

我が国のコーポレートベンチャリング・ディベロップメントに関する調査研究
～CVC・スタートアップ M&A 活動実態調査ならびに国際比較～

作成

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

はじめに ～本調査の趣旨～

昨今、我が国の事業会社において、イノベーションを目的としてスタートアップと資本・業務連携および買収・合併を行う「コーポレートベンチャリング/コーポレートディベロップメント」の活動が強化されつつある。中でも、スタートアップに投資して資金提供を行うCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）の設立が相次いでいる。

CVCは過去にもブームともいえるような盛んな時期があった一方で、当該企業にて活動の意義を見失って撤退が相次ぐ時期も存在し、その流れがスタートアップ不遇の時代へとつながっていった苦い過去がある。

我が国で再度CVCが活況を呈す中、現在のCVC及びスタートアップのM&Aの実態を明らかにするとともに、国内・海外の活動との比較を行うことを企図し、本調査においては

①定量的調査

国内・海外企業に向けたCVC・M&A活動アンケート調査の比較分析

②（定性的）インタビュー

国内外の先進事例・ベストプラクティスを行っている企業へのインタビュー実施を行い、国内CVC・M&A活動の実態を明らかにするとともに、その課題を抽出する。

ブームに終わらない、継続的な大企業とスタートアップの協業、スタートアップのM&Aを通じた国内企業のイノベーションに向けて、アクションにつながる示唆を提供することを本調査の目的とする。

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）

「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」調査概要

目的：コーポレートベンチャリング活動の実態把握のため、日本とグローバルにて同内容のアンケート調査を実施し、日本と海外の比較を行う。

調査手法/実施期間：WEBアンケート調査/2018年11月初旬～11月末日

対象：日本：国内企業のうちCVC活動を行っている企業（上場非上場問わず）

グローバル：Global Corporate Venturing（Mawsonia社）による世界での調査

回答数：日本：n=97、グローバル：n=95

目次

第 1 章：「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」データの分析（CVC 編）	1
1.1 CVC の属性と実績	1
1.1.1 サイズ・数・金額	1
1.1.2 オペレーション年数	4
1.1.3 リターン実績	5
1.2 投資方針	6
1.2.1 リターン目標	6
1.2.2 目的	8
1.2.3 投資手段	10
1.2.4 投資先への関与	11
1.3 投資組織	13
1.3.1 ストラクチャー	13
1.3.2 レポート対象と職位	14
1.3.3 年齢・性別	15
1.4 その他	16
1.4.1 業種	16
1.4.2 ソーシング	17
1.5 各指標とパフォーマンスのクロス集計分析	18
1.5.1 リターン目標とパフォーマンス	18
1.5.2 ストラクチャーとパフォーマンス	20
1.5.3 投資先の支援方法とパフォーマンス	22
1.5.4 ファンドサイズとパフォーマンス	24
1.5.5 ファンド運用実績とパフォーマンス	26
1.6 CVC 活動調査結果のまとめと考察	28
1.6.1 CVC 調査結果のまとめ	28
1.6.2 CVC 調査結果からの考察	30
第 2 章：「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」データの分析（M&A 編）	32
2.1 M&A 活動概要	32
2.1.1 M&A 実績	32
2.1.2 M&A 予算	36
2.1.3 CVC 部門と M&A 部門の連携	37
2.2 M&A 活動調査におけるクロス集計分析	38

2.2.1	M&A 目的と目的の達成	38
2.2.2	業種と M&A 実績	43
2.2.3	M&A 実績と投資先企業価値	44
2.2.4	M&A 実績とソーシングルート	45
2.3	M&A 活動調査結果のまとめと考察	47
第3章：企業の活動事例紹介		48
3.1	CVC 活動インタビュー	48
	インタビュー1「インテル株式会社」	48
	インタビュー2「株式会社 NTT ドコモ」	52
	インタビュー3「KDDI 株式会社」	56
	インタビュー4「ソニー株式会社」	60
	インタビュー5「パナソニック株式会社」	64
	インタビュー6「レノボ株式会社」	68
3.2	CVC 活動インタビューのまとめと考察	71
3.2.1	CVC 活動インタビューのまとめ	71
3.2.2	CVC 活動インタビュー結果からの考察	74
3.3	M&A 活動インタビュー	76
	インタビュー7「SAP」	76
	インタビュー8「Yahoo 株式会社」	80
	インタビュー9「株式会社 LIFULL」	84
	インタビュー10「株式会社リコー」	88
3.4	M&A 活動インタビューのまとめと考察	90
第4章 まとめ		91
4.1	アドバイザーボードにおける議論	91
4.2	おわりに	96
参考資料1「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」(国内ならびに国際実施調査) 全調査データ		99
参考資料2 Global Corporate Venturing による国際調査「The World of Corporate Venturing 2019」全調査データ		122
参考資料3 Global Corporate Venturing による国際調査「The World of Corporate Venturing 2018」定性回答データ		139

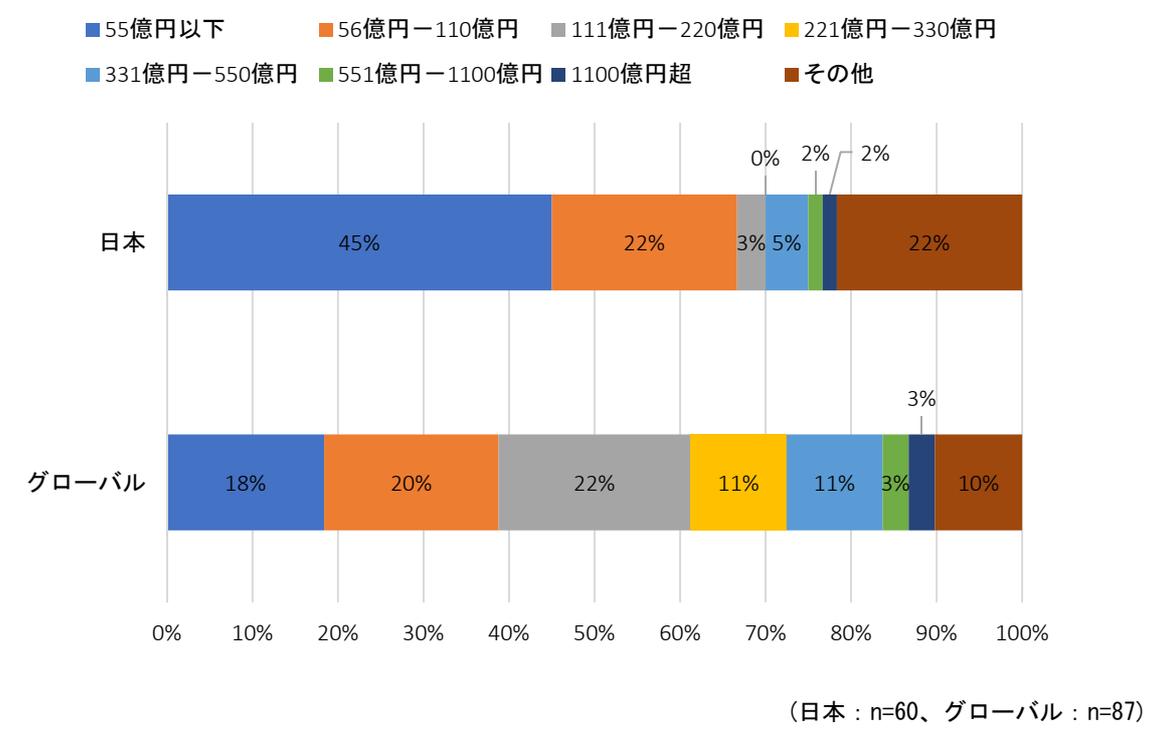
第1章：「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」データの分析（CVC編）

1.1 CVCの属性と実績

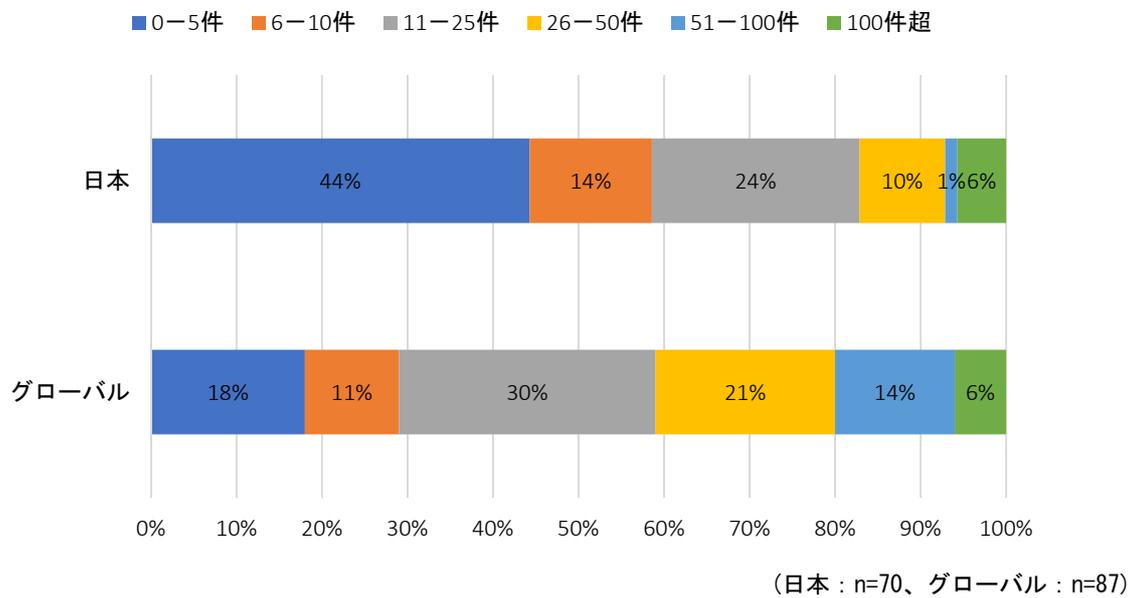
1.1では今回の調査に参加したCVCのファンドサイズ及び運用状況について考察する。

1.1.1 サイズ・数・金額

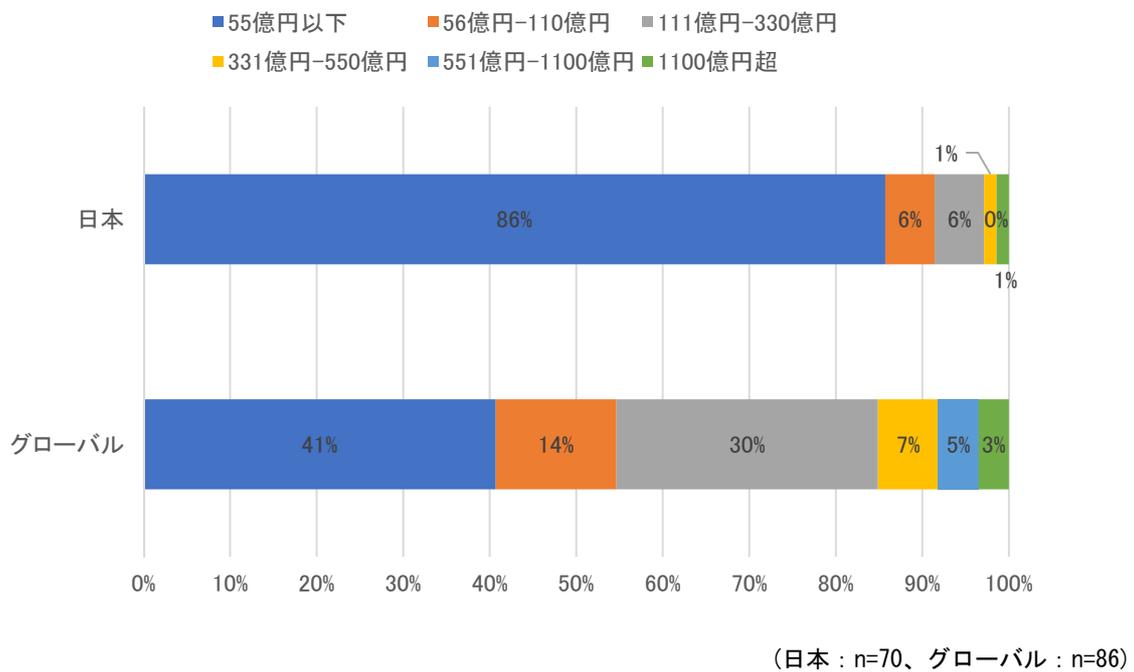
設問8：CVCファンドの規模は全体でどのくらいですか？（1ドル=110円で換算）



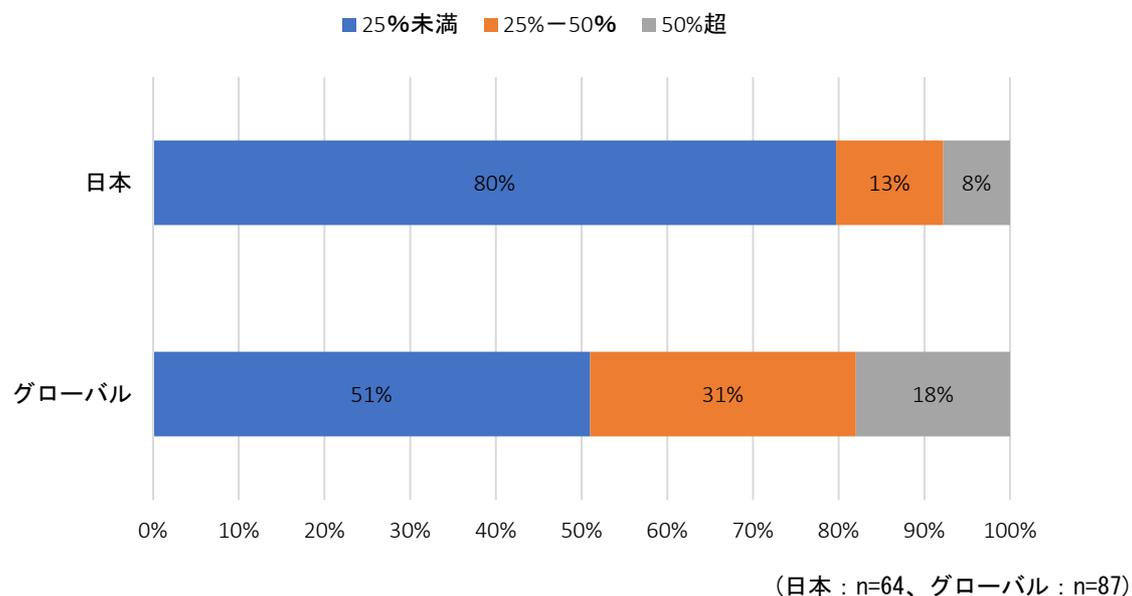
設問 13： これまでに、いくつの案件に投資しましたか？



設問 10： これまでに、実際にどのくらいの金額を投資しましたか？ (1ドル=110円で換算)



