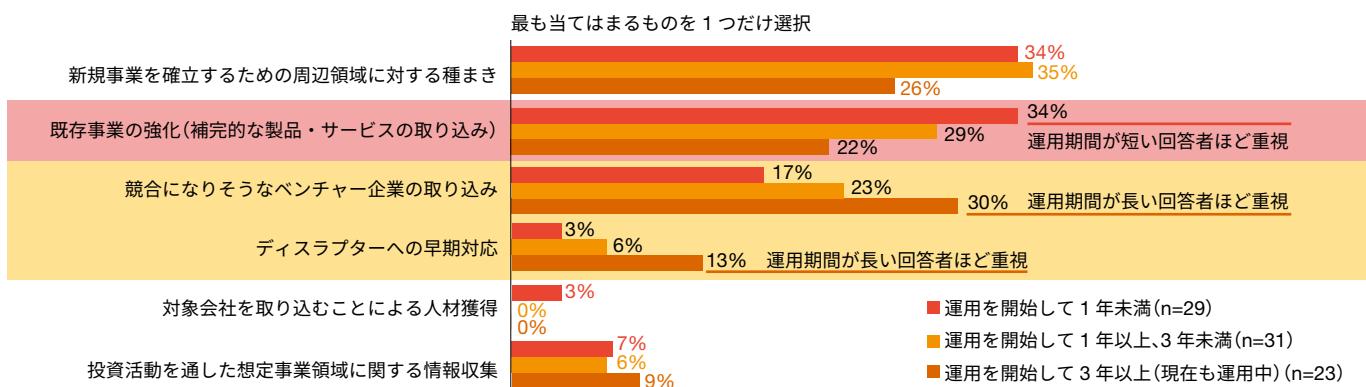
図表12によると、「競合になりそうなベンチャー企業の取り込み」と「ディスラプターへの早期対応」については、逆に、運用期間が長いほど多くの回答者が選択していた。運用期間が3年以上の回答者に限ってみると、「競合になりそうなベンチャー企業の取り込み」

が第1位の選択肢となっている。先ほどの既存事業の強化が「攻めの事業シナジー」だとすると、こちらは「守りの事業シナジー」と言えるかもしれない。両選択とも、将来的に自社のコア事業を脅かす存在になる可能性があるベンチャー企業に対して早めに出資をしておくことで、将来的に取り込むか、またはアライアンスを組んで自社陣営に引き込むことで、自社事業へのダメージを回避しようとする戦略である。これらの投資については、将来的に本当に脅威となるのか否か、投資時点では判断がつかないのだと思うが（明確に判断がつくのであれば、CVCによるマイノリティ投資ではなく、本社による買収の方が適切なアクションであろう）、実際にそうなってしまったときのインパクトは非常に大きく、下手をすれば取り返しのつかない事態にもなりかねない。そういう意味では、CVCからマイノリティ投資をして様子を見つつ、タイミングを見て必要であれば買収を検討するという戦略は合理的であり、CVCとして非常に意味のある投資目的と言えるのではないだろうか。

実際に、CVCで投資した後の追加出資については、**図表13**に示すとおり、68%の回答者が上手くいきそうな会社であれば積極的に買収したい³を選択しており、買収に対する積極的な姿勢がうかがえる。

- 1 事業シナジーを狙っているとする回答者とは、図表10で「事業シナジーが主目的だが、同時に財務リターンにも期待」または「財務リターンが主目的だが、同時に事業シナジーにも期待」を選択した回答者
- 2 CVCの事業面でのプラス効果には、他にも「ブランディング」「社内風土改革」などの副次効果的なものが挙げられることがあるが、本調査ではそれについても選択肢に挙げておらず、事業に直接的に効果がありそうなものを選択肢として挙げた
- 3 「上手くいきそうな会社は、CVCの投資予算枠を使って積極的に買収（過半数の株式取得）したい」または「上手くいきそうな会社は、CVCの投資枠では難しいが、本社の投資枠を使って積極的に買収（過半数の株式取得）したい」を選択

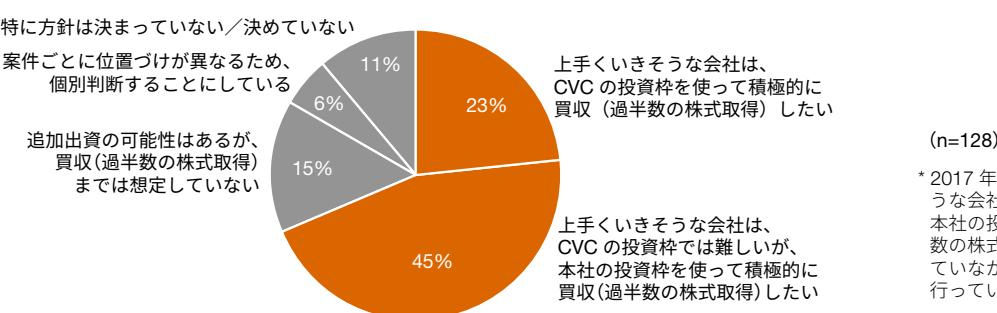
図表12：CVCの戦略的な投資目的（CVCファンド運用期間別）*



* CVC ファンドを運用中の回答者のみ集計（「CVC ファンドの運用開始前」と「既にファンドの運用を終了している」を選択した回答者は除いている）

出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表13：投資先への追加出資に関するスタンス



* 2017年（前回）の調査では「上手くいきそうな会社は、CVCの投資枠では難しいが、本社の投資枠を使って積極的に買収（過半数の株式取得）したい」の選択肢を用意していなかったため、今回の調査との比較は行っていない

出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

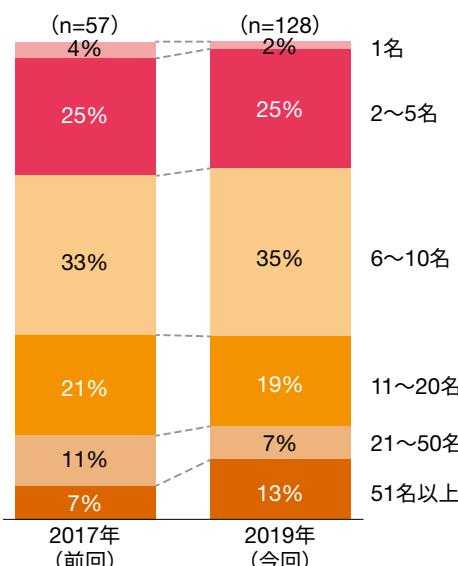
2.2 運営体制 – 外部人材ニーズが高い一方で、2割は自前主義

それでは、国内CVCは、何名くらいの体制で運用されているのであろうか？ 図表14で示すとおり、前回同様、過半数（54%）が10名前後（6～20名）で運用されており、5名以下の少人数で運営しているCVCも27%存在する。一方で、13%の回答者は51名以上で運営していると回答しており、前回調査時よりも増えているが、昨今、大型のCVCが設立されていることや、運用が順調に進んでいるCVCで2号ファンドを設立するなど、投資枠を増額する動きがあることも影響しているものと思われる。

CVC運用体制を構築するために行ったこととしては、図表15に示すとおり、「外部アドバイザー／コンサルタントを起用した」や「中途採用で経験者を加えた」が前回同様に上位に来ており、その比率も高まっている。外部の知見者を取り込むことで、知識・経験不足を補おうとしている様子がうかがえる。一方で、今回の回答者の22%は、外部アドバイザー／コンサルタントの起用、経験者の中途採用、外部VCへの委託のいずれも行っておらず、**プロパー社員のみでCVCに取り組んでいる企業も、一定数存在するようである。**

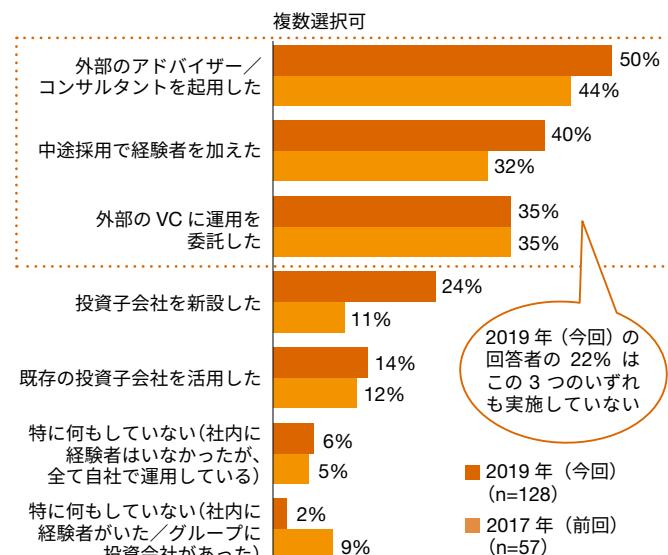
また、今後、体制強化でどのような人材を必要としているかという質問に対しては、図表16に示すとおり、「M&Aに関するコンサル・アドバイザリー経験者」（58%）、「ベンチャー投資経験者」（45%）といった投資プロフェッショナルへのニーズが高いことに加えて、「投資領域について業界知見を持つ人材」（50%）に対するニーズが高く、社内に知見が無い事業／技術領域のベンチャー企業への投資意欲が高いことがうかがえる。一方で、ここ数年、多くのCVCが設立されていることに加え、独立系のVCの設立も増えており、業界としてベンチャーキャピタリストの人材不足が叫ばれている。国内CVC関係者からは「VC経験者を採用するには、報酬やインセンティブ設計が既存の人事制度では対応できない」との声も聞く。図表15で、「投資子会社を新設した」とする回答が増加していることも、VC経験者などのプロフェッショナル人材への採用ニーズが高いことと関係しているのかもしれない。（投資子会社を新設することで、本社とは異なる給与体系・人事評価制度を導入することが可能となる）