設問 14：投資した案件のうち、あなたの組織がリードインベスターとなった案件は何%ですか？



まず CVC のファンドサイズに関しては、国内 CVC の 45% が 55 億円以下のファンド/予算に留まる一方、グローバル CVC は 82% が 55 億円を超える規模となっている（設問 8）。

国内 CVC のファンドサイズの小ささが目立つように見えるが、アメリカの昨年の 1 ラウンドあたりの平均調達金額は \$14.6M (NVCA : National Venture Capital Association 調べ) であったのに対し、日本の平均調達金額は 2018 年の平均で 3.28 億円 (ジャパンベンチャーリサーチ社調べ) となっており、総じて国内スタートアップの資金調達金額は少ない。この為、ファンドサイズの金額が少ないのは一定の理解はできる。

また、設立したファンドの運用状況に関しても、投資実行件数が 10 件以内に留まる国内 CVC が約 6 割であり、且つ 86% の国内 CVC の投資実行額が 55 億円以内に留まっている。対してグローバル CVC は 11-25 件が 30%、次いで多いのが 26-50 件であり、金額も 56 億円以上が 6 割を占める。投資の数も金額も、明らかにグローバルが多い結果となっている。次項の設問 12 のアンケート結果にもあるように、国内 CVC の 88% が 2010 年以降に設立されており、実際は 2015 年頃以降に設立されたものが多くを占めていると考えられるため、投資事業を開始したばかりの状況が結果に反映されていると言えよう（設問 13、設問 10）。

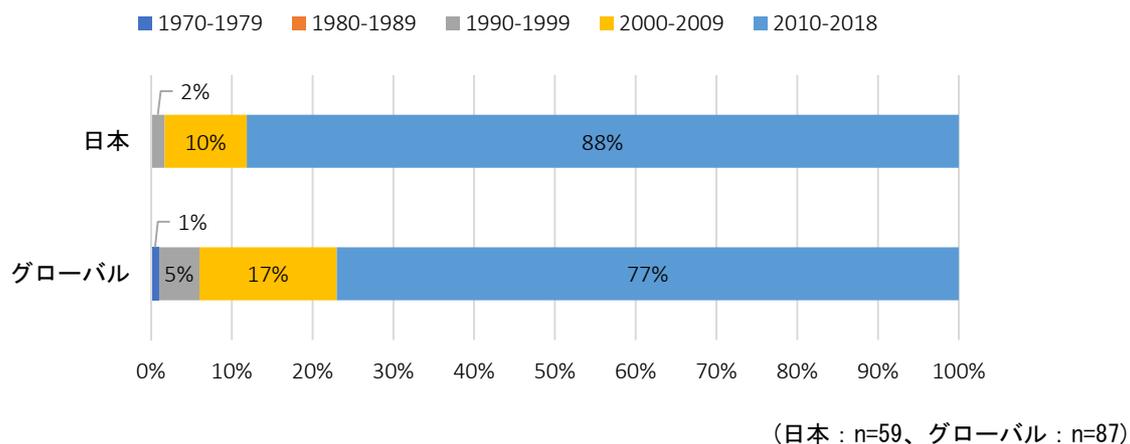
国内とグローバル CVC の大きな差となっているのが、リードインベスター¹となった案件の

¹ リードインベスターとは、特定の資金調達ラウンドにおいて、自社単独で、あるいは他者と共同でバリュエーション（企業価値算定）を行い、主要な投資条件を決め、交渉プロセスを主導する投資家。「ラウ

割合である。国内 CVC はフォロワー²として参加する投資が大半を占めているが、グローバル CVC はリードの割合が明らかに高くなっており、積極的に自らがリーダーシップを取って資本参加している様子が見て取れる（設問 14）。

1.1.2 オペレーション年数

設問 12：あなたの CVC 組織はいつ設立されましたか？



先程触れた設立時期だが、国内 CVC の約 9 割、またグローバル CVC も約 8 割が 2010 年以降に設立されているとの回答を得た（設問 12）。まさに世界中でコーポレートベンチャーキャピタルブームが起きている現況を表しているが、JVCA メンバーの実体感としては国内 CVC の多くが 2015 年頃以降に設立されており、グローバル比較で見ると数年の時間軸のズレがあるものと思われる。

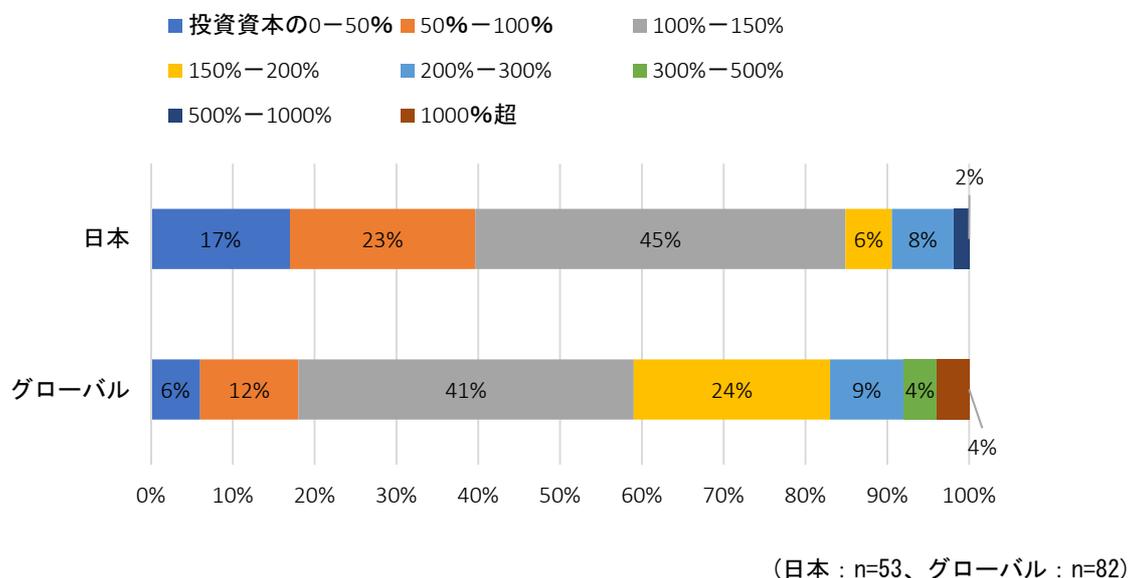
一方、国内/グローバル双方で約 20 年前に多くの CVC が設立されたはずが、現在も活動を継続できている先の数が少ないことを踏まえると、今後見直しが進む可能性を孕んでいる。CVC に限らずベンチャーキャピタルは継続性で実力が問われることもあり、一過性のブームに囚われずに個社毎の目的に沿った長期的な活動が期待される。

ンドをリードする」とも言われる。

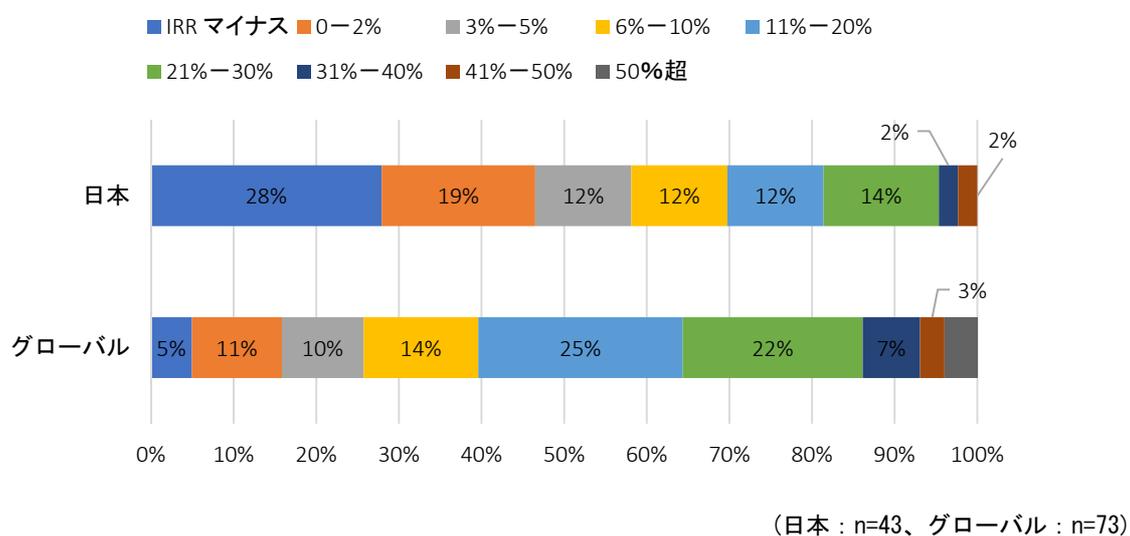
² フォロワーとは、リードインベスターが決める条件に従って、共同投資を行う投資家。

1.1.3 リターン実績

設問 25：投資ポートフォリオ全体の現在の企業価値合計は、投資金額の何倍（何％）になっていますか？



設問 26：投資ポートフォリオ全体の IRR（内部収益率）は何％ですか？



次にパフォーマンスに関する調査結果だが、投資倍率・IRR 共にグローバル CVC が国内 CVC を圧倒的に上回る結果となった。国内 CVC は投資倍率ベースで見ると 4 割がコスト割れとなっており、リターンがプラスになっていてもその 3/4 が投資倍率 1.5x 以内に収まっている。対してグローバル CVC はコスト割れが 2 割弱で、プラスのリターンが出ている先の半数以上が 1.5x 以上の投資倍率が出ており、10x 以上のホームランファンドも 4%存在している（設問 25、設問 26）。

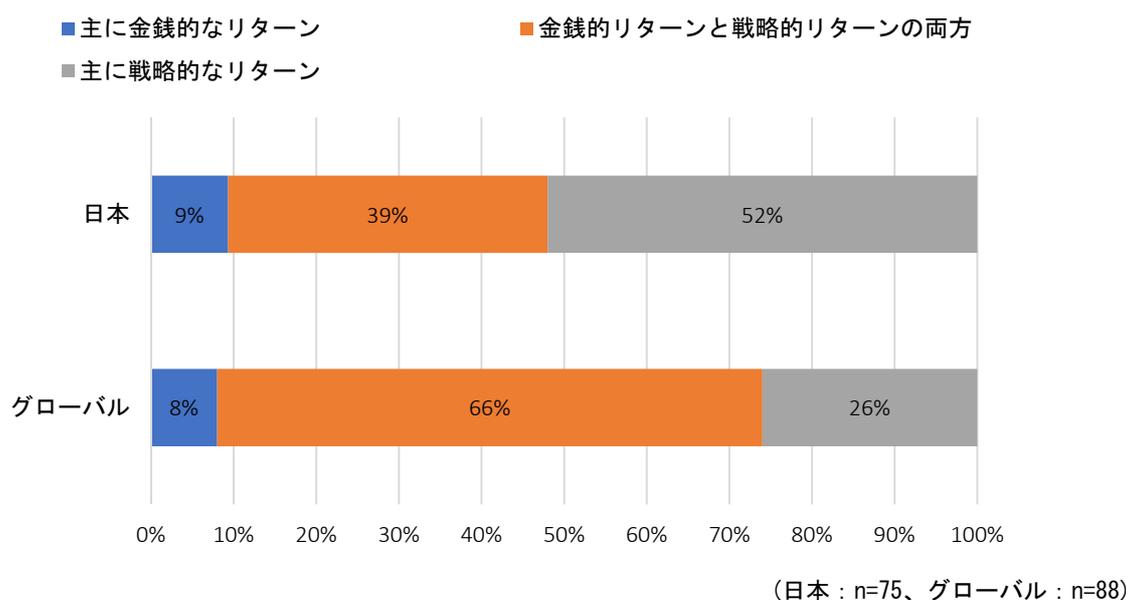
この差分はどこから生まれているのかは後半の章で論じるが、そもそも国内 CVC は組成されて間もないものが非常に多く含まれており、リターンが出るまでの時間軸のズレが存在することと、国内 CVC の多くが金融商品会計基準を採用しているため未実現損益が含まれない実現損益ベースでのリターン計測となっている可能性が高いことに対し、グローバル CVC の殆どが IFRS³や USGAAP⁴、又は IPEV⁵ガイドラインを採用しており、未実現損益を考慮した公正価値評価をベースとしたリターン計測となっていることが大きな要因となっている可能性がある。

1.2 投資方針

1.2 では CVC のリターン目標や目的、投資手段や投資先支援方法の観点から考察する。

1.2.1 リターン目標

設問 2：金銭的なリターンと戦略的なリターンでは、どちらを重視しますか？

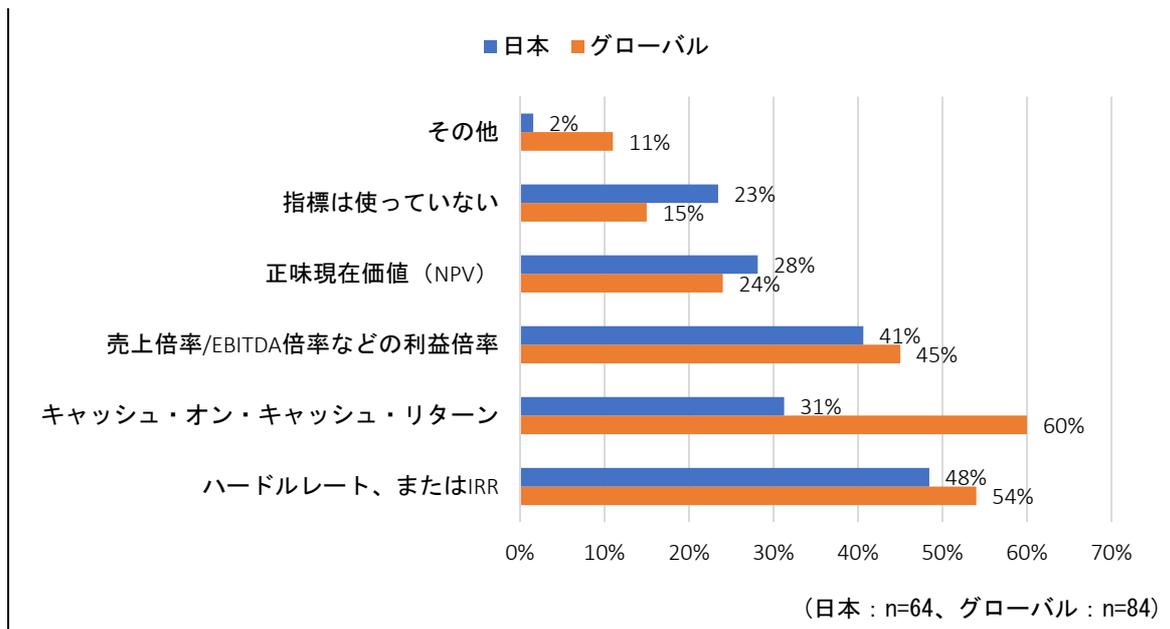


設問 28：投資の分析をするために、以下の指標を使っていますか？ 使っているものをすべてチェックしてください。

³ IFRS：国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards)。国際会計基準審議会 (IASB) によって設定される会計基準。出展：Wikipedia

⁴ USGAAP：米国会計基準 (Generally Accepted Accounting Principles)。アメリカ合衆国の財務会計に使用される会計原則。出展：Wikipedia

⁵ IPEV ガイドライン：International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines。欧米を中心に約 40 の国と地域の VC、Private Equity の業界団体が支持する、未公開株式の公正価値測定のガイドライン



グローバル CVC は金銭的なリターンと戦略的リターンの両方を目指している会社が 2/3。日本は戦略的リターンを主に重視している会社が 52%と過半数を占めた（設問 2）。

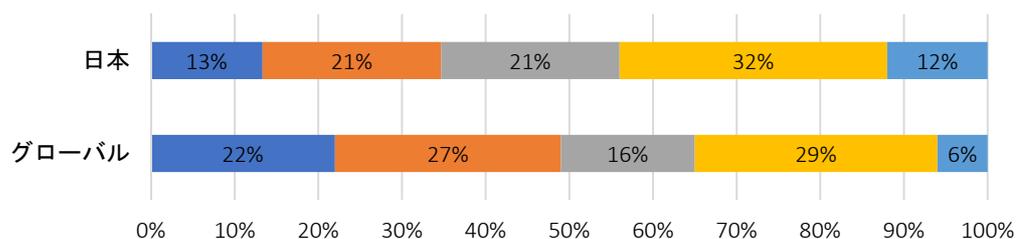
各投資に対する分析指標として、グローバル CVC ではキャッシュ・オン・キャッシュ・リターン⁶を全体の 6 割以上が採用している。一方国内 CVC ではこれを 3 割程度しか使用しておらず、最も採用率が高いのはハードルレートまたは IRR であった。分析指標を使用していない CVC の割合はグローバル 15%に対し国内は 23%と比較的多かった。（設問 28）。

⁶ キャッシュ・オン・キャッシュ・リターン (CCR) : 投下する純粋な投資資金 (現金) に対する現金のリターン。マネジメントフィー、キャリドインタレスト、その他ファンドの経費を差し引いたリターン。

1.2.2 目的

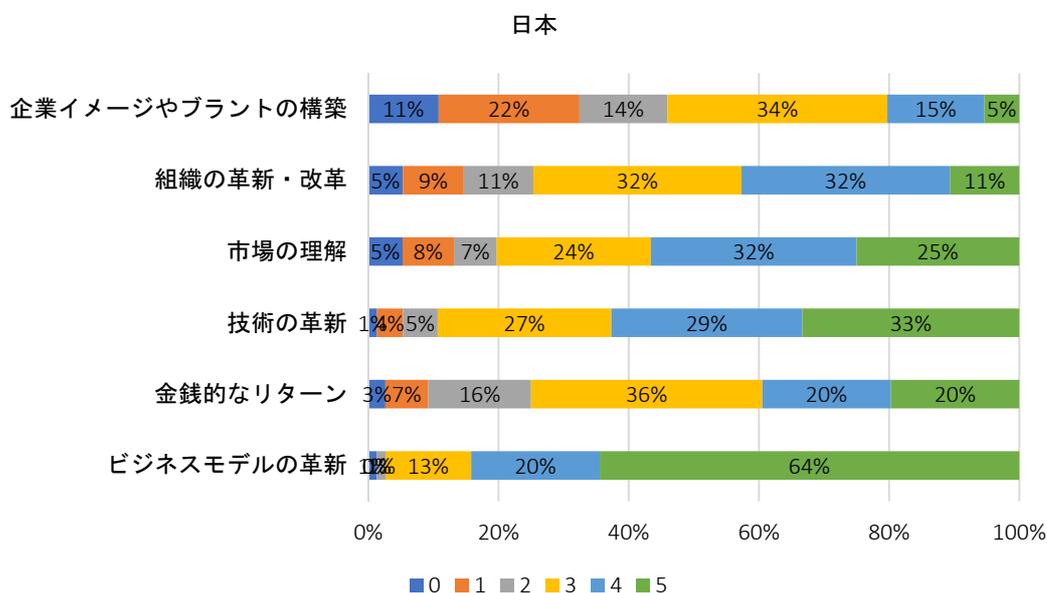
設問6：御社がベンチャー投資をする際の投資方針に最もよく当てはまるものは、次のうちどれですか？

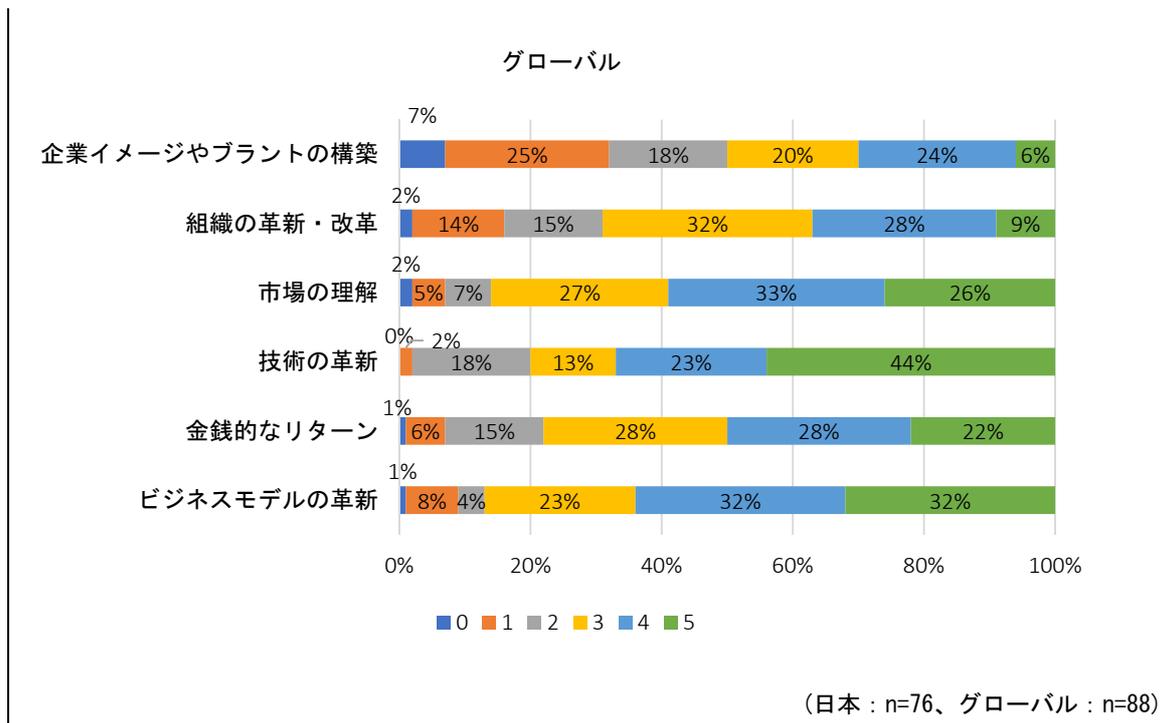
- 自社業界の事業効率を改善するような企業を支援する。
- 自社が将来的に販売できそうな商品やソリューションを探す。
- 自社の製品やソリューションの市場となるようなエコシステムをつくる。
- 自社が新たな市場に参入するきっかけとなるような企業を支援する。
- 純粋に金銭的なリターンを追求する。



(日本：n=75、グローバル：n=86)

設問5：ベンチャーへの投資・協業によって得られる効果のうち、以下の点はあなたの組織にとってどの程度重要ですか？（0=まったく重要でない、5=非常に重要であるとして、0～5の数字でお答えください）。





投資方針を比較すると、日本は新市場参入の契機となるようなスタートアップの支援や、自社の製品やソリューションの市場となるようなエコシステムをつくることを重視しているのに対し、グローバルでは新市場参入もあるが、自社業界の事業効率の改善や、自社が将来的に販売できそうな商品やソリューションを探すための投資という側面が相対的に強くなっている（設問 6）。

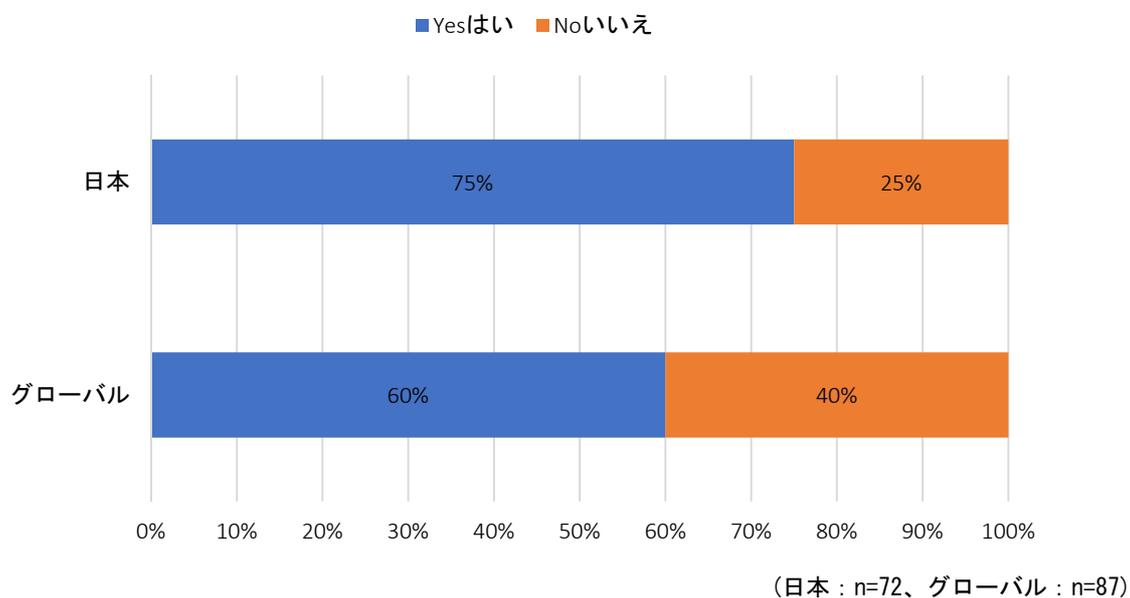
またスタートアップへの投資によって得られる効果のうち、国内 CVC ではビジネスモデルの革新を特に期待しているのに対し、グローバル CVC では技術革新を期待する傾向がより強い（設問 5）。

これらを総合して考えると、国内 CVC は現在のビジネスモデルに課題を持っており、投資によって今後の新たな方向性を模索するために、飛び地（新領域）への投資を重視しているのに対し、グローバル CVC は特に自社の既存領域の改善や効率化のために CVC 活動を行っていると解釈できる。

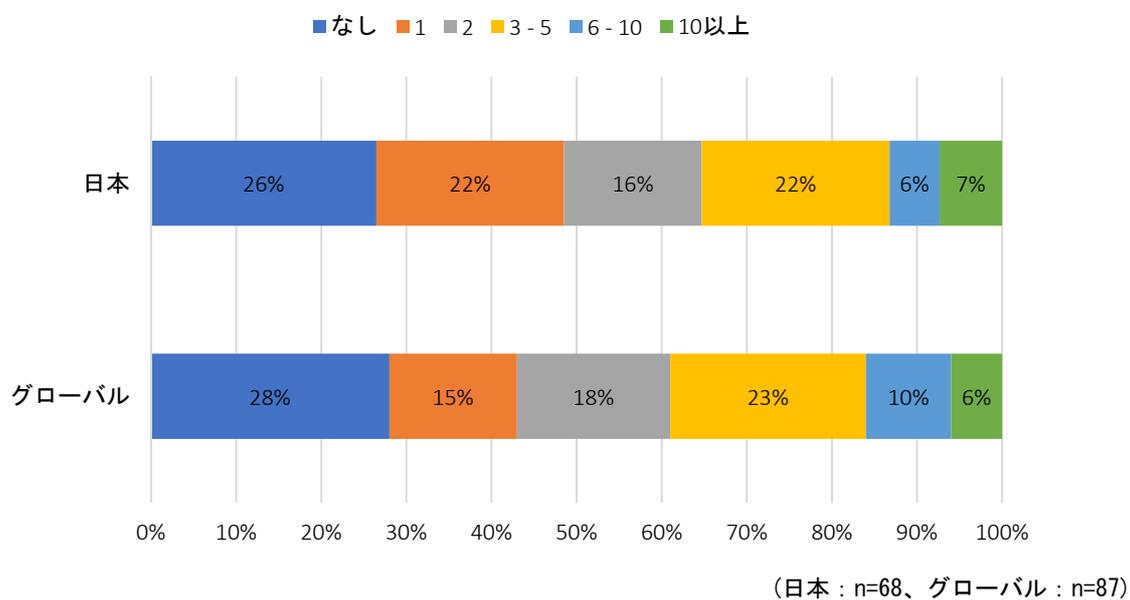
日本の CVC が新市場参入のきっかけとして投資を重視するのに対して、世界の CVC は同様の文脈もありつつも、自社の既存領域の業務効率化に資する投資活動に対しても積極的であるといえよう。

1.2.3 投資手段

設問 23 : 他のベンチャーキャピタルのファンドに、LP (有限責任組合員) として投資を行っていますか?