図表14：CVCの推進部署（または子会社）の専任担当者の数



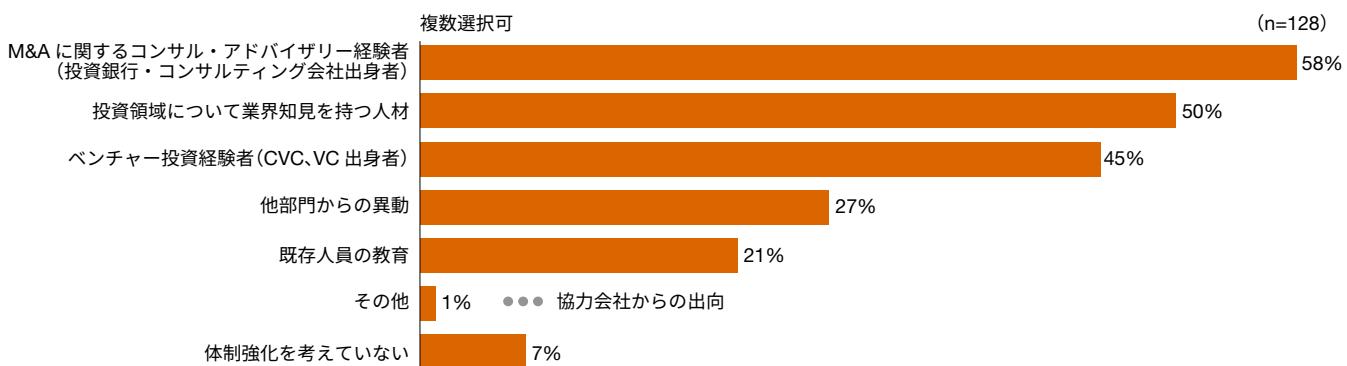
出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表15：CVC運営体制構築のために行ったこと



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表16：体制構築・強化にあたり、今後どのような人材を必要としているか



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

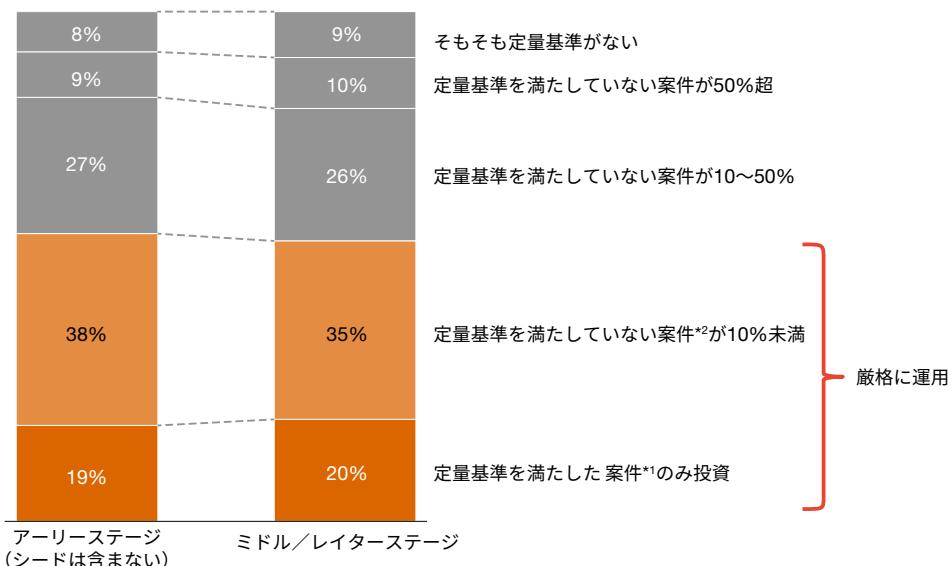
2.3 投資基準 – 財務リターンの定量基準を厳格に運用しているのは半数

CVCファンド設立の狙いとしては、**図表10**で示したとおり、事業シナジーをメインに考えるのが主流ではあるが、一方で、程度に差はあるものの、何らか財務リターンを意識しているとする今回調査の回答者は、全体の73%⁴となっている。では、CVCでは、実際に投資判断を行う際に、財務リターンについて、どの程度考慮しているのであろうか？ **図表17**に示すとおり、投資対象がアーリーステージの場合とミドル／レイターステージの場合に分けて質問したが、回答にはほとんど差がなかった。**90%超の回答者が、IRR（内部収益率）や投資倍率など、財務リターンに関する何らかの定量基準を設定していた。**一方で、定量基準をどこまで厳格に運用しているかという点では、かなりのバラツキがあった。「定量基準を満たした案件のみ投資」または「定量基準を満たしていない案件が10%未満」と、定量基準についてある程度厳格に運用しているとする回答者は、全体の55～57%であった。さらに、回答者の30%強では、定量

基準を満たしていない案件が一定程度（10%以上）含まれており、回答者の10%弱については「そもそも定量基準がない」と回答しており、**全体の40%強では、定量基準がそれほど厳格には運用されていない**と言えそうである。なお、そもそも、事業シナジー狙いのCVCにおいて、財務リターンをどの程度意識するべきかについては、さまざまな意見がある。筆者らは、事業シナジー重視のCVCであったとしても財務リターンを重視するべきとの考え方であるが、そこについては第4章で詳しく述べたい。

4 「財務リターンのみ」「財務リターンが主目的だが、同時に事業シナジーにも期待」「事業シナジーが主目的だが、同時に財務リターンにも期待」のいずれかを選択した回答者の合計

図表17：投資判断において財務リターンの定量基準をどの程度考慮しているか



出所：PwC Japanグループ「CVC実態調査」

2.4 投資姿勢 – 強弱入り混じっており、ベテランほど積極的だが案件発掘に苦心

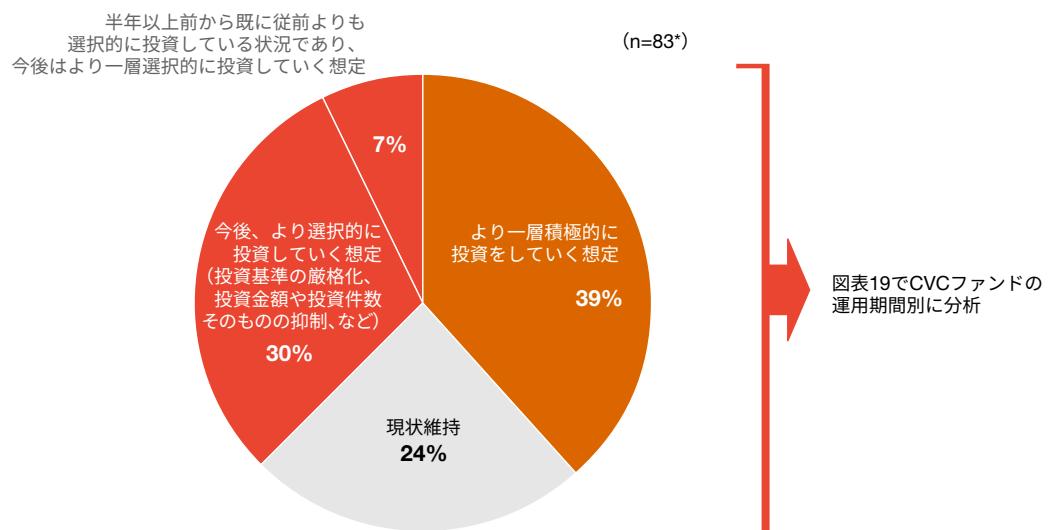
昨今、市場では「未上場のベンチャー企業の株価が高騰している」との声が聞かれ、一部では「スタートアップ・バブルではないか」との指摘さえある。そのような状況下で、CVC関係者の今後の投資姿勢はどのようなものであろうか？ **図表18**に示すとおり、現在の市場環境においても、より一層積極的に投資するとした積極派が39%存在する。一方で、今後より選択的に投資する（30%）、半年以上前から選択的に投資している（7%）と、慎重な姿勢を示す回答者も合計37%いた。このように、積極派と慎重派がほぼ拮抗しており、強弱入り混じってはいるものの、全体でみると、決して投資意欲が衰えている状況にはなっていないようである。

さらに、**図表18**の回答を、回答者のファンド運用年数別に分けてみたところ、**図表19**に示すとおり、運用経験が長いほど、より積極的に投資すると回答した割合が高まっており、逆に、より選択的に投資する、半年前から選択的に投資していると回答した割合は低下していることがわかる。つまり、ベテランであるほど、より積極的に投資したいと考えている状況と言えそうである。さらに、**図表8**で示したCVCの運用に関する課題の一部を、回答者のファンド運用期間

別に分けてみたところ、**図表20**に示すとおり、最も運用期間が長い回答者（3年以上）が、最も、なかなかよい投資先を見つけることができないと回答している。なお、3年以上運用している回答者は、経験が長いただけあって、適切な投資条件で投資できているかという点については、最も自信を持っている層である。これらを総合的に勘案すると、運用経験が長いベテランの回答者ほど、投資条件については吟味しているため、自分達の投資条件に合致するような案件がなかなか見つからないと苦心している。結果として、現在のマーケット環境下では、より積極的に案件発掘をしていかないと、新規投資ができないと考えていると推察される。

P6の**図表6**において、海外の国・地域でいうと米国・中国よりもアジア（日本と中国以外）、ステージで言うとレイターよりもシード／アーリー／ミドルへの投資意欲が高まっていることも、よりリスクを取って新しい投資チャンスを探そうとする積極姿勢から来ていると考えられる。

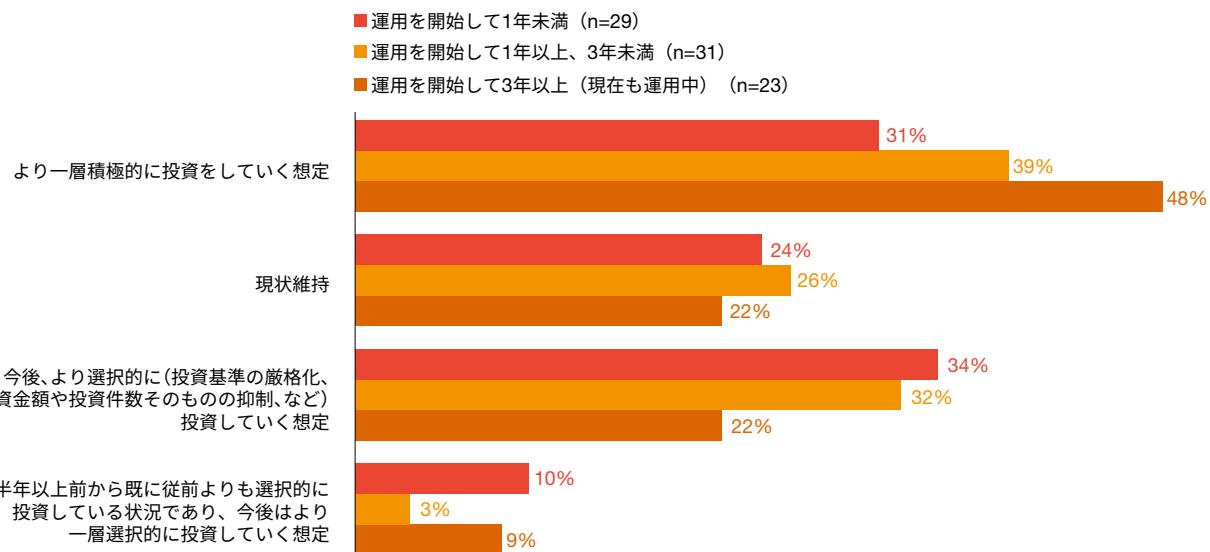
図表18：今後の投資姿勢



* CVCファンドを運用中の回答者のみ集計（「CVCファンドの運用開始前」と「既にファンドの運用を終了している」を選択した回答者は除いている）

出所:PwC Japanグループ「CVC実態調査」

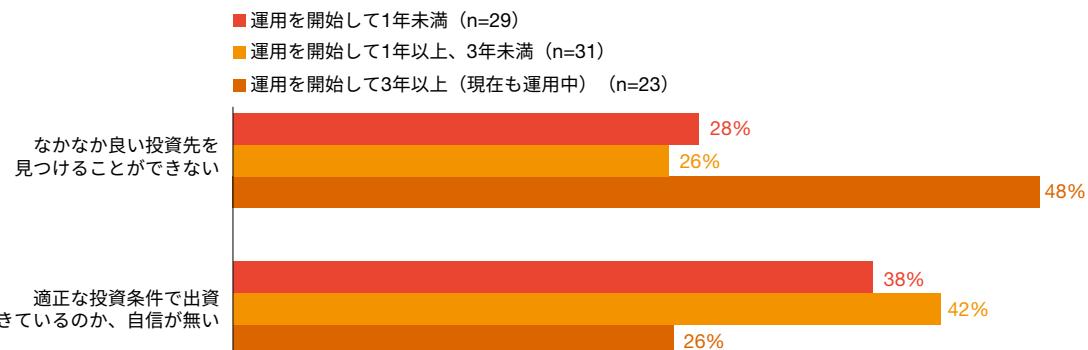
図表19：今後の投資姿勢（CVCファンド運用期間別）*



* CVC ファンドを運用中の回答者のみ集計
（「CVC ファンドの運用開始前」と「既にファンドの運用を終了している」を選択した回答者は除いている）

出所:PwC Japanグループ「CVC実態調査」

図表20：投資先発掘に関する課題（CVCファンド運用期間別）*



* CVC ファンドを運用中の回答者のみ集計
（「CVC ファンドの運用開始前」と「既にファンドの運用を終了している」を選択した回答者は除いている）

出所:PwC Japanグループ「CVC実態調査」

3. 海外Top CVCの取り組み

高いEXIT率、低い買収率

第2章では、国内CVCの取り組み状況について、アンケート結果に基づき概観した。これに対して、海外のCVCでは、どのような取り組みが行われているのであろうか？ここでは、海外トップクラスのCVCがどのような投資活動を行っているのか、その実態を理解することで、国内でのCVC活動への示唆を得ることができないか、考察する。以降では、CB Insightsが発表した2018年に最もアクティブだった世界のCVCランキング（図表21参照）の上位3つについて、各社の取り組み状況を見ていきたい。

3.1 アプローチ – ピュアVC型のGoogle、事業シナジー重視型のSalesforce、バランス型のIntel

GV (Google)

GoogleのCVCは、GV（旧Google Ventures）以外にも、レイターステージを中心に投資するCapitalG（旧Google Capital）、AIに特化したGradient Venturesがあるが、先ほどのランキング（図表21参照）に登場していることからもわかるように、投資件数はこれら3つのCVCの中で、GVが突出して多い。GVは2009年に設立され、投資対象については、Enterprise、Life Science、Consumer、Frontier Technologyといったフォーカスはあるものの、あらゆる業界のあらゆる成長ステージのベンチャー企業を対象に投資を行っている。また、投資チームを持っているだけでなく、投資先企業のバリューアップのために多数のプロフェッショナルを抱えており、デザイン、エンジニアリング、マーケティング、大企業との提携、リクルーティングなどを支援するためのエキスパートを擁している点が特徴的である。

一方で、投資スタンスとしては、純粋なVCに極めて近いスタンスを取っており、投資に対する財務リターンを重視しており、Googleの戦略や事業領域などに直接的に影響されることなく、あらゆる業界の成長ポテンシャルの高い企業に投資を行う戦略を取っている。また、投資先のEXITに際しても、Googleの競合企業への売却もいたわないとしている。

Salesforce Ventures

2007～2008年の金融危機の影響でベンチャー企業への投資が細っていく中、Salesforceは、自社プラットフォームを利用するベンチャー企業に投資を行うようになり、その後、2009年からSalesforce Venturesとして投資活動を本格化させることになった。

GVとは対照的に、Salesforce Venturesは、**投資領域を自社の事業領域であるエンタープライズ・クラウドに限定**しており、クラウド市場を大きくできるベンチャー企業にのみ投資を行っている。投資先ベンチャー企業に対しては、自社のノウハウやインフラを活用して、開発、営業、マーケティング、運用、人材採用などで支援をしている。このように、**事業シナジーを重視した投資戦略**を取っている点が、最も大きな特徴である。

Intel Capital

IT業界のCVCとしては老舗のIntel Capitalは、1991年に設立され、これまでに1,500社以上のベンチャー企業に投資をしてきた。自社の事業戦略を意識した投資戦略を取っており、Intelが持つ製品にかかる分野は全て投資対象となるが、近年は「データ」にかかる領域に力を入れている。具体的には、データセンターやクラウド、IoT、AI、マシンラーニング、デジタルヘルス、AutoTech、スマートホームなど幅広く、いずれの領域においても、重視しているのは「テクノロジー」であり、最終的にはIntelのチップを使ってくれるような会社が成長すればよいという考え方を取っている。

また、Intel CapitalのWendell Brooks社長は、CVCとして重視することは何かと問われ、「Intelにとって将来を探る目であり耳になることだ」と答えており（「日経産業新聞」2017年11月2日）、CVC活動を通じて、将来的な変化の兆しをいち早くキャッチすることの重要性について述べている。

Intel Capitalは、事業シナジーを重視しているが、一方で、財務リターンについても徹底的にこだわっており、キャピタルゲインを稼ぐことも重要なミッションと位置付けている点が特徴的である。

各社のアプローチ

このように、投資戦略におけるスタンスは、各社各様である。GVは財務リターンを徹底的に重視する「ピュアVC型」と言える。一方、Salesforce Venturesは明確な「事業シナジー重視型」であり、Intel Capitalは事業シナジーと財務リターンの両方を重視する「バランス型」と言える。

一方で、いずれのCVCにも共通しているのは、チームメンバーのバックグラウンドの多様性である。各CVCのメンバーのバックグラウンドを確認したところ、いずれのCVCもVCや投資銀行、コンサルティング会社といったプロフェッショナルファーム出身者、大手IT企業のマネジメント経験者、起業家、これらの全ての種類の人材をチームメンバーとして揃えており、まさに「プロフェッショナル集団」と呼ぶにふさわしい陣容となっている。

図表21：最もアクティブだった世界のCVCランキング（2018年）



The Most Active CVCs in 2018

1	Google Ventures (現 GV)
2	Salesforce Ventures
3	Intel Capital
4	Baidu Ventures
5	Legend Capital
6	SBI Investment
7	Alexandria Venture Investments
8	Kakao Ventures
9	Mitsubishi UFJ Capital
10	Fosun RZ Capital
11	Qualcomm Ventures
12	M12
13	Comcast Ventures
14	Samsung Ventures
15	Bertelsmann Asia Investments
16	Amazon Alexa Fund
17	Dell Technologies Capital
18	GE Ventures
19	Daiwa Corporate Investment
20	Johnson & Johnson Innovation

出所：CB Insights



3.2 EXIT – ピュアVC並みの高いEXIT率

それでは、各CVCが実際にどのような投資を行っているか、また、それらの結果がどのような状況であるのか、分析結果を図表22に示す。図表22の左側のグラフは、各CVCが、毎年何社のベンチャー企業に新規投資を実施したかを棒グラフで示している。これらの数値は、既に出資している企業への追加投資はカウントしていない。また、各年の棒グラフは、2019年2月末の状況ごとに、自社による買収、他社に売却（IPO含む）、その他（未売却）の3つに分類している。例えば、GVで最も投資社数が多かった2013年を例にとると、この年、GVは新たに62社に新規投資を行っている。そのうち2社は、結果的に自社（Google）で買収しており、16社は他社に売却している（IPOも含む）。それら18社は、既にEXIT済みということである。一方で、44社は売却できておらず、GVで保有し続けているか、または会社を清算したかのいずれかである。

通常、投資してからEXITまで3年以上はかかるため、図表22では、2015年までに投資した（投資してから3年以上経過した）案件について分析している。加えて、各社ともCVCからの出資以外にも、本体からの直接投資による買収も積極的に行っているため、参考情報として、折れ線グラフで本体による買収社数を記載している。また、グラフの右側に示した表は、各社のグラフに示した期間（2001～2015年の15年間）の累計での投資社数、その後のEXIT状況などを集計したものである⁵。

3社の投資状況を見てみると、特徴的なのは、ドットコムバブル崩壊後やリーマンショック直後であっても、一定の投資を実行し続いている点である。CVCは市況の影響を受けやすい取り組みと言われることが多いが、1991年から投資活動を行っているIntel Capitalを見