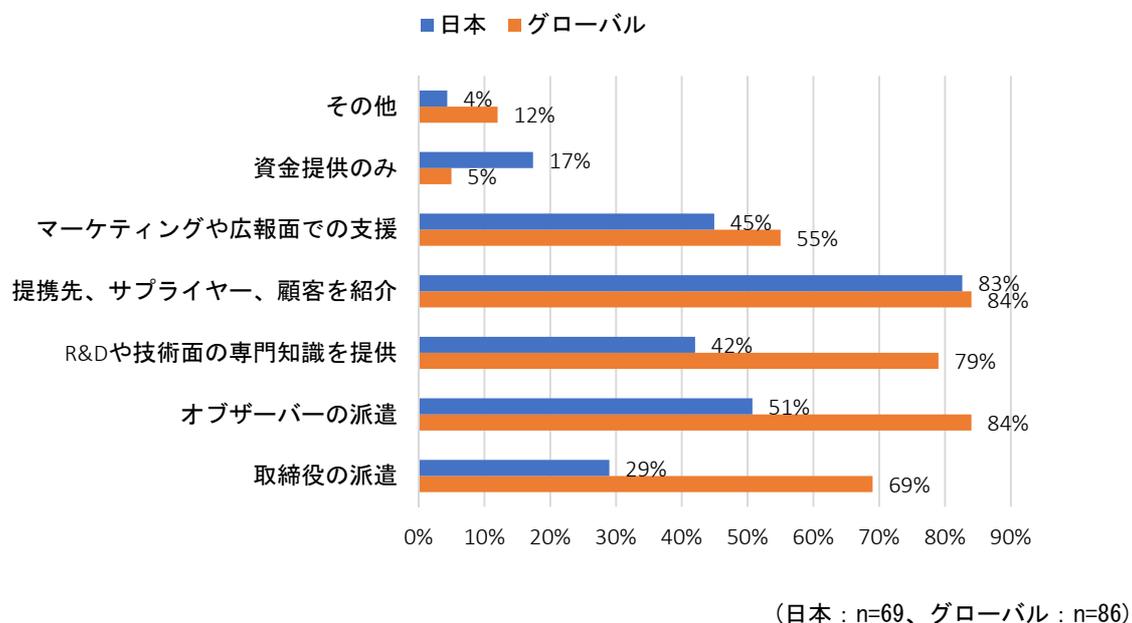
設問 24 : LP として、いくつのファンドに投資していますか?



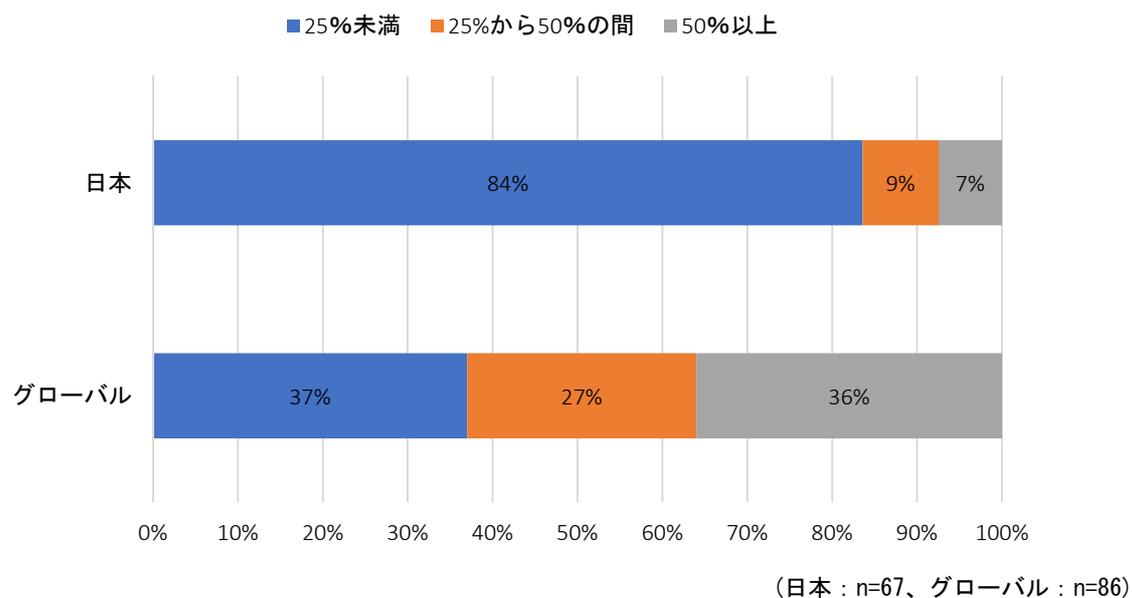
国内もグローバルも他社ベンチャーキャピタルファンドに対する LP 持分出資を積極的に活用している。投資しているファンドの数も多くなっており、スタートアップへの直接投資のみならず他社ベンチャーキャピタルファンドを介した間接投資による情報収集が積極的に行われている事がわかる (設問 23、設問 24)。

1.2.4 投資先への関与

設問 16: 投資しているベンチャー企業を、以下のどの手法でサポートしていますか? 当てはまるものをすべてチェックしてください。

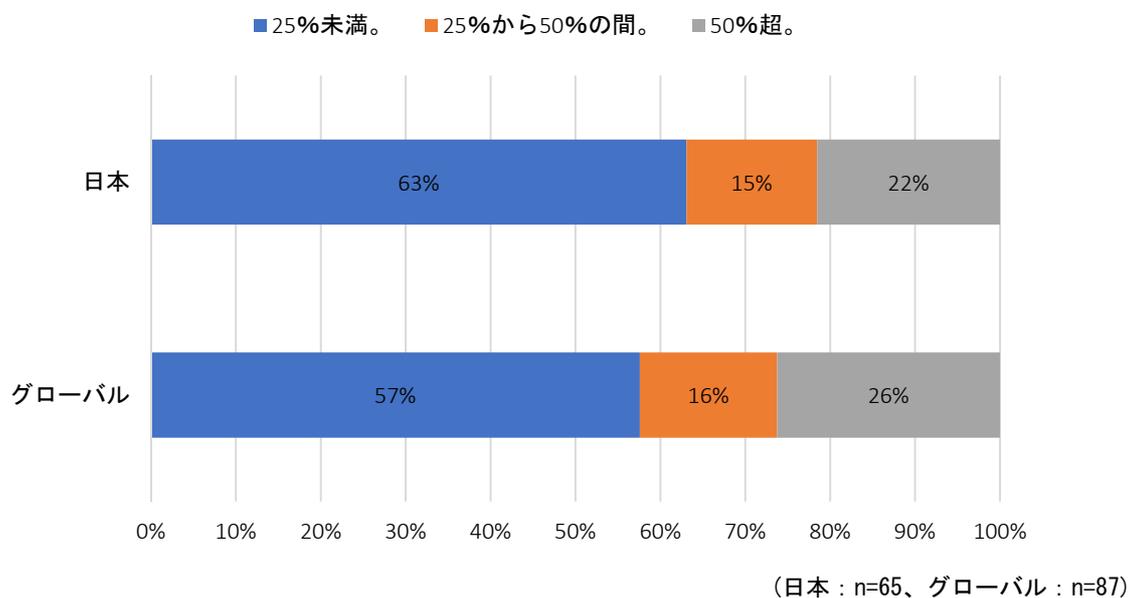


設問 17: これまでに投資したベンチャー企業のうち、取締役の派遣を通じて積極的にサポートしている企業の割合はどのくらいですか?



設問 18: これまでに投資したベンチャー企業と、御社(または親会社)との間で、事業提携や協業契約を

行うことが決まり、それと同時に投資が行われた案件は、全体の何%ですか？



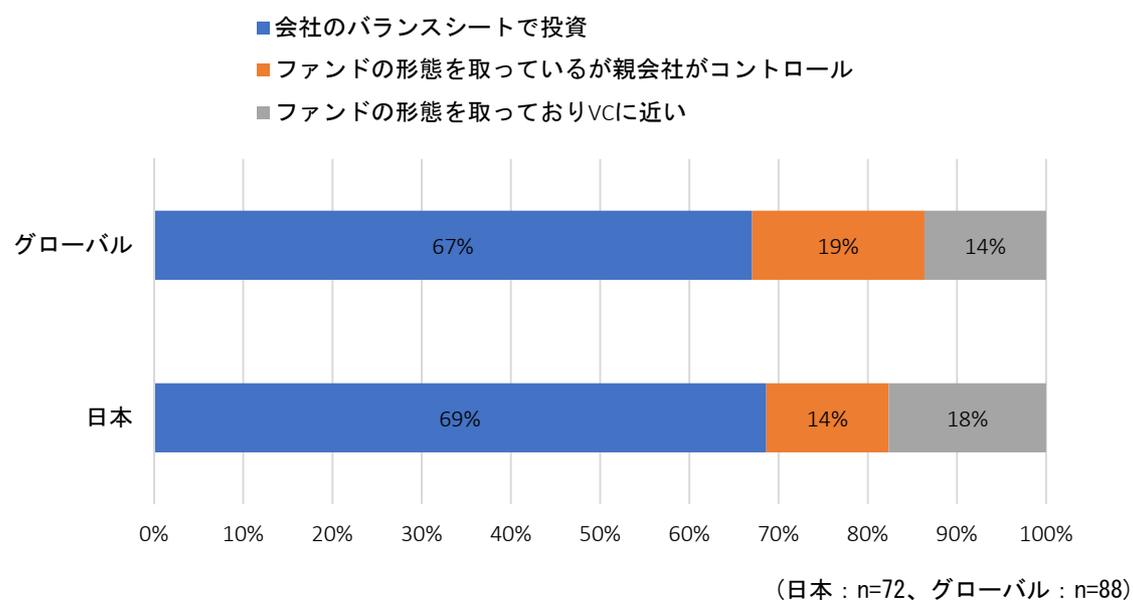
投資先への関与に関しては、グローバル CVC が R&D や技術面等の専門知識の提供やオブザーバー/取締役の派遣といった積極的な知見の提供をしている一方で、国内 CVC ではそういった部分はあまり活発ではなく、サポートの範囲が顧客やサプライヤーの紹介にとどまっている事がわかる（設問 16、設問 17）。これは設問 14 にあったリードインベスターとしての投資活動の割合との差分とも一致しており、グローバル CVC の積極的な姿勢が見て取れる。なお、投資と同時に事業提携や協業が行われている割合は、国内とグローバル CVC で比較しても大きな差は存在しなかった（設問 18）。

1.3 投資組織

1.3 では CVC の組織構造を日本・グローバル間で比較していく。

1.3.1 ストラクチャー

設問3 & 4: どのようなストラクチャーでベンチャー投資をしていますか?

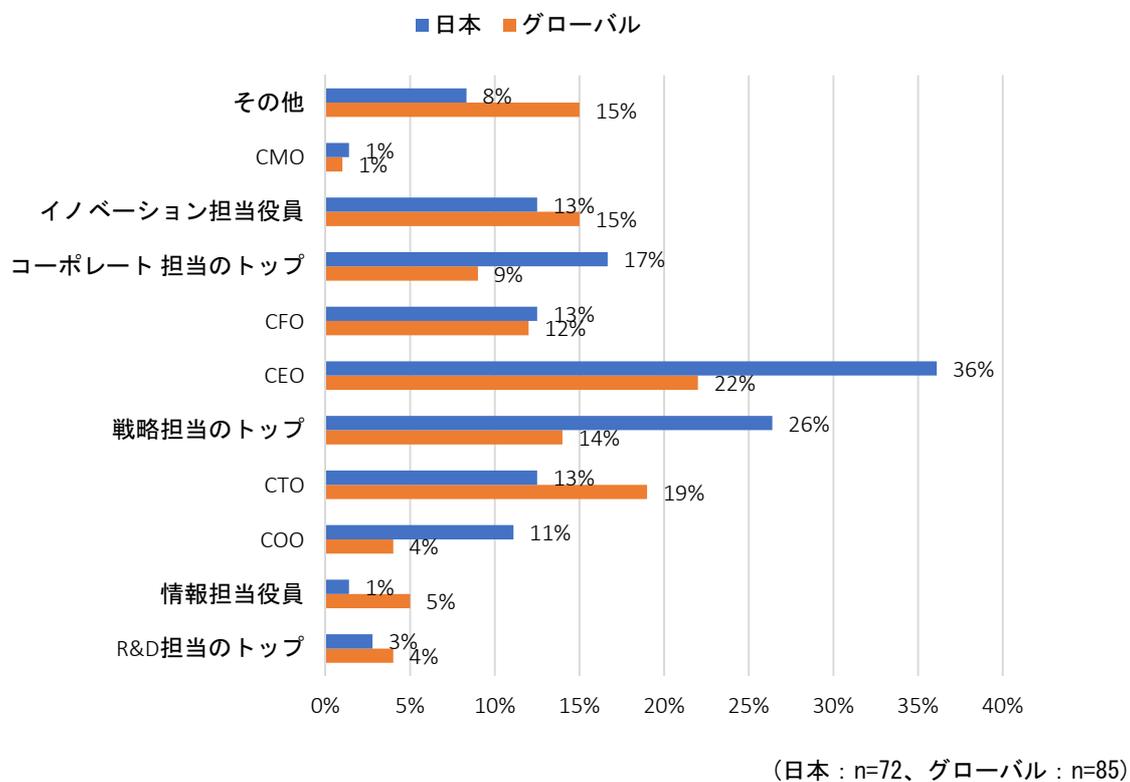


CVC のストラクチャーについては、国内 CVC グローバル CVC 共に会社のバランスシートから直接出資をするケースが全体の 2/3 を占める。残りの 1/3 はファンドの形態を取っているが、グローバル CVC は親会社のコントロール下に置かれている場合がその過半であるのに対し、国内 CVC はベンチャーキャピタル (VC) に近い形態をとる方が多数となっている。

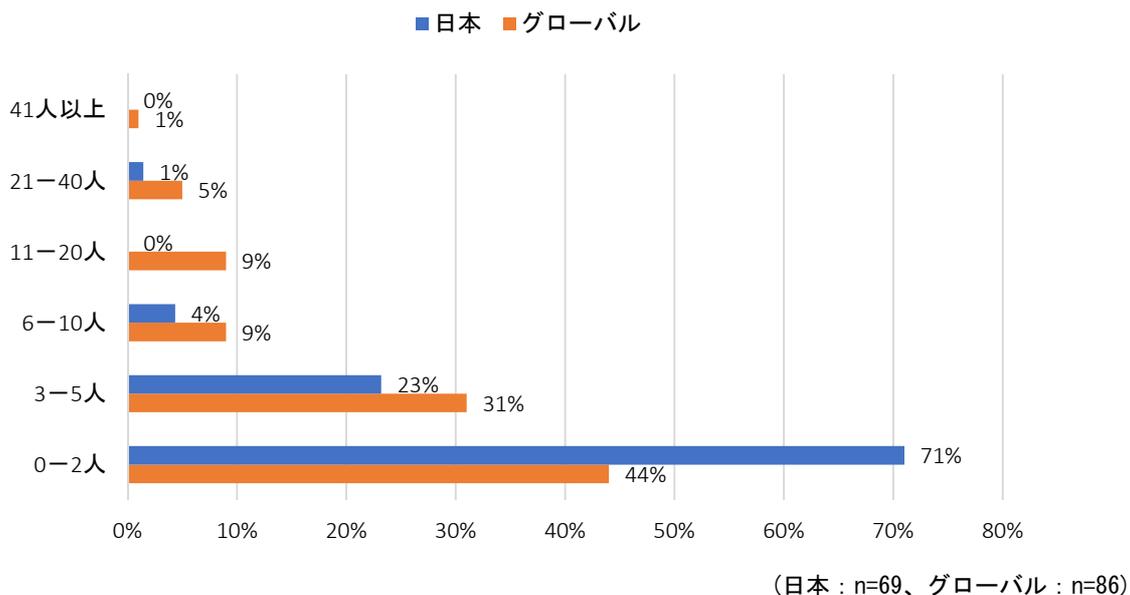
(設問3、設問4)