てみると、ドットコムバブル（2000年3月がピークだった）がはじけた2001年から2002年にかけて、件数が落ち込んではいるものの、2002年で22社に新規投資を実行している。リーマンショック（2008年9月）後の2009年も22社であり、平均して毎月2社弱の新規投資を行っていたことになる。繰り返しになるが、これらの数字には既存投資先への追加出資は含んでおらず、追加投資も含めるもっとも投資件数は多いわけであり、それなりに活発に投資活動を続けていたと言ってもよいだろう。また、GVやSalesforce Venturesに至っては、そもそもリーマンショックのタイミングでCVCをスタートさせている。

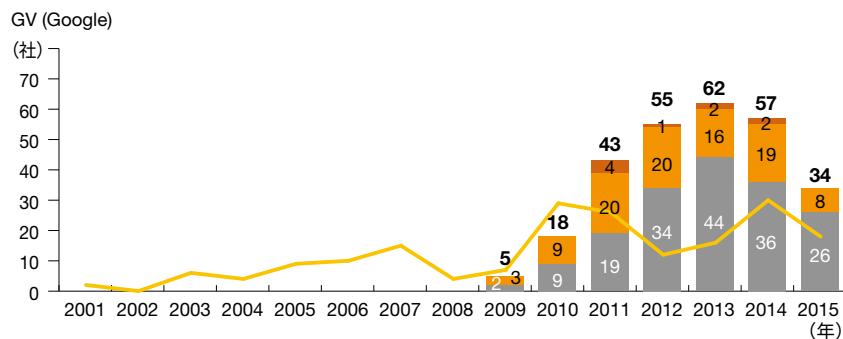
それでは、各社のEXITはどのような状況であろうか？ 図表22右の表のEXIT率に示したとおり、各CVCともに、投資した会社の40%前後がEXITできている。一般的に、プロのVCで30%前後の案件がEXITできれば十分なパフォーマンス（つまりキャピタルゲイン）が出せると言われる中で、各CVCは、非常に高いEXIT率を達成できており、市場で競争力の高い優良ベンチャー企業に投資できている実態がうかがえる。また、事業シナジー重視型のSalesforce Venturesやバランス型のIntel Capitalが、EXIT率で見ると、ピュアVC型のGVと遜色ない点において、非常に興味深い分析結果であった。たとえ事業シナジー重視で投資先を選択しても、競争力のある優良ベンチャー企業に投資ができていれば、結果的に高いEXIT率を達成できることを示す好事例と言えるのではないだろうか。

5 これらの分析は、Crunchbase <https://www.crunchbase.com> のデータを集計・分析したものであり、特定のデータベースに依存した分析である点はご留意いただきたい

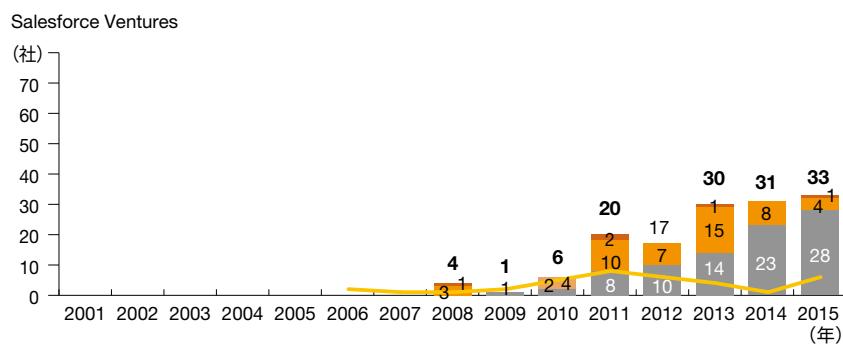


図表22：各CVCの投資実績

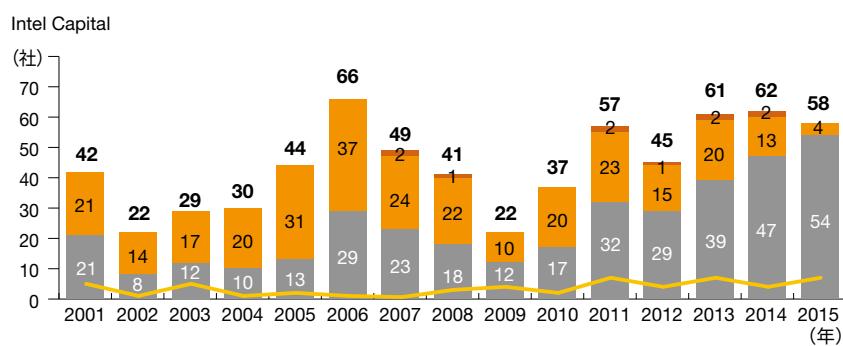
各年に新規投資した社数とそのEXIT状況*



指標(2001-2015年の合計)	結果(社)	備考
(a) 投資社数	274	={(b)+(c)+(d)}
(b) 自社による買収	9	
(c) 他社に売却 (IPO含む)	95	
(d) その他(未売却)	170	
(参考)本体での買収社数	188	
EXIT率	38%	={(b)+(c)}/(a)
買収率	9%	=(b)/(b)+(c)
	3%	=(b)/(a)



指標(2001-2015年の合計)	結果(社)	備考
(a) 投資社数	142	={(b)+(c)+(d)}
(b) 自社による買収	5	
(c) 他社に売却 (IPO含む)	51	
(d) その他(未売却)	86	
(参考)本体での買収社数	36	
EXIT率	39%	={(b)+(c)}/(a)
買収率	9%	=(b)/(b)+(c)
	4%	=(b)/(a)



指標(2001-2015年の合計)	結果(社)	備考
(a) 投資社数	665	={(b)+(c)+(d)}
(b) 自社による買収	10	
(c) 他社に売却 (IPO含む)	291	
(d) その他(未売却)	364	
(参考)本体での買収社数	53	
EXIT率	45%	={(b)+(c)}/(a)
買収率	3%	=(b)/(b)+(c)
	2%	=(b)/(a)

■ 自社による買収 ■ 他社に売却 (IPO含む) ■ その他 (未売却) ■ 本体での買収

* EXIT状況は2019年2月末時点での状況

出所：Crunchbase <https://www.crunchbase.com> のデータを基にPwC Japanグループ分析

3.3 買収 – 全投資案件のわずか3%

それでは、CVCでマイナリティ投資を行ったベンチャー企業の中で、自社にとって価値のある会社であるとの判断に至り、買収するケースはどの程度存在するのであろうか？ **図表22**の右表に示すとおり、EXITした案件の中で、他社への売却（IPO含む）ではなく、自社で買収に至った割合は、Salesforce VenturesとGVが9%、Intel Capitalが3%であった。**事業シナジー重視型のSalesforce Ventures**が最も高いのは、筆者らの予想どおりであった。一方で、**ピュアVC型のGVもSalesforce Venturesとほぼ同水準**であったのは、筆者らにとっては驚きであり、大変興味深い結果であった。しかし、考えてみると、さまざまなベンチャー企業を評価していく中で、自社と直接的にシナジーがありそうな事業領域が近いベンチャー企業であれば、対象会社の実力の評価もしやすく、結果的に、それなりの数の企業がポートフォリオに組み込まれていくのは自然なことである。また、多少事業領域が離れた領域であったとしても、全くの飛び地でない限り、新規事業創出のために買収するということは考えられる。やはりここでも大切なのは、市場で競争力のあるベンチャー企業をしっかりと見極めて投資実行していくということなのではないだろうか。

ところで、買収に至るのが、EXITできた案件の3～9%、全投資案件の2～4%という数字自体については、どのような印象をお持ちになるだろうか。思ったより低い数値だと思われた方もいるかもしれない。これだけたくさんの投資をしながら、たったそれだけの数の企業しか買収に至らないとすると、そもそもCVCは効率のよい取り組みなのかという疑問をもたれた方もいるかもしれない。この点を考えるにあたっては、CVCだけでなく、本体で直接買収した会社数も見ていきたい。**図表22**左の折れ線グラフと右表の「(参考) 本体での買収社数」に示すとおり、3社とも、非常に多くの企業をコンスタントに本体で買収していることがわかる（これらのほとんどは、未上場のベンチャー企業である）。つまり、**ベンチャー企業への投資は、CVCだけで実施しているのではなく、本体での買収も通じて実施している**のである。通常、本体で買収する場合は、事業上のメリットを明確にした上で意思決定を行う必要があるため、**事業シナジーが明確な場合は本体で買収し、事業シナジーが明確でない場合や将来性に不確実性が伴うような場合は、CVCでマイナリティ投資を行っているもの**と考えれば、CVC投資をした中から買収に至る比率がさほど高くないことについても一定の納得感があるのでないだろうか。本体で買収するべきか判断がつかない段階でも、CVCからマイナリティ投資を行うことによって、将来のM&Aパイプラインを拡充することができるのである。

4. CVCに取り組む日本企業への提言

ここでは、これまでの議論を踏まえた上で、CVCに何を期待するべきか、
そのために何が必要となるのかを提示する。

それらを基に、CVCに取り組む皆様に対する提言というかたちで、筆者らなりのエールを送りたい。

4.1 CVCに何を期待するべきか

第2章の図表11で説明したとおり、CVC設立の狙いとして、本調査の回答者から高い支持を集めたのは、新規事業の確立、既存事業の強化、競合になりそうなベンチャー企業の取り込みの3つであった。もちろん、CVCには各社各様の狙いがあってしかるべきはあるが、ここでは「CVCに何を期待するべきか」という問い合わせに対する筆者らの考え方を述べたい。なお、これから述べるのは、あくまで筆者らこれまでの経験、およびCVC関係者との議論を通じて、筆者らが到達した「1つの考え方」であり、これ以外の考え方を否定するものではないことにはご留意いただきたい。

図表11の各選択肢で示したCVC設立の狙いは、どのような企業に投資することで獲得できるのであろうか?どこに投資すればどのようなCVC設立の狙いにつながるかを、図表23で「戦略リターン・マップ」として整理した。縦軸は投資先企業の事業領域と自社の既存事業領域との近さを示しており、横軸は投資先企業の成長ステージを表現している。

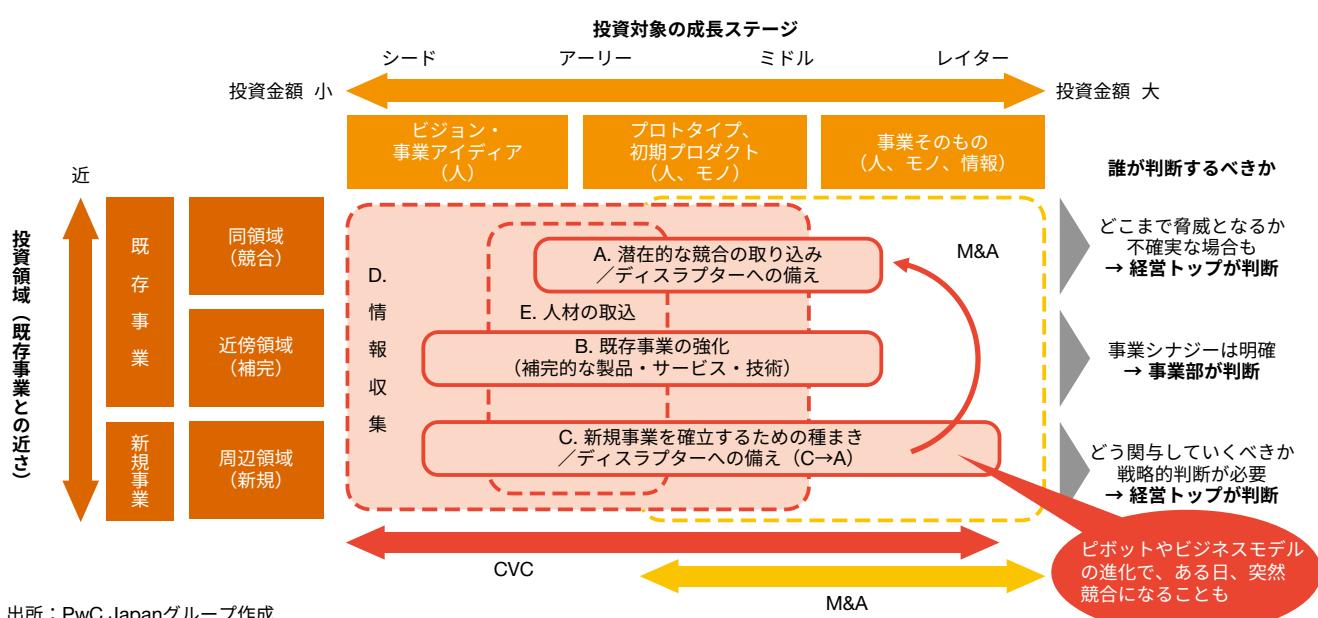
まずは、図表23のAで示した自社と同じ領域で事業を展開するベンチャー企業について考えたい。例えば、今から15年ほど前の初期のEV(電気自動車)ベンチャーは、大手自動車メーカーにとって、まさにAに当てはまる。当時のEVは、走行距離も短く、充電ステーションのインフラも整備されていない中で、限られた用途や限られた顧客セグメントに対して細々と販売されているような状況であり、大手自動車メーカーからすると、到底競合になるとは思えないような状況であった。また、EV以外にもさまざまなエコカーの手法が研究されており、当時はどの方法が主流となるか、さまざまな議論がある

ような状況であった。このように、将来的に競合になる可能性があるものの、不確定な状況においてCVCからマイノリティ投資をするというのがAの考え方である。ただし、Aのベンチャー企業の立場に立つと、競合になるかもしれない事業会社から初期ステージで出資を受け入れることには警戒感もあるであろう。そのような状況においては、最初は純粋投資家であるVCなどから資金調達し、一定程度のステージに到達し、交渉力を付けた段階で、研究開発や製造・販売などで支援が期待できる事業会社のCVCから出資を受け入れる方が一般的であろう。一方、大手企業からすると、Aの領域でレイターステージにまで成長したベンチャー企業に対しては、投資目的も明確であろうことから、CVCからのマイノリティ投資よりも、むしろ本体からの投資(または買収)を検討する方が一般的だと考えられる。

次に、Bで示した近傍領域で事業展開するベンチャー企業であるが、例えば、自動車メーカーにとって、新しい車載エンターテイメントシステムを開発する企業や、車載システムのセキュリティ技術を開発する企業、次世代車載電池を研究開発する企業などが考えられる。いずれも現在は自社で手掛けていないが、自社製品の付加価値向上に資する周辺サービス・製品の開発を手掛けており、協業によって自社事業の強化が期待できる。これらの企業に対しては、初期段階からパートナー企業としてCVCから出資することも考えられるし、レイターステージまで来たら買収を考えてもよいだろう。

Cで示した周辺領域については、自動車メーカーにとってのライドシェアを例に考えてみたい。ライドシェアが登場した10年前、自動

図表23：戦略リターン・マップ



車メーカーにとって、ライドシェアは自動車ユーザー向けのサービスであり、自社のバリューチェーンを川下に拡げていくという意味で、新規事業の候補と位置付けることもできたであろう（ただし、自社の顧客であるタクシー会社と競合するリスクもあるので慎重な検討が必要）。しかし、ライドシェアが広く普及し、膨大な走行データを蓄積できるようになり、さらにAIで技術革新が起こり、結果としてライドシェア企業が自動運転に進出し、いつの間にか自動車メーカーにとって大きな脅威となる状況となってきた（提携できれば、逆にパートナーにもなりうる）。このように、Cの周辺領域のベンチャー企業は、新規事業の候補となりうるのみならず、技術革新や事業領域の拡大などにより、将来的にディスラプターとして自社事業に大きな影響を与える可能性もある（図表23でCからAに向けた矢印が、この動きを表現している）。そのため、短期的に事業シナジーが見込めなさそうな周辺領域を、CVCの投資対象に加えるべきか否かで議論になることもあるが、このように、ディスラプターはむしろ一見関係なさそうな周辺領域から現れてくることが多く、かつ、自社の既存事業に対して非常に大きなインパクトを与えるリスクをはらんでいる。そう考へると、周辺領域での変化の胎動を見逃さないように、CVCでは積極的にCの周辺領域の動向をウォッチしていくべきではないだろうか。ただし、周辺領域としてやみくもに領域を広げていくと、「何でもあり」となって收拾が付かなくなってしまうので、明らかに自社との関連性が無い領域にまで拡げることは避けるべきである。

以上を整理すると、B（近傍領域）は比較的短期での事業シナジーが期待できるため、当然、積極的に狙っていくべき領域と言えるのではないだろうか。一方で、第2章でも述べたとおり、ここからの協

業で売上・利益で全社的に大きなインパクトを出せるることは稀であり、いわば「手堅くヒットを狙える領域」としてBを位置付けることができるのではないかと筆者らは考えている。ただし、協業相手はあくまでベンチャー企業であるため、ヒットが出る打率は3割前後で上出来と考えるべきであろう。また、C（周辺領域）については、「新規事業を確立するための種まき」という意味合いもあるが、初期ステージのベンチャー企業の事業規模がCVCをやっている大企業にとって十分意味のある事業規模に成長するにはそれなりの期間を要することが一般的であり、新規事業創出という観点では、過大な期待をし過ぎるべきではないと考えている。むしろ、周辺領域への投資活動を通じて、将来的にディスラプターとなりそうな企業が出てきていなか、変化の兆しを察知し、不確実な段階でもCVCからマイナリティ投資を行い、必要に応じてC（またはA）領域のベンチャー企業を買収するなどして、自社のビジネスモデル変革につなげていく方が、自社に対してより大きなインパクトを出せるのではないかと筆者らは考えている。つまり、A・C領域については、発現する確率は決して高くはないものの、自社へのインパクトは大きく「ホームランが狙えるかもしれない領域」と言えるだろう。

なお、既に図表12に示したとおり、本調査の回答者でも、CVCファンド運用年数の長い回答者ほど、A・C領域への投資を重視する傾向にあったことも、実務経験を通じてA・C領域の重要性を感じていることの表れではないかと筆者らは考えている。

4.2 CVCを活かすには何が必要か

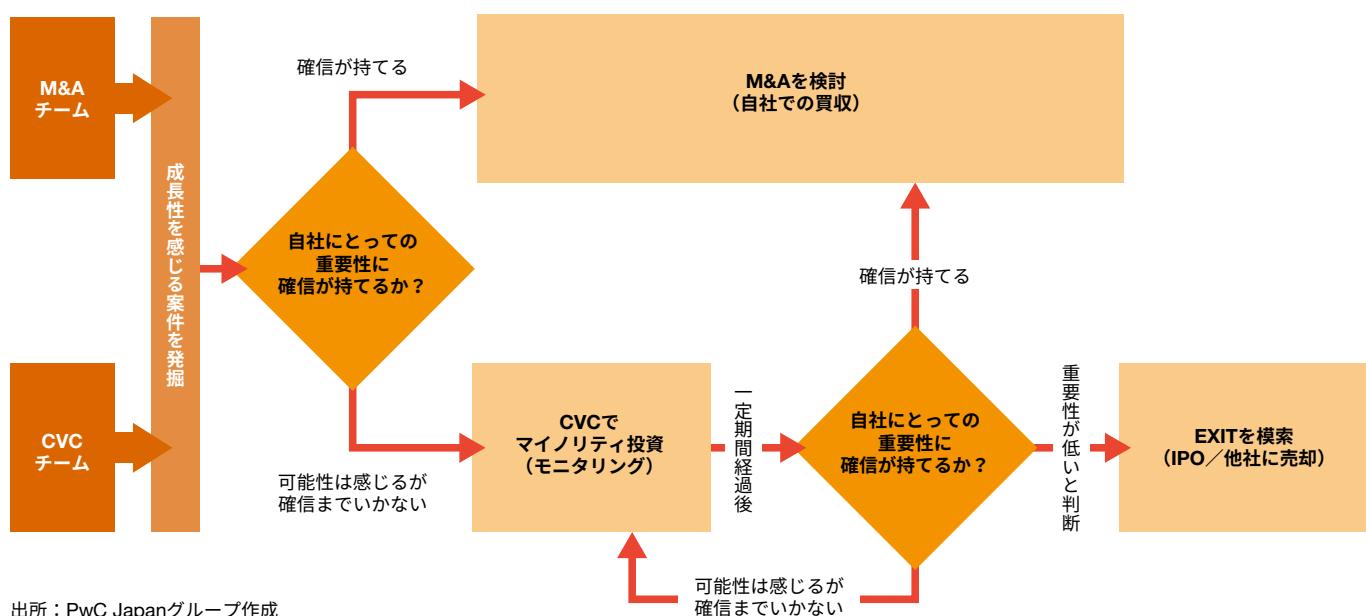
ここで、C領域への投資のホームラン事例として、GoogleにおけるYouTubeやAndroidの買収について考えてみたい。GoogleがYouTubeを買収した2006年、Googleの収入源はAdWords、AdSenseといったテキストベースの広告事業であり、YouTubeが手掛けている動画共有サイトは、まさにC領域に該当する事業であった。しかし、インターネットの回線速度が向上し、ストレスなく動画を閲覧できる環境が拡がっていくにつれ、インターネットに動画広告市場が生まれ（というよりは、むしろYouTubeが創出し）、いまや巨大市場となっている。