1.3.2 レポーティング対象と職位

設問 29：御社のベンチャー投資・協業を担当する組織は、取締役・執行役員クラスでは誰から指示を受けていますか？

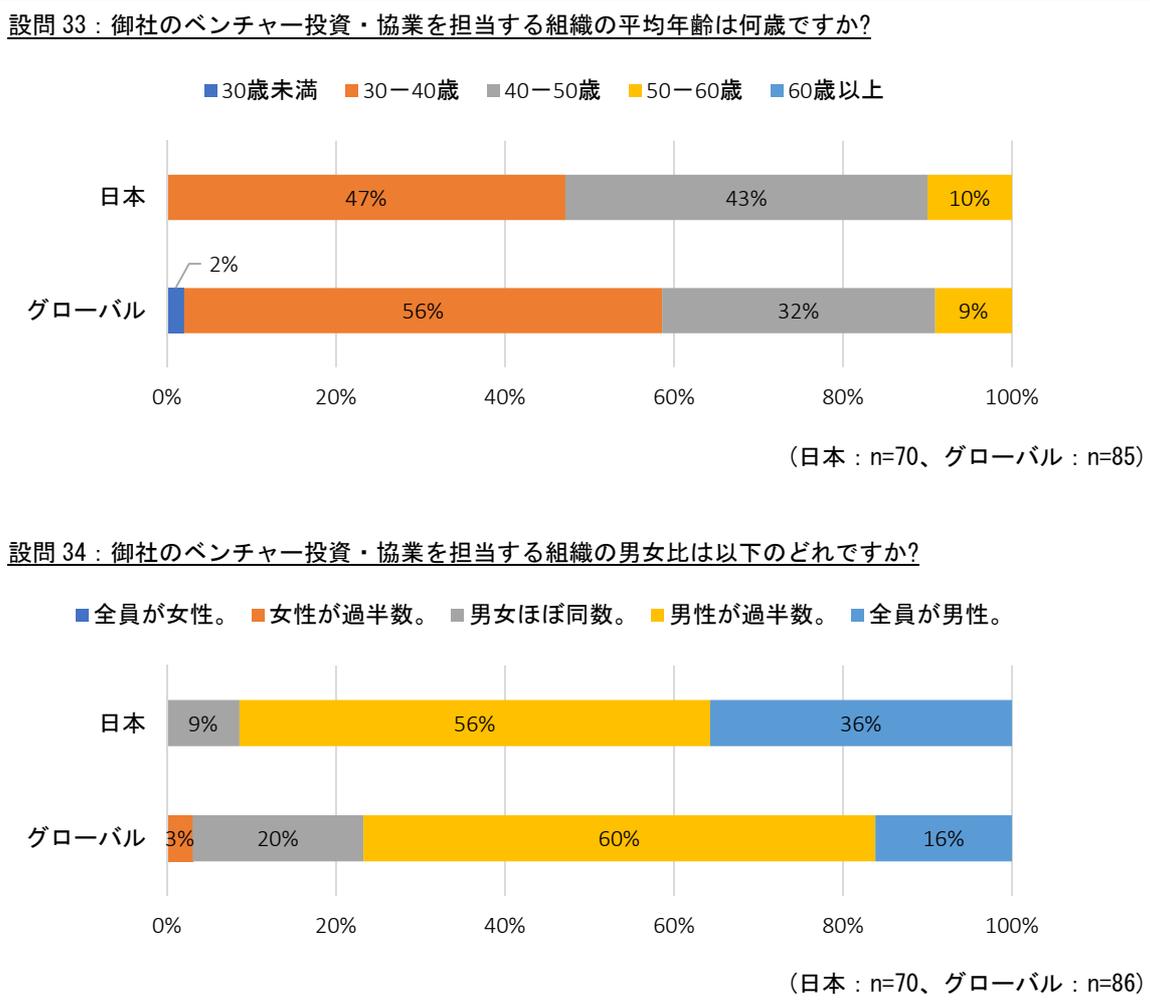


設問 30：御社のベンチャー投資・協業担当組織には、何人の取締役・執行役員がいますか？



日本のCVCのレポーティング対象は、第一位がCEO(36%)、第二位が戦略担当のトップ(26%)であった。一方、グローバルのレポーティング対象は、第一位がCEO(22%)、第二位がCTO(19%)であった。これは投資目的が技術革新であることにも通じている(設問29)。その一方で、国内CVCはグローバルCVCと比較すると、組織規模の違いはあるが、投資組織内に取締役・執行役員の数少数にとどまっている(設問30)。

1.3.3 年齢・性別



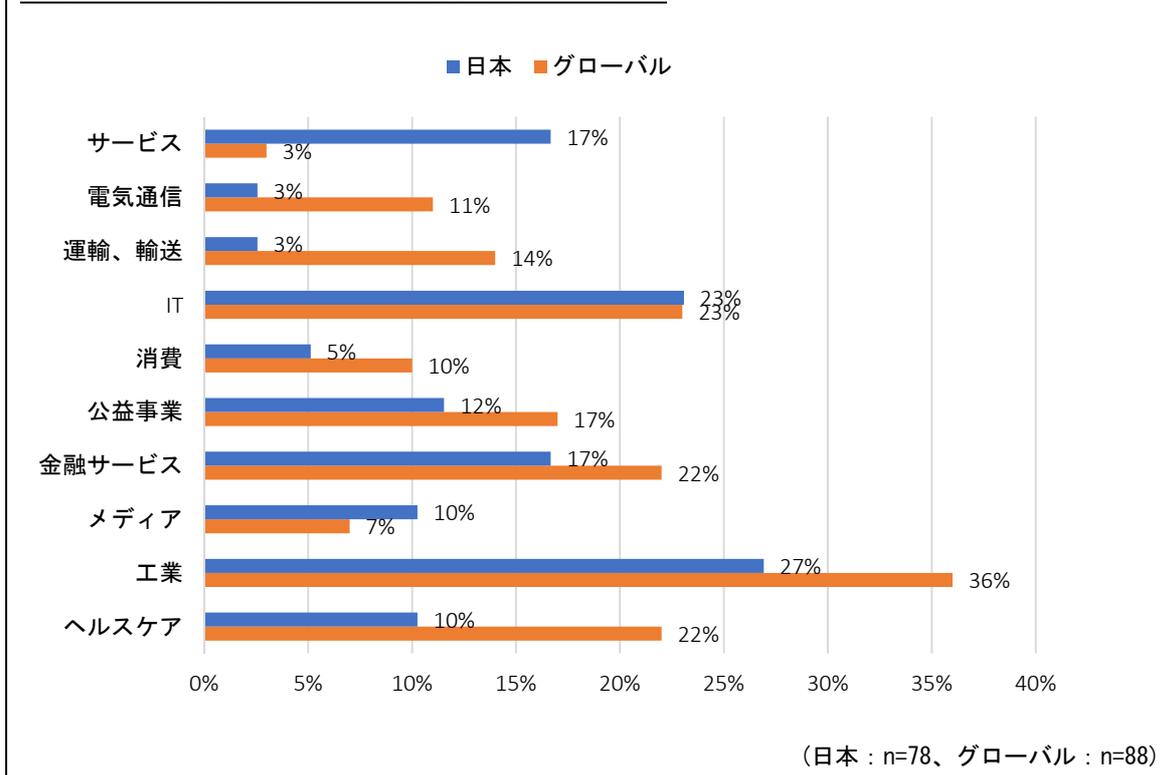
国内CVCは投資組織の平均年齢が30代と40代が非常に近い割合であるのに対し、グローバルCVCは30代がボリュームゾーンとなっており、相対的に若い人員で構成されている(設問33)。男女比はグローバル・日本共に男性の割合が高いCVCが圧倒的に多いものの、グローバルでは男女ほぼ同数や女性が過半数のCVCも23%程度存在している。(設問34)

1.4 その他

1.4 ではその他の観点として、業種や投資案件のソーシング基準について考察を行う。

1.4.1 業種

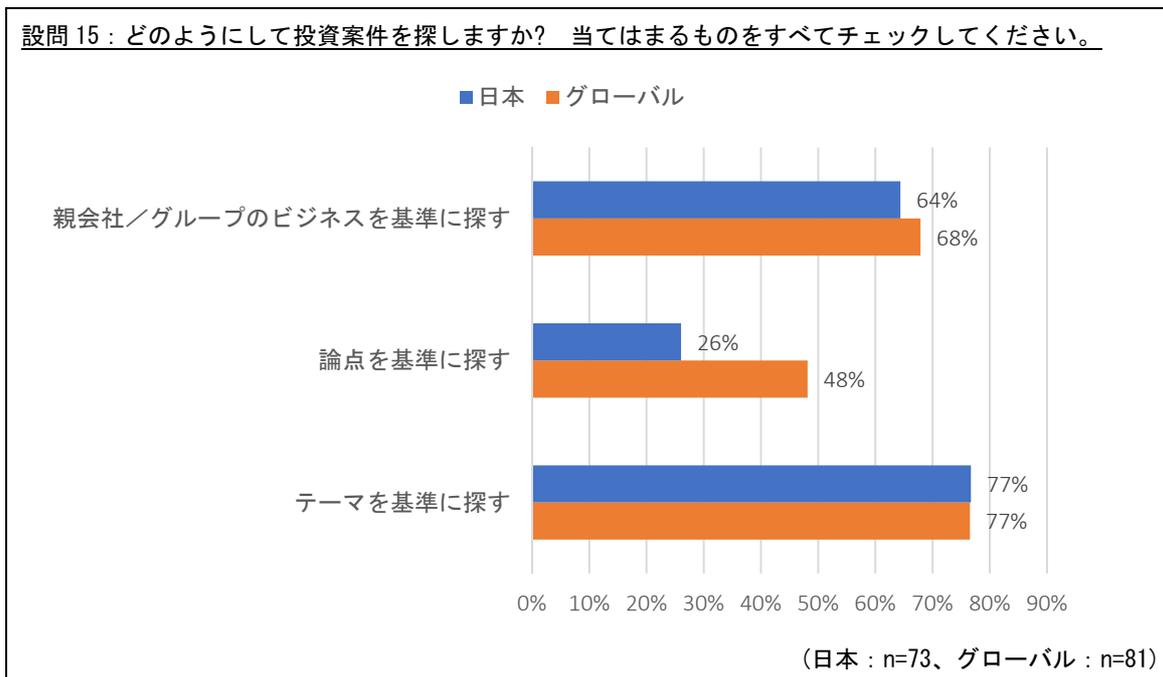
設問1：御社（あるいは親会社）の業種を教えてください。



親会社組織が属する業種については、国内 CVC では IT・サービスといった比較的保有資産が軽くインターネットにより近い産業が活発であるのに対し、グローバル CVC では工業・ヘルスケア・金融といった所謂重厚長大なレガシー産業に属する業種の CVC が多い(設問1)。

1.4.2 ソーシング

設問 15：どのようにして投資案件を探しますか？ 当てはまるものをすべてチェックしてください。



国内 CVC ではテーマ・親会社のビジネス（業界）を基準にソーシングを行っている事が多いが、この状況はグローバル CVC と大きな違いは見られなかった（設問 15）。