もしGoogleがYouTubeを買収していなければ、動画広告市場に乗り遅れてしまったかもしれないが、結果的に、Googleは動画広告市場でも圧倒的なポジションを確立できている。また、GoogleがAndroidを買収した2005年、Androidは組込機器向けのOSを開発するベンチャー企業であった。当時、IoTという言葉は存在しなかつたが、いずれ、あらゆる機器がインターネットにつながる時代が来るかもしれないと言われており、組込機器向けのOS事業は、GoogleにとってC領域に該当する新規事業であった。その後、2007年1月に初代iPhoneが発売されると、Googleは即座にパートナー企業と協力し、2008年9月には台湾HTC社がAndroidをベースとしたスマートフォンを発売した。当時、組込機器は産業用途向けが中心で、ディスプレイを持たないものが多く、広告市場とは無縁の市場と考えられていた。しかし、iPhoneが登場したこと、インターネット広告市場は、PC向けからスマートフォン向けに急速にシフトし、スマートフォンがGoogleの牙城であったPC向け広告市場を急速に侵

食しはじめた。まさに図表23のCからAへの移行が起こったのだ。この動きに対し、GoogleはAndroidを持っておりながら素早く対応でき、スマートフォン向け広告市場においても有力なポジションを確保することに成功した。結果として、CからAへの意向にうまく対応できたのである。一方で、Microsoft創業者のBill Gates氏は、2019年に開催されたベンチャー企業向けのイベントにおいて、GoogleがAndroidで手にした巨大なスマートフォン市場をMicrosoftが得られなかつたことが「最大の過ちだった」と語っている。

当時、GoogleはまだCVCを持っていなかったこともあり、YouTubeやAndroidはCVC投資ではなく、本体で買収をしている。しかし、買収した時点では、いずれも設立から1～2年のベンチャー企業であり、CVCでも十分に投資対象となりうるアーリーステージのベンチャー企業であった。ここで言えることは、シード／アーリーステージであればCVC投資、ミドル／レイターステージ以降であればM&Aという単純な図式で考えるのではなく、図表24に示すように、会社の成長ステージが比較的初期段階であっても、対象会社の自社にとっての重要性に確信が持てるのであれば、積極的にM&Aを仕掛けていけばよく、対象会社の重要性や市場での競争力に確信が持てなければ、いったんCVCでマイノリティ投資をして、関係性を深めながらモニタリングし、確信が持てた段階でM&Aに進めばよいのである。そのためには、CVCチームとM&Aチームがバラバラに動くのではなく、案件情報をタイムリーに共有するなど、連携して動くことが重要である。

図表24：CVCとM&Aの関係



なお、実務上は、M&AチームとCVCチームは、それぞれ異なる目線でソーシング（案件開拓）を行うため、必ずしも図表24で示すとおり、出てきた案件をどちらで実施するかを都度検討しているわけではないが、両チームが案件情報を共有することで、必要に応じてより適切なチームで対応するよう社内調整するイメージである。もしくは、CVCチームとM&Aチームはそれ各自に活動することを推奨しつつ、両チームのレポートラインをCEO／CFO／CIO（最高投資責任者）などのトップマネジメントとし、トップ判断で両チーム間の連携を取るという方法もある。前者が現場同士で調整を行うボトムアップ型アプローチであるのに対して、後者はトップが判断するトップダウン型アプローチである。いずれのアプローチであったとしても、CVCチームとM&Aチームが適切に連携することで、より適切なチームから投資を行うことができるようになったり、CVCでマイナリティ投資を行った後に比較的スムーズにM&Aにつながったり、といったことが期待できるようになるのではないだろうか。

さらに、これらの活動に、経営トップを巻き込んで戦略的な意思決定ができる状況を作り出ることも、同様に重要である。B領域でのM&Aであれば、既存事業とのシナジー検討が比較的容易であるため、事業部主導で検討を進めることが十分かもしれないが、**A・C領域においては戦略的な意思決定がカギとなるため、経営トップによる意思決定が必要となることが多い**。例えば、A領域で事業部に意見を求める「うちの方が自社製品に優れており、買収する必要などない」となりがちであり、C領域に至っては「自分達の事業とあまり関係ないので、どうコメントしたらよいかわからない」となりがちである。

一方で、経営トップが質の高い戦略的な意思決定をするためには、経営トップに対して継続的に良質なインプットをすることが必須である。そのためには、普段からCVCチームが見聞きしてきたベンチャー市場における最新動向や、ベンチャー経営者が考える将来ビジョン、ベンチャーキャピタリストが予測する市場の将来像など、生々しい情報を経営トップとタイムリーに共有することで、経営トップが将来

動向を見据えた上で個別案件を適切に判断できるように、経営トップをサポートすることが重要となる。

そのため、CVCチームは、ベンチャー・コミュニティに入り込んで、それらの一次情報を自分達でしっかりと入手し、自分達なりのマーケットに対する見立てを持つ必要がある。しかし、そこまで到達するためには、それなりに経験値を積む必要があり、一朝一夕にできる話ではない。筆者らは、CVCは1つの専門職であると考えている。もちろん、ベンチャーファイナンスや投資契約の作成など、テクニカルな専門性もあるが、それ以上に重要なのは、マーケットの将来動向に関する自分なりの考えを持っていることや、それらに必要なインプットを集めための人的ネットワークを持っていることなのではないかと考えている。そのためには、外部から経験者を採用するだけでなく、自社でそのような専門家を中長期目線で育成していくことも重要である。

4.3 日本企業への5つの提言

- 1 短期的な事業シナジーにとらわれ過ぎず、周辺領域への投資も検討するべき
- 2 ビジネスモデル変革を究極のゴールと位置付け、経営陣・CVC部門・M&A部門で連携しながら取り組むべき
- 3 プロフェッショナル・チームの構築を目指すべき
- 4 戦略リターン狙いのCVCであっても、財務リターンに関する規律を持つべき
- 5 市況が悪化しても続けるべき

以降では、それぞれの提言内容について説明する。

1 短期的な事業シナジーにとらわれ過ぎず、周辺領域への投資も検討するべき

戦略リターンを期待するCVCであれば、投資前に、自社の既存事業とどのような事業シナジーがあるのかをしっかりと検討した上で、事業シナジーが明確なベンチャー企業にのみ投資するという方針は、ごく自然な考え方かもしれない。しかし、前節でも述べたとおり、自社に対してより大きなインパクトを与えるのは、周辺領域（図表23のC領域）への投資先であるかもしれない。一方で、周辺領域の投資先については、投資検討時点では、自社との事業シナジーを明確に語ることができないことが多い。そのため「周辺領域に対しては投資を実行しない」または「投資対象としているものの、事業シナジーの検討に時間がかかるて投資機会を逃すことが多い」という状況になっていることも多数あるのではないだろうか。筆者らは、投資検討時点で同領域（図表23のA領域）か近傍領域（同B領域）の案件については事業シナジーをしっかりと分析するべきと考えるが、周辺領域（同C領域）については、短期的な事業シナジーが明確でなくとも、成長性がありそうなベンチャー企業であれば投資検討してもよいのではないかと考えている。

一方で、「何でもあり」の状況を避けるためにも、全く関連性のない飛び地の領域については対象外とする他、周辺領域への投資は案件ポートフォリオの一定比率以内に抑えるなどの工夫は必要かもしれないが、それらの工夫を加えることで、周辺領域についてもむしろ積極的に検討するべきではないかと考えている。

また、C領域での投資領域としてどこを重点的に狙うかは、社内で定期的に見直すことも重要だと筆者らは考えている。ベンチャー市場では、特定領域に投資マネーが集まる動きにトレンドがある。ある時期に、特定領域で新しい企業が次々と誕生する（または大型調達が相次ぐ）ということは、そこにVCの投資マネーが集中しているわけであり、そこから次世代を担う新しい産業／サービス／製品が生まれてくる予兆と捉えるべきである。その動きにタイムリーに付いていくには、そのような動きに気付いた時点で、自分達が投資検討するべき領域か否かを、社内でしっかりと議論することをお勧めしたい。また、もしその動きが重要な兆しだと感じるのであれば、適宜、そのような動きを経営陣にインプットすることも忘れてはいけない。

2 ビジネスマネジメントを究極のゴールと位置付け、経営陣・CVC部門・M&A部門で連携しながら取り組むべき

CVCで大きなインパクトを出しうる取り組みは、投資先企業を買収し、その事業を活かして自社のビジネスモデルを変革する取り組みであることは、既に述べたとおりである。しかしビジネスモデルを変革するというのは大変な取り組みであり、やり遂げるには経営トップの強いコミットメントが必要であることは言うまでもない。加えて、CVCから投資をするのか、M&Aを検討するのかなどの戦略的な意思決定も必要となり、CVCチームとM&Aチームが密に連携する場面も出てくるであろう。また、事業部をどのように巻き込むべきか、戦略的な意思決定が求められることもありえる。場合によっては、経営陣から事業部にトップダウンで指示を出すべき局面も出てくるであろう。

そのため、CVCは、それ単体での取り組みとして考えるのではなく、「自社のビジネスモデルを変革する」という壮大なテーマに取り組むための1つの重要な機能として位置付けるべきではないだろうか。