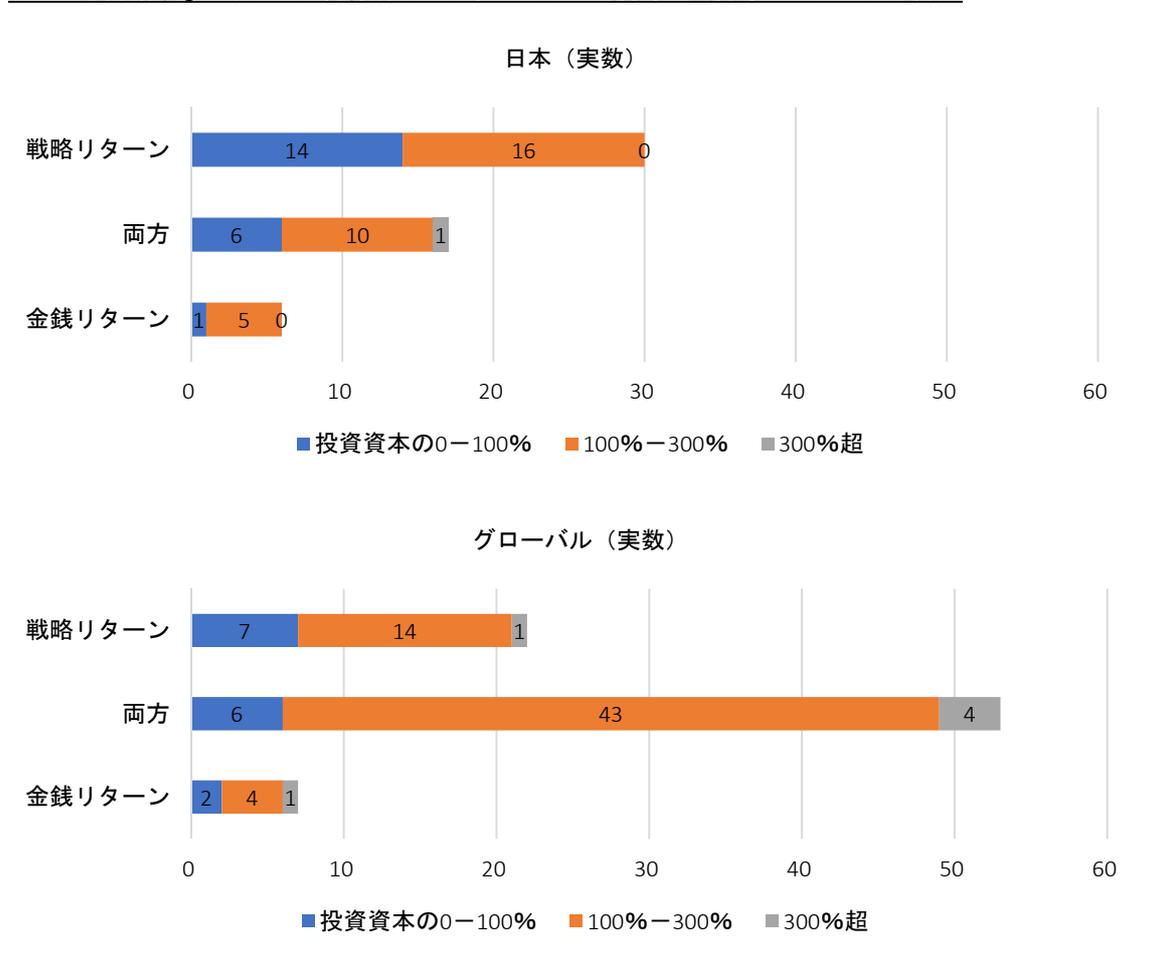
1.5 各指標とパフォーマンスのクロス集計分析

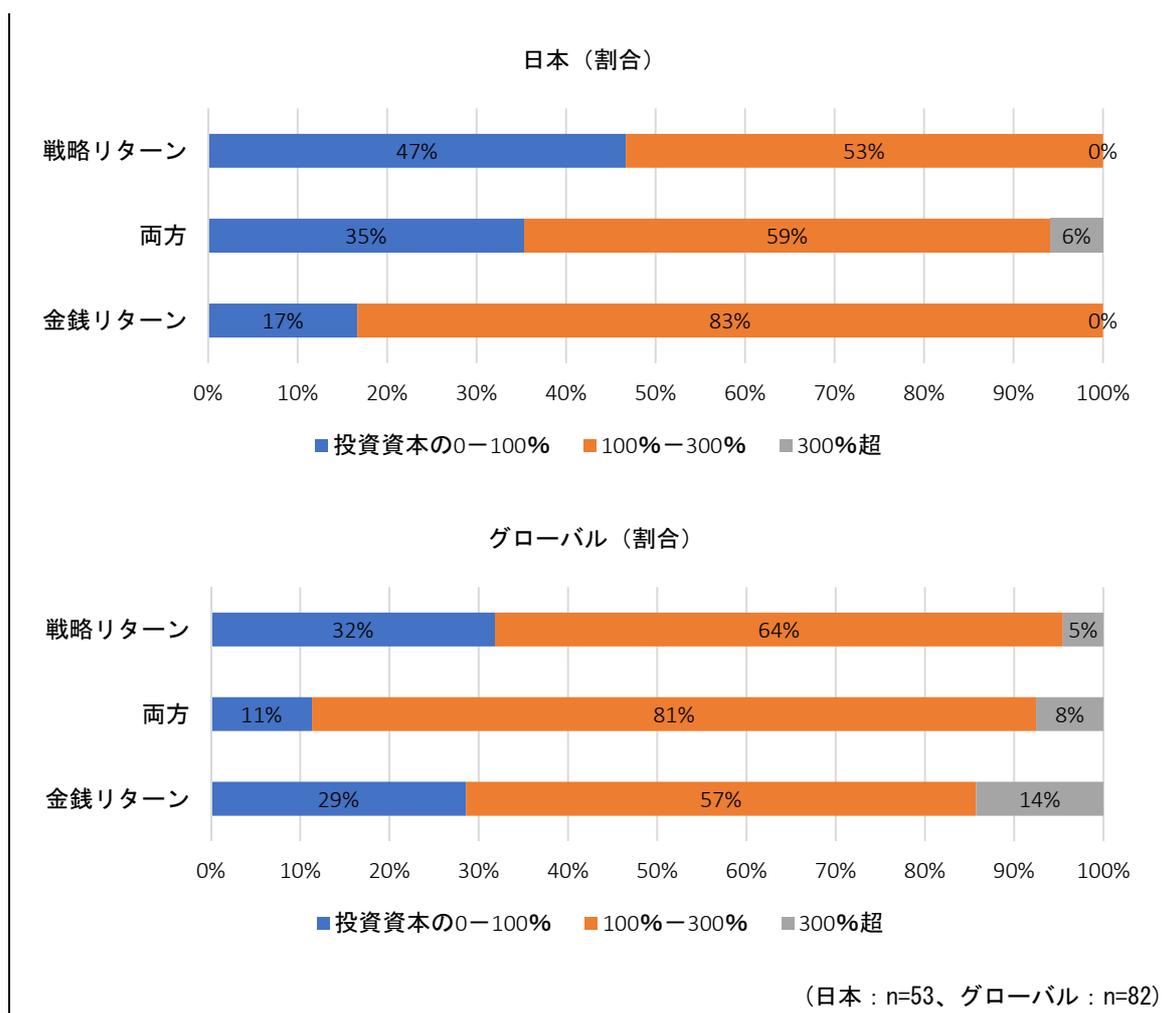
本節では、設問 25 で得られた投資パフォーマンス別のクラスター（投資倍率 1x 未満、同 1-3x、同 3x 以上）と各設問についてクロス集計を行い、投資パフォーマンスの差分がどこで生まれているのかを分析する。

1.5.1 リターン目標とパフォーマンス

まず設問 2（内容：金銭的なリターンと戦略的なリターンでは、どちらを重視しますか？
回答選択肢：戦略リターン・金銭リターン・両方）の中で、回答が得られたリターン目標別のクロス集計は以下の結果となった。

クロス集計結果①：リターン目標別のパフォーマンス（設問 2 と設問 25 のクロス集計）



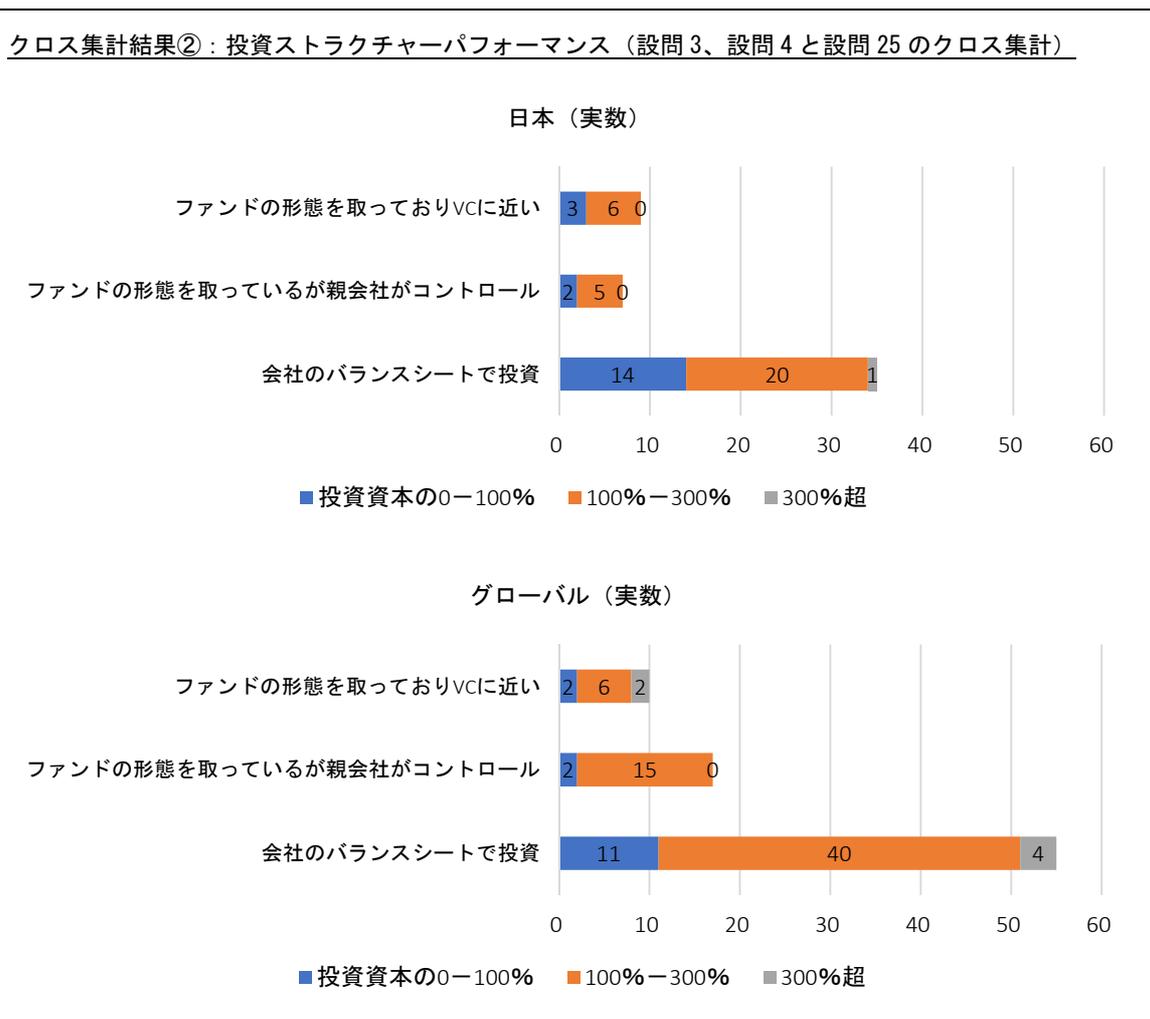


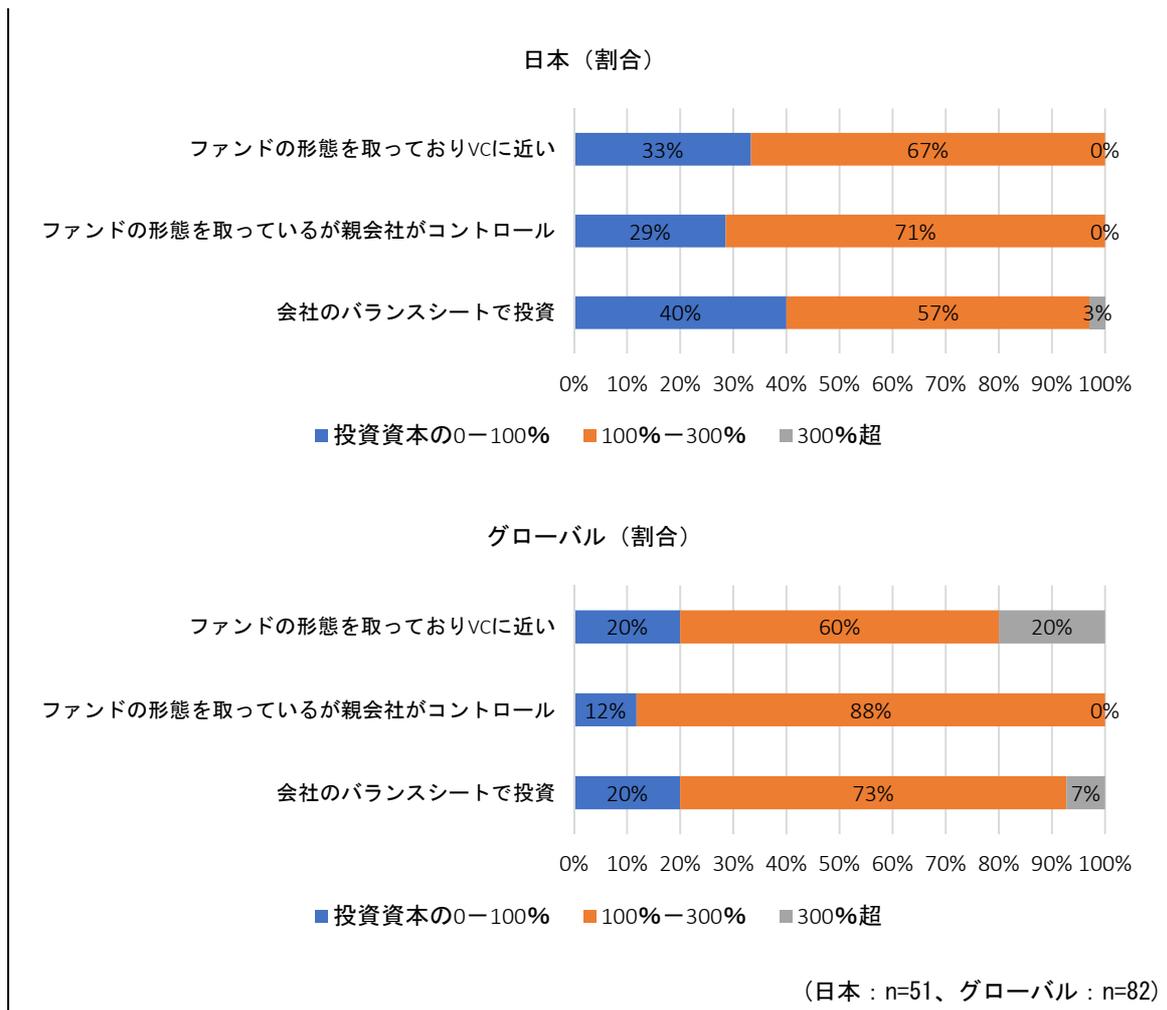
まず、戦略リターンを重視する傾向が強い（52%が戦略リターン重視）国内 CVC については、戦略リターンのみを重視するセグメントの約半数がコスト割れとなっており、金銭リターンのみを重視するセグメントのコスト割れは17%に留まっている。対して戦略リターンと金銭リターンの両方を重視する傾向が強い（66%が両方重視）グローバル CVC は、両方重視するセグメントの89%がプラスのリターンとなっている。また金銭リターンのみを重視するセグメントは3xを超えるパフォーマンスとなった先が14%ある一方でコスト割れとなった先が29%もあり、各クラスターの中でパフォーマンスのボラティリティが最も高い結果となっている。

戦略リターンのみ重視するよりも、戦略リターン・金銭リターンの両方を重視したセグメントは元本回収率がグローバル・国内ともに高い結果となっており、グローバル CVC に比して国内 CVC のリターンが低い原因は、戦略リターン追求にもその原因があるといえよう。

1.5.2 ストラクチャーとパフォーマンス

次に、設問 3、設問 4（内容：どのようなストラクチャーでベンチャー投資をしていますか？ 回答選択肢：ファンドの形態を取っており VC に近い・ファンドの形態を取っているが親会社がコントロール・会社のバランスシートで投資）の中で、回答が得られたストラクチャー別のクロス集計は以下の結果となった。