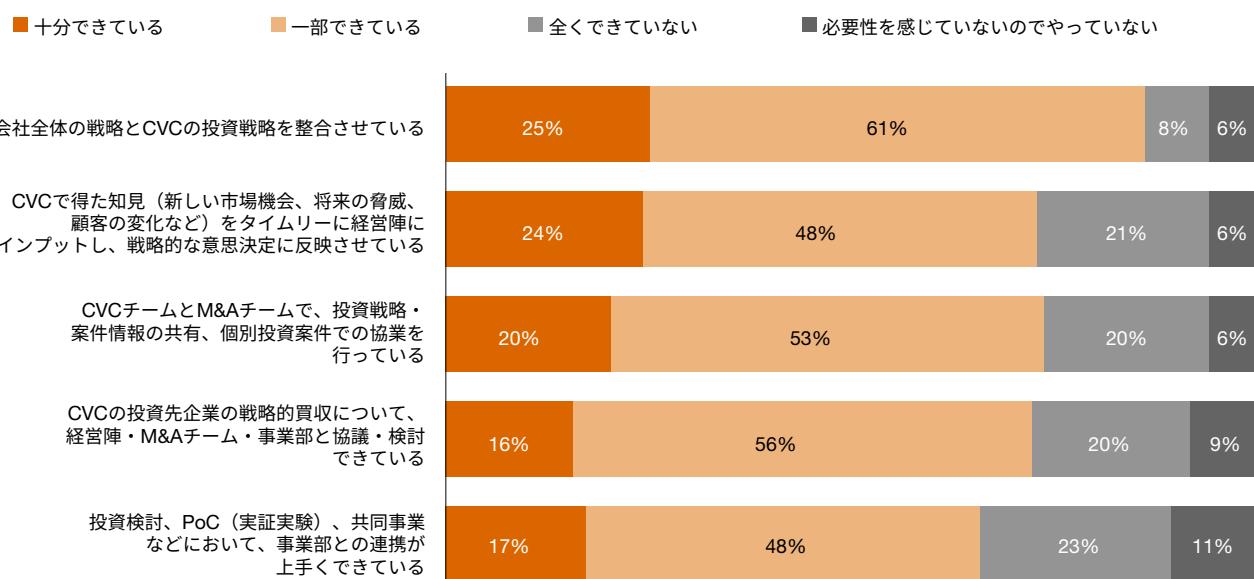
その中で、CVCにはどのような役割が期待されるのであろうか？筆者らは、CVCが担うべき最も重要な役割が、「全社の水先案内人」となることだと考えている。具体的には、市場の最先端でどんな動きが起こっているのか、起業家やベンチャーキャピタリストはどんな将来を思い描いているのか、新しい機会や脅威など、それらの情報を経営トップにタイムリーにインプットする役割が求められるのでは

ないだろうか。それらの情報に最も触れているのは、CVCチームの実務担当者である。それらの良質なインプットは、経営トップが将来を見据えた戦略的な意思決定をする上での基盤となるのである。もし、自社のCVCチームが経営トップにそれらの情報を定期的に報告する場がないのであれば、すぐにでもそのような場を設けるべきである。

このように、CVCチームは、市場で得た最新の情報を基に「自社ビジネスはこのように変わっていくべきであり、そのためにはこれらの企業と組むべきである」といった戦略的な方向性を経営トップに提言できるポジションにいるべきである。CVCを単なるベンチャー投資活動で終わらせるのではなく、CVCからそのような全社のビジネスモデル変革の取り組みにつなげていくことが、CVCチームに期待されているのではないだろうか。

では、実際には、CVCチームは経営陣や他部門との程度連携ができるのであろうか？本調査で質問してみたところ、図表25に示すとおり、「十分にできている」とする回答は20%前後しかなく、「全くできていない」「必要性を感じていないのでやっていない」とする回答が30%前後あり、まだまだ改善の余地がありそうである。

図表25：社内での連携がどれくらいできているか



出所:PwC Japanグループ「CVC実態調査2019」

3 プロフェッショナル・チームの構築を目指すべき

既に述べたとおり、筆者らは、CVCは極めて高度な専門職であると考えている。提言②でも述べた「全社の水先案内人」になるには、相応の期間の実務経験を積む必要があるし、そのための人的ネットワーク構築も短期間にできるものでない。また、担当者が頻繁に代わるようだと、投資先のベンチャー企業経営者との信頼関係構築もおぼつかないであろう。

第3章でも述べたとおり、海外のTop CVCでは、極めて専門性の高いプロフェッショナル集団としてCVCを運営している。もちろん、いきなりそのレベルに持っていくのは難しいが、中長期的には、そのような方向性を目指し、専門家の採用・育成を戦略的に行っていくべきではないだろうか。

そのため、ベンチャー投資経験者を中途採用するという方法もあるが、新しいCVCやVCの設立が活況を呈している現状において、市場全体でベンチャーキャピタリスト不足が叫ばれしており、中途採用も容易ではない。加えて、採用に当たっては、報酬体系の違いがボトルネックとなるという声もよく耳にする。VCでは、ファンドとしてキャピタルゲインが出たときにキャリーと呼ばれるボーナスを支給することが多く、大企業の既存の報酬体系ではそのような対応が難しいということである。そのため、プロフェッショナル向けに別の報酬体系を整備したり、CVCのために投資子会社を設立して、本社とは別の給与体系を整備したりすることで、大企業のCVCがプロのベンチャーキャピタリストを採用する事例が、国内でも出てきている。今後、そのような動きが増え、VCと大企業CVCの間で人材流動性が高まつければ、国内CVCのプロフェッショナル集団化も加速していくのではないだろうか。

筆者らは、プロフェッショナルの中途採用に加えて、自社での人材育成も同様に重要であると考えている。というのも、**CVCである以上、投資先企業が自社に対して事業面でどのようなインパクトをもたらしうるかを想像する力は、極めて重要である**。その点においては、プロパー社員の方が秀でていることが多く、社内でCVC人材をどのように育成していくべきについても、戦略的に取り組むべきだと考えている。プロパー社員に経験を積ませていく上では、中途採用したVC出身者からOJTを通じて学ばせたり、もしLP（リミテッドパートナー）出資しているVCファンドがあるのであれば、そこに社員を出向させて経験を積ませたりするといった手法が考えられる。加えて、CVCファンドを外部のVCに委託して自社はLPとして参画す

る二人組合形式で運用している場合、委託先VCとの協業を通じて社内人材に学ばせていくこともありえる。ただし、二人組合形式の場合、どの程度まで委託先VCに運用を任せるかは、しっかりと考えた方がよい。あまりに任せ過ぎてしまうと、運営としては楽なのだが、自社に運営ノウハウが蓄積されない結果となる。そのような状況ではCVCが「全社の水先案内人」になることは難しいであろう。たとえ外部VCをパートナーに迎えたとしても、**自社のCVCメンバーが自らベンチャー企業を訪問し、直接経営者の考えを聞き、ベンチャー業界での人的ネットワークを自分達でも構築していくべきであり、そのための労力は惜しむべきではない**。

また、自社での人材育成で必ず議論となるのが、社内ローテーションの問題である。筆者らは、CVCメンバーについては、社内ローテーションを極力避けるべきではないかと考えている。少なくとも、**中核となるメンバー（CVCの現場責任者とサブリーダークラスなど）**については、通常の人事ローテーションからは外して、その道の専門家として**10年単位の長期視点で人材育成に取り組むべきではないか**と考えている。一方で、CVCを経験したメンバーが他部門に異動になることで、ベンチャー企業への投資・協業に理解のある社員が事業部に増えていくことには、一定のメリットもある。そのため、全ての人事ローテーションを否定するわけではないが、全員が3～5年でローテーションするようでは、CVCチームに組織として十分な知見を蓄積するのは困難である。場当たり的な人事異動にならないように、コアメンバーとして中長期に育成するメンバーとローテーションさせるメンバーの組み合わせによる人材育成プランを持つべきであると考える。

そこに、中途採用のプロフェッショナルを加えたり、場合によっては買収したベンチャー企業の経営者をCVCチームのアドバイザーに加えたりすることで、CVCチームをプロフェッショナル集団化していくことができるのではないだろうか。

4 戰略リターン狙いのCVCであっても、財務リターンに関する規律を持つべき

CVCで戦略リターン（または事業シナジー）を重視するか、財務リターンを重視するか、常に議論となるが、筆者らは、その両方を重視しないとCVCは上手くいかないと考えている。なぜなら、戦略リターンを実現するためには、競争力のあるベンチャー企業と組む必要があり、市場で競争力が無いベンチャー企業と組んでも、事業シナジーを実現できるはずがないからである。そして、競争力のあるベンチャー企業に投資ができるのであれば、財務リターンは自ずとついてくるものである。そのようなベンチャー企業であれば、出資／買収したいというVCや企業は引きも切らないだろうし、事業シナジーを出すためには、そのようなベンチャー企業と組むべきであるというのが筆者らの考え方である。

時折「我々は戦略リターン狙いなので、財務リターンは気にしていない」という発言を聞くこともあるが、そもそも投資先がつぶれてしまっては、何の事業シナジーも残らない。「財務リターンを気にしない」というのは、ともすると、競争力のあるベンチャー企業に投資できていないことへの「言い訳」として使われかねない、危険な考え方ともいえるのではないだろうか。むしろ、ファンドとしての財務リターンをモニタリングすることで、自分達が競争力のあるベンチャー企業に投資できているか否かを判断することができるため、筆者らは、戦略リターン狙いのCVCであっても、ファンドとしての財務リターンをモニタリングするべきであると考えている。