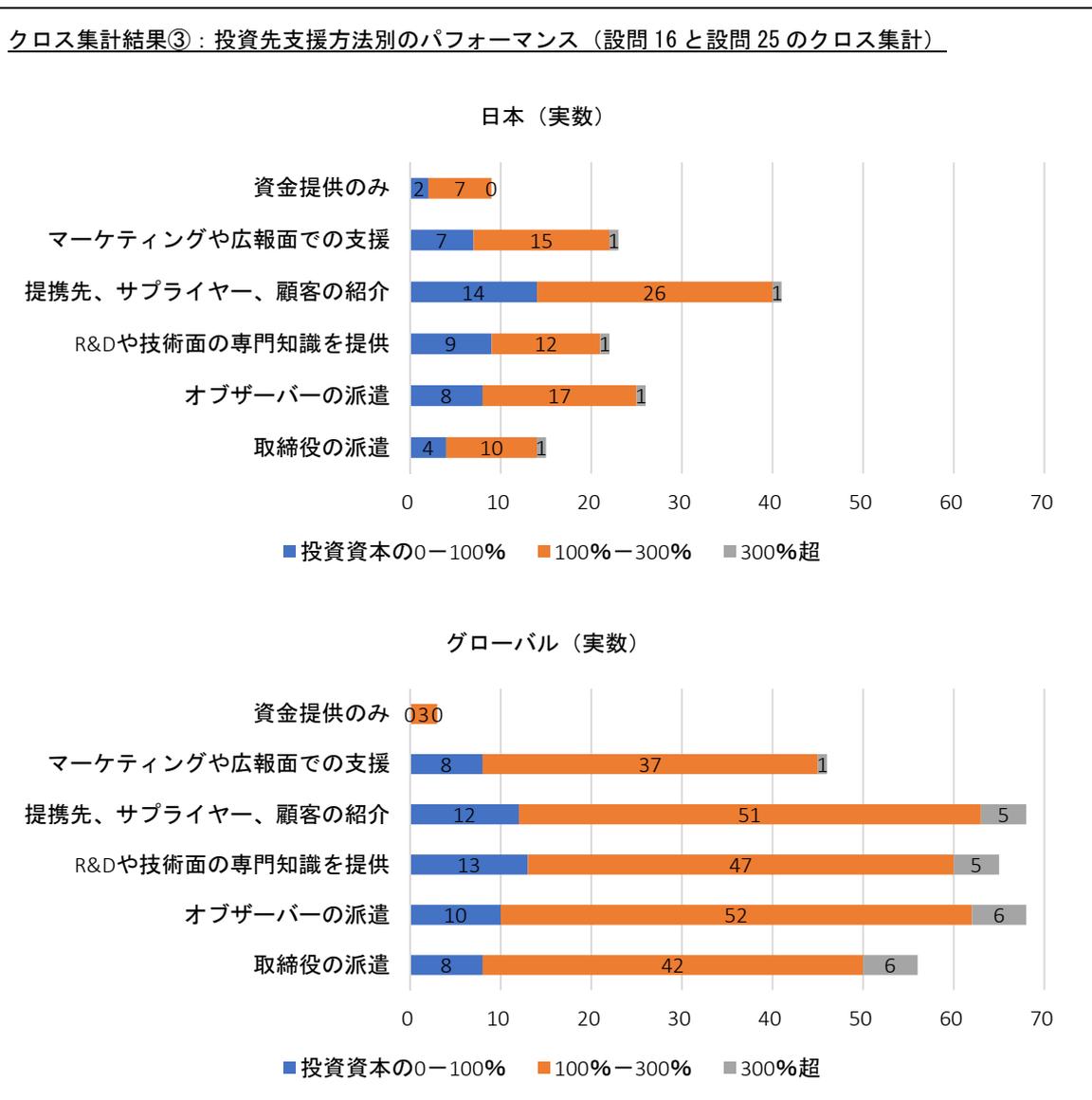


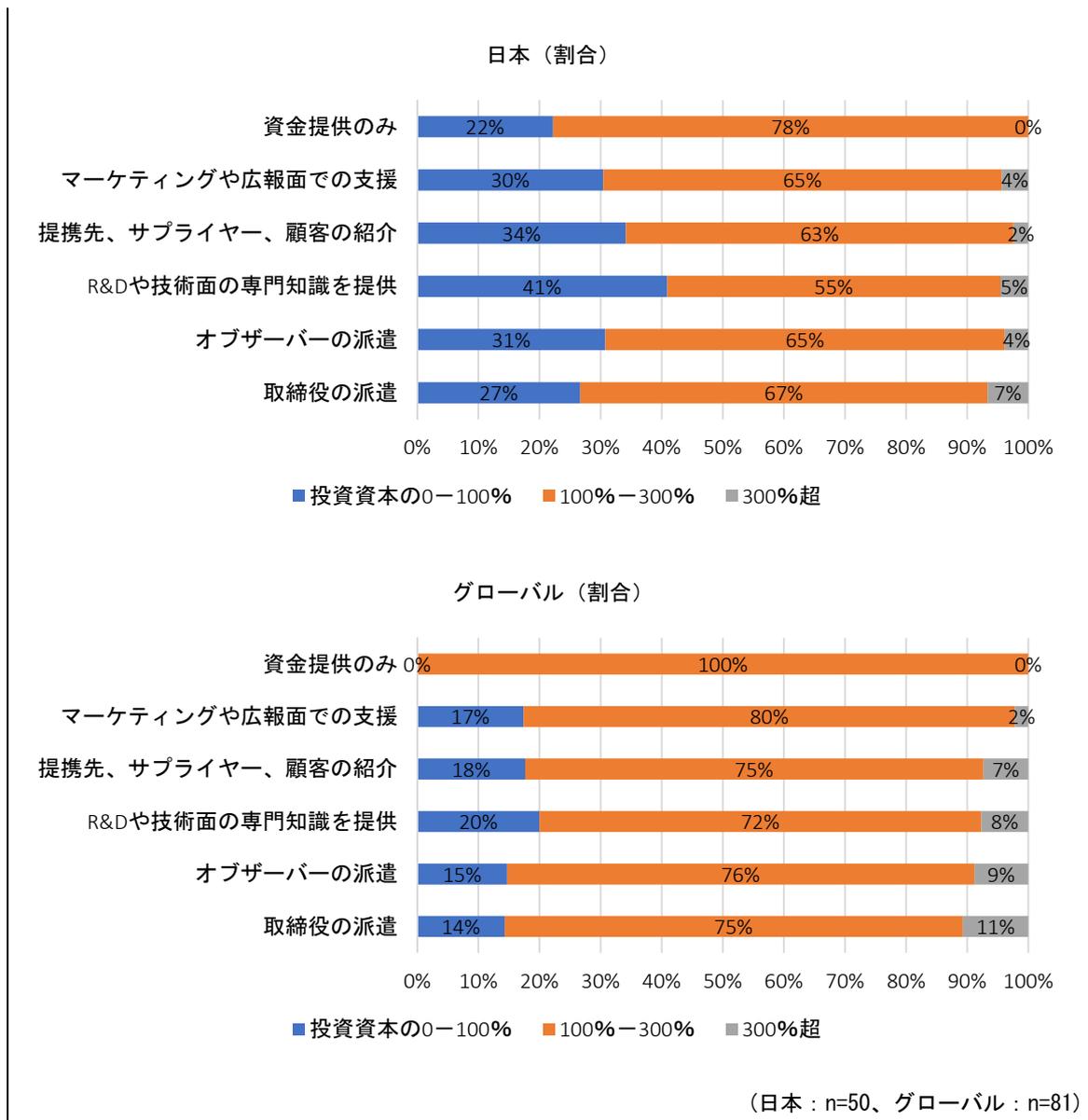
ストラクチャーとパフォーマンス（投資倍率）での関係を見ると、グローバルでは「ファンドの形態を取っており VC に近い」CVC で 3x 以上のリターンを出す CVC が 20%存在しハイパフォーマンスではあるが、「ファンドの形態を取っているが親会社がコントロールしている」CVC のセグメントが元本回収できている比率が最も高く、88%がプラスのリターンとなっている。

国内 CVC でも同様に、「ファンドの形態を取っているが親会社がコントロールしている」CVC のセグメントが元本回収できている比率が最も高いが、そのセグメントの CVC が最も少ない状況である。

1.5.3 投資先の支援方法とパフォーマンス

次に、設問 16（内容：投資しているベンチャー企業を、以下どの手法でサポートしていますか？当てはまるものをすべてチェックしてください。 回答選択肢：取締役の派遣・オブザーバーの派遣・R&D や技術面の専門知識を提供・提携先/サプライヤー/顧客を紹介・マーケティングや広報面での支援・資金提供のみ・その他）の中で、回答が得られた投資先関与手法別のクロス集計は以下の結果となった。

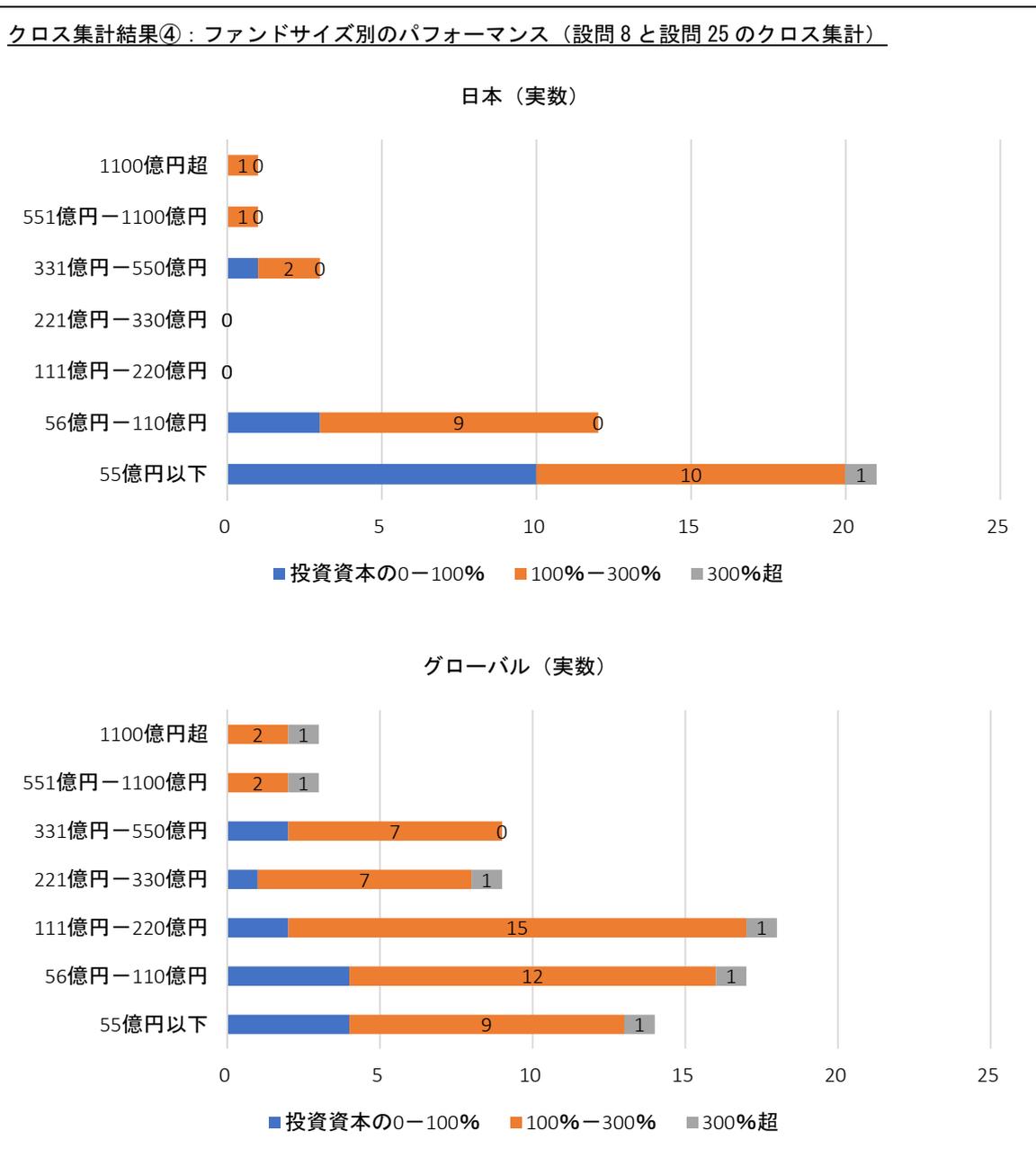


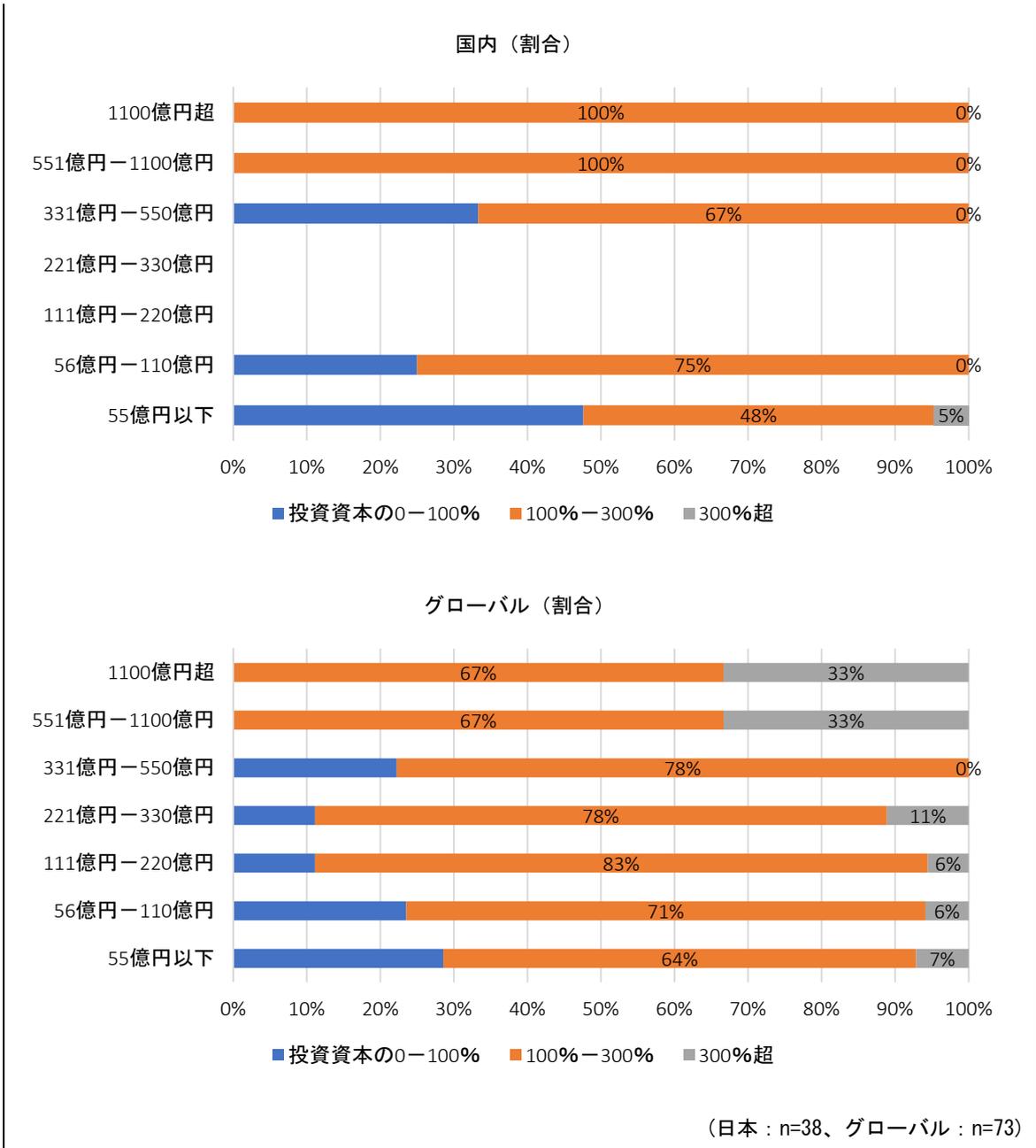


投資先の支援方法とパフォーマンス（投資倍率）での関係を見ると、グローバル CVC は取締役派遣やオブザーバー派遣、知識提供などの積極的なハンズオン支援を行うほど 3x 以上のリターンを出す比率が高まる結果となっており、ハンズオン支援をするほどパフォーマンスが高まる傾向にある。国内 CVC でもハンズオン支援とパフォーマンスの関係に同様の傾向はみられるものの、国内 CVC では取締役派遣・オブザーバー派遣・知識提供などの積極的なハンズオン支援を行っている CVC がそもそも少ないことから、グローバルと日本のパフォーマンスの違いが生まれているといえる。