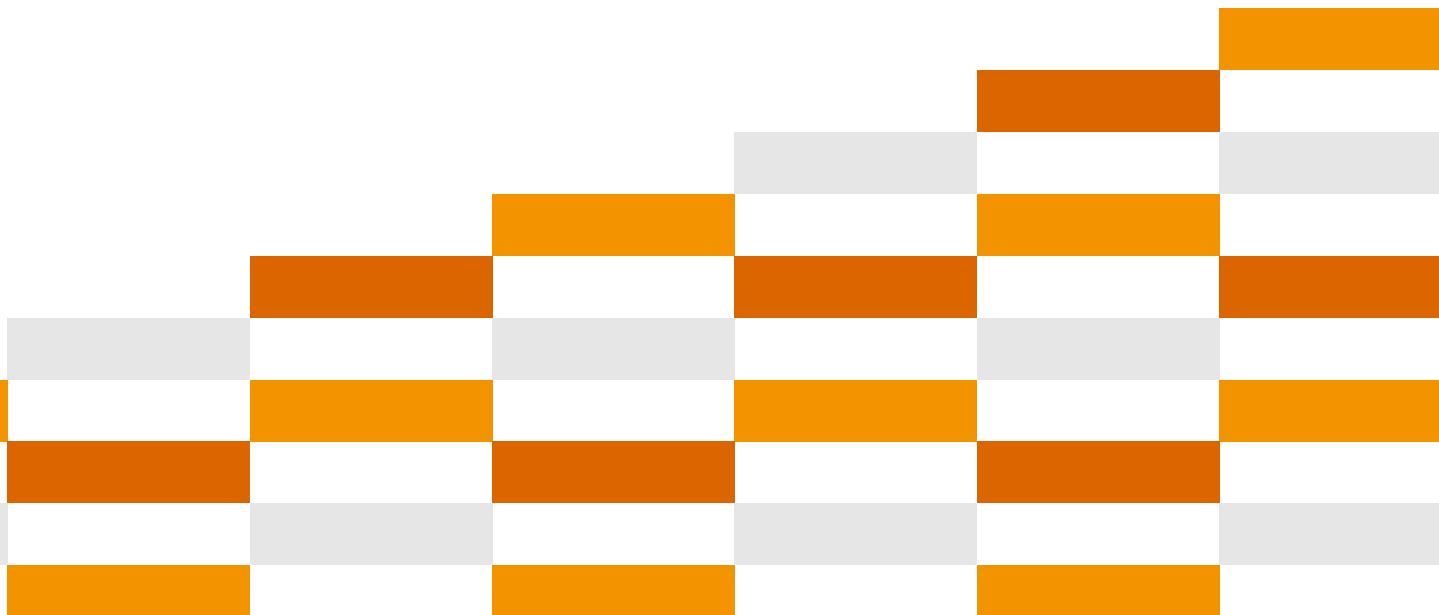
本旨からは少し外れるが、「財務リターンを気にしていないため、投資時のバリュエーションについて、ベンチャー企業と十分に交渉しない」という声を耳にしたこともある。しかし、不必要に高いバリュエーションで投資をしてしまうと、市場を歪めてしまうという問題があることに加え、投資を受けたベンチャー企業がその後十分に成長

できなかった場合に、次の増資ラウンドがダウンラウンド⁶にならざるを得ず、投資先ベンチャー企業が資金調達に苦労することになるというリスクもはらんでいるため、バリュエーションについてはCVCであってもしっかりと検討するべきである。

また、CVCがファンドとして大きくマイナスの収支を続けるような状況では、サステナブルな取り組みとは言えないのは論じるまでもない。たとえ現経営陣がCVC活動の赤字を許容したとしても、経営陣（特にCFO）が変わったとたんに活動停止（もしくは大幅に縮小）となるようでは、組織に知見を蓄積することは不可能である。一方で、CVCが財務的に（たとえ少額でも）リターンを出しているような状況であれば、通常であればコストがかかるはずの事業開発や情報収集を、利益を出しながら継続できているわけであり、むしろ止める理由がないということになり、サステナブルな取り組みにできるのではないかだろうか。

このような理由から、財務リターンも重要視するべきというのが、筆者らの考え方である。

6 ダウンラウンドとは、前回調達時よりも株価を下げて調達することであり、その際、既存投資家が減損を迫られるため反対することもあって、意見調整に相応の時間がかかることが多い



5 市況が悪化しても続けるべき

CVCは、投資を伴う取り組みであるため、市況の影響を受けやすい。市況がダウントレンドになれば、投資先のEXITのハードルが上がり、新規投資を抑制するような動きも出てくるかもしれない。しかし、筆者らが声を大にして言いたいのは、たとえ市場が大幅に悪化したとしても、CVCから完全に撤退するようなことは絶対に避けるべき、ということである。先ほども述べたとおり、**CVCは自社のビジネスモデル変革につながる重要な取り組みのはずである。**CVC担当者は、専門職として長期プランで育成する必要性があることも、先に述べたとおりである。もしCVCから撤退してしまったら、組織に知見は何も残らない。そもそも、CVCは2～3年の短期で結果が出るような取り組みではなく、10年単位で試行錯誤しながら自社なりの成功パターンを模索するような取り組みである。しかるに、CVCファンド運営期間中に景気変動のダウンサイドに直面する時期があるのは当然のことなのである。そのような局面を迎えたなら、景気後退局面でも投資を継続していたGoogle、Salesforce、Intelの取り組みを思い出してほしい。少し表現は強くなってしまうが、わずか数年で撤退してしまうくらいの覚悟であれば、そもそもCVCに取り組むべきではないというのが筆者らの考え方である。

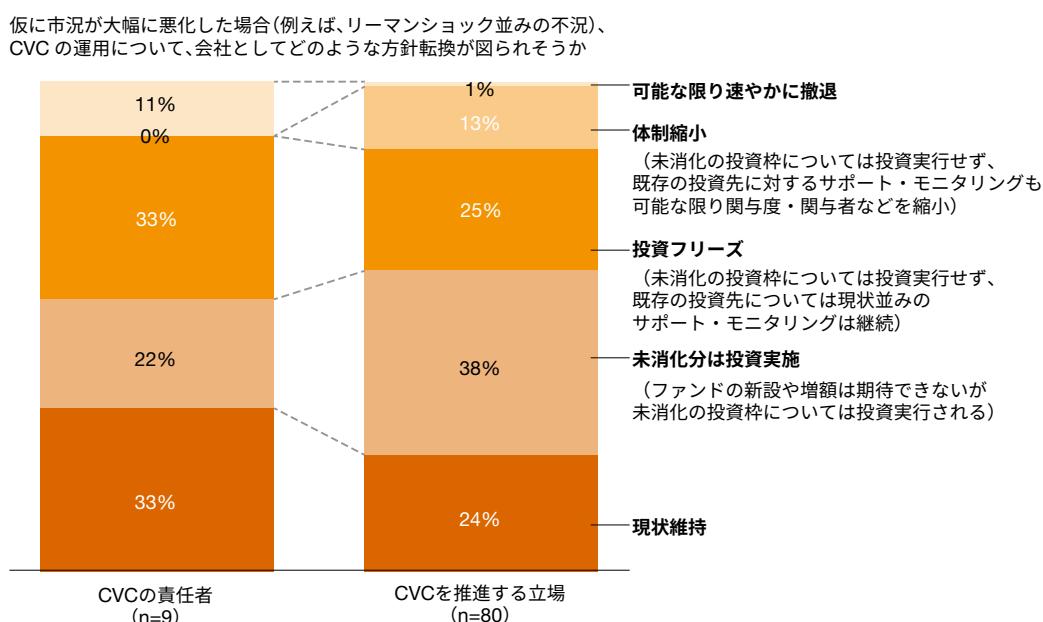
2000年前後の国内での第一次CVCブームでは、ドットコムバブルがはじけた後、多くのCVCが撤退した。しかし、2010年以降から現在まで続く第二次CVCブームは、大きく2つの点で、前回のブームと異なっていると筆者らは感じている。**1つは、デジタル化などの外部環境の変化に対して、「何もしないと自社の将来が無い」という強**

い危機意識の下でCVCが設立・運営されていること。2つ目は、外部のVCに丸投げするのではなく、多くのCVCが社員をアサインして自から運用していること（知見を蓄積しやすい）。これらの状況を考えると、今後、どこかのタイミングで市況が悪化したとしても、多くのCVCが、撤退せずに取り組みを継続するのではないかと期待している。

市況が悪化したタイミングというのは、一般的にベンチャー企業のバリュエーションも下がるため、投資という意味ではむしろチャンスなのである。既にCVCを開始している企業にとっては、優良なベンチャー企業に投資できるチャンスであることを、経営陣にしっかりと説明し、市況の変化を乗り切っていただきたい。

なお、今回の調査で、市況が大幅に悪化した場合に、会社としてどのような方針転換が図られそうかを聞いたところ、**図表26**に示すとおり、現状維持と回答したのは30%前後しかいなかった。投資がいったんフリーズされる、体制が縮小されるなどとした回答者が40%前後であり、何らかの影響が出ることを予想している回答者が多数派であった。このような状況であればなおさら、経営陣が市況の変化に過剰反応をしないように、CVCチームは、経営陣と密にコミュニケーションを取ることが必要なのではなかろうか。

図表26：市況悪化時の対応



出所:PwC Japanグループ「CVC実態調査2019」

おわりに

日本のベンチャー企業を取り巻く環境は、米国と比べると大きく劣っていると言われて久しい。しかし、この15年で、以前とは比較にならないくらい日本の環境は良くなっている。国内でも、ベンチャー企業が數十億円、場合によっては100億円超の資金を調達できる環境が整ってきて、優秀な人材がベンチャー企業に集まるようになってきている。日本でも既に、ベンチャー企業がイノベーションの最先端の一翼を担っている。そのような環境下で、ベンチャー企業と上手く付き合っていけるかどうかが、大企業自身の変革が成功するか否かのカギとなりうる時代となったのである。

筆者らは、CVCは重要な取り組みであると信じている。今回の流れが、一過性のブームに終わることなく、日本企業に定着してくれることを切に願っている。企業が研究所やM&A部門を持つのが当たり前になったように、企業がCVCを持つのは当たり前、という世の中になり、大企業によるベンチャー企業の買収が日常的な企業活動の一コマとなることで、結果として、資金や人材が大企業とベンチャー企業の間を還流し、日本経済の活性化につながる時代となることを願っている。本レポートが、少しでもそこに貢献できれば、筆者らにとって望外の喜びである。

お問い合わせ先

青木 義則

PwCアドバイザリー合同会社
スタートアップ・ディール・アドバイザリー リーダー^{パートナー}

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

長谷山 京佑

PwCアドバイザリー合同会社
スタートアップ・ディール・アドバイザリー^{シニアマネージャー}

kyosuke.haseyama@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157カ国に及ぶグローバルネットワークに276,000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：2019年10月 管理番号：I201907-2

©2019 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.