1.5.4 ファンドサイズとパフォーマンス

次に、設問 8（内容：CVC ファンドの規模は全体でどのくらいですか？ 回答選択肢：55 億円以下、56-110 億円、111-220 億円、221-330 億円、331-550 億円、551-1,100 億円、1,100 億円超、その他）の中で、回答が得られたファンドサイズ別のクロス集計は以下の結果となった。

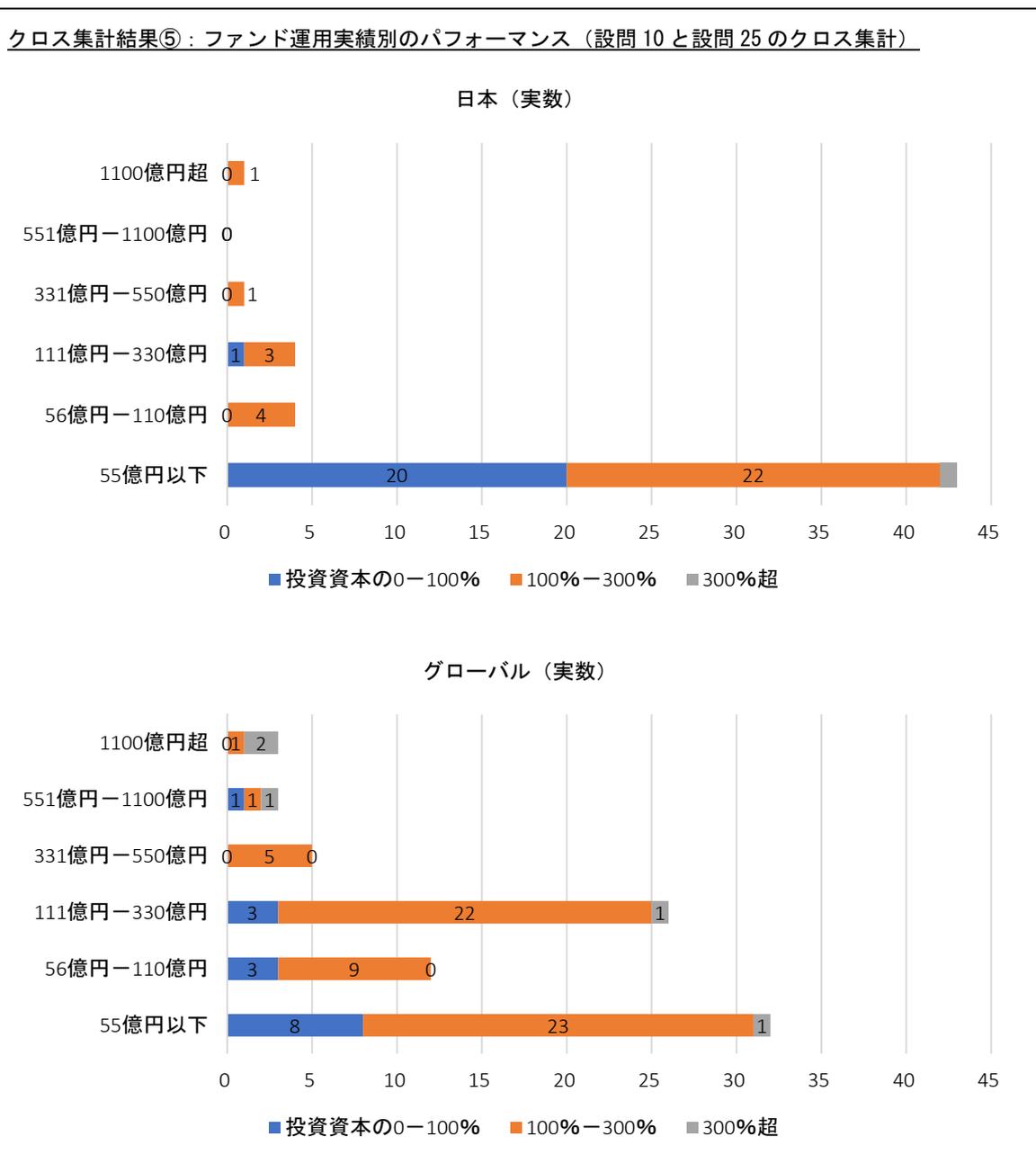


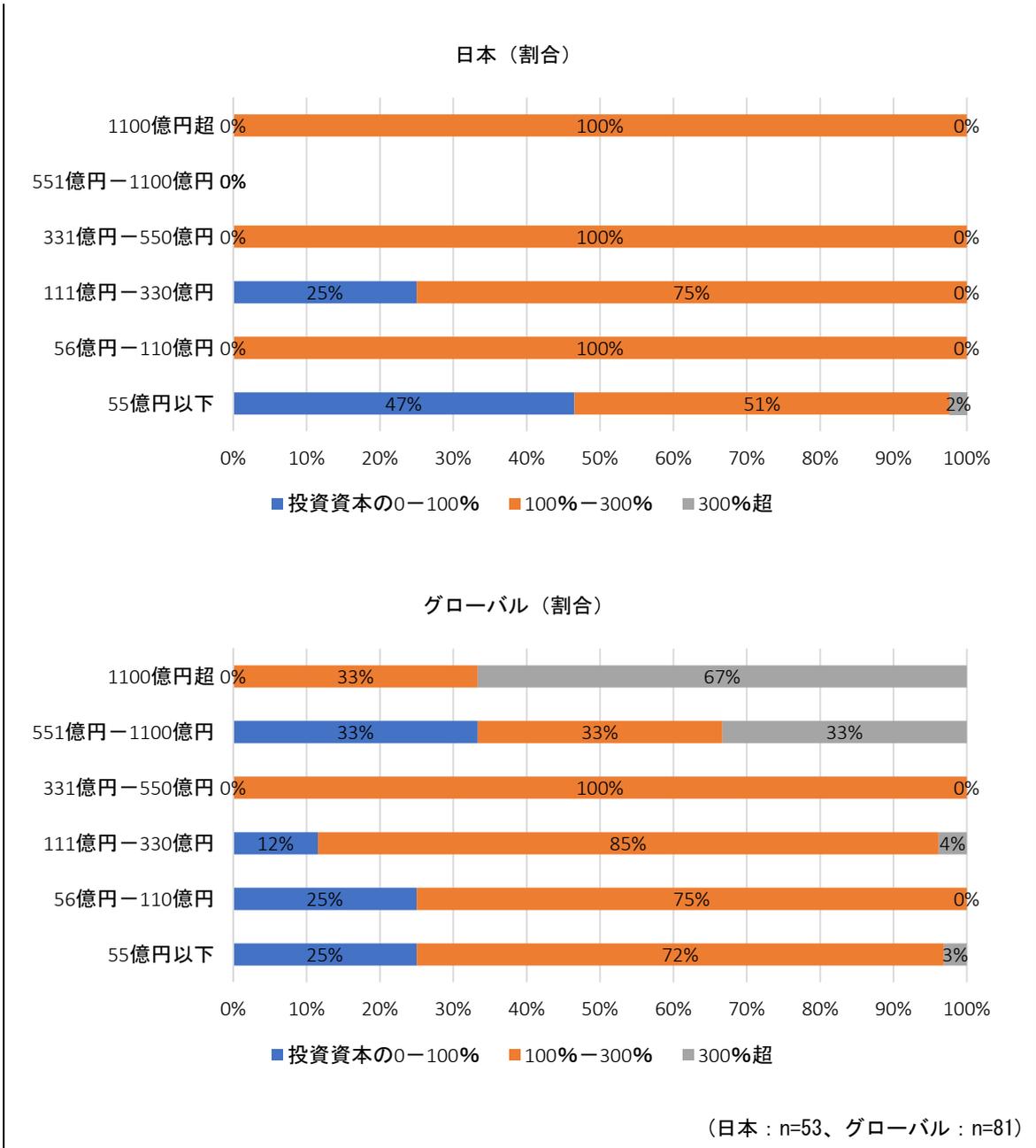


ファンドサイズとパフォーマンス（投資倍率）での関係を見ると、グローバル CVC ではファンドサイズが大きくなるほど 3x 以上のリターンの割合が増え、コスト割れの割合が下がっており、ファンドサイズが大きいほどパフォーマンスが高いという結果となった。一方国内 CVC では、そもそも 110 億円を超えるファンドサイズの CVC が極めて少なく、グローバルと国内 CVC のパフォーマンスの違いが生まれている。

1.5.5 ファンド運用実績とパフォーマンス

次に、設問 10（内容：これまでに、実際にどのくらいの金額を投資しましたか？ 回答選択肢：55 億円以下、56-110 億円、111-220 億円、221-330 億円、331-550 億円、551-1,100 億円、1,100 億円超、その他）の中で、回答が得られたファンド運用実績別のクロス集計は以下の結果となった。





ファンド運用実績とパフォーマンス（投資倍率）での関係を見ると、前項のファンドサイズ別のパフォーマンスと同様に、運用実績額が大きいほどパフォーマンスが高いという結果となった。一方国内 CVC では、全体的にファンドサイズが小さいために運用実績額も少なく、グローバルと国内 CVC のパフォーマンスの違いが生まれている。

1.6 CVC 活動調査結果のまとめと考察

1.6.1 CVC 調査結果のまとめ

ファンドサイズの差

CVC のファンドサイズに関しては、国内 CVC の 45%が 55 億円以下のファンド/予算に留まる一方、グローバル CVC は 82%が 55 億円を超える規模であり、111 億円以上のファンドも 50%あった。日本の CVC は小さく見えるが、日本とグローバルのマーケットのサイズを考えると、彼我間のファンドサイズの差は、一定の理解はできる。

さはさりながら、調達金額が多ければ多いほど、スタートアップは優秀な人材の採用、新商品・サービスの開発や既存商品の改善、営業人員拡充やマーケティング等の経営課題に十分な資金を投入する事ができ、会社の成長を加速させたり事業の成功確率を高める事が可能となる。国内 CVC 及びグローバル CVC の両方で、ファンドサイズが 55 億円以下の場合がコスト割れの確率が高くなっている。投資家の役割の一つは、スタートアップが描くビジネスモデルを実現する為に十分なリソースを提供する事である。CVC の戦略的リターンを実現する為の資金提供という意味でも、ファンドサイズの拡大は CVC の成功確率を高める事にもつながる可能性がある。

投資実績の差

一方で、マーケットの違いだけで比較しきれないのが投資件数である。日本の CVC の累計投資件数は 5 件以下が 44%と割合が大きかった。一方、グローバル CVC では、11-25 件が 30%、次いで多いのが 26-50 件 (21%) となっており、明らかにグローバルの方が投資実績は多い。

また、今回の調査では、グローバル CVC において、累計投資実績の金額が大きいほどパフォーマンスが高いという結果が出た。

スタートアップ投資では、すべての投資でリターンを得るのは不可能である為に、一定の数の投資を行いリスクを最小化する事が求められる。5 件以下だとポートフォリオとしても不十分である。また、スタートアップ投資はリスクが高い性質を持っており、経験のないメンバーがそう簡単にリターンが出せるものではない。また、少額の投資ではスタートアップのリソースを拡充する事はできず、事業規模の急拡大は望めない。

リターン実績の差

リターン実績に関する調査結果として、グローバル CVC が国内 CVC を圧倒的に上回る結果となった。グローバル CVC はコスト割れが 20%弱で、プラスのリターンを出しているケースの半数以上で 1.5x 以上の投資倍率が出ており、10x 以上のホームラン CVC も 4%存在している。一方、国内 CVC では 40%がコスト割れで、リターンがプラスになっても、その 3/4 が

投資倍率 1.5x 以内に留まっていた。

日本とグローバルの CVC ファンドのリターン実績の違いには、スタートアップ企業の数、大企業による M&A 数、資金調達額、ユニコーンの数、スタートアップが対象とする市場の大きさなど、多様な要素が存在する。

グローバルにおいても、その 77%が 2010 年以降に設立された CVC である。今後グローバルと日本で、CVC 組織を継続できていくのか、注視が必要である。

金銭的リターンと戦略的リターン

CVC というのは、常に金銭的なリターンと戦略的リターンの間で、どこに軸足をおくか、それぞれの会社の立ち位置が分かれる。実際日本の CVC と話をすると、「キャピタルゲイン目的でスタートアップ投資をしている訳ではない」という声さえ聞こえる。これは今回の調査でも明らかになっており、国内 CVC のうち 52%が、主に戦略的リターンを重視していると回答している。これはグローバル CVC (26%) の倍である。

今回の調査では、主に戦略的リターンを重視する国内 CVC では、投資実績の約半数がコスト割れになっていた。

グローバル CVC においては、金銭的リターンと戦略的リターン双方を目指すという会社が 2/3 を占めていた。更に、両方を目指している CVC の方が、リターンが高くなるという結果が出た。(両方を目指す CVC が投資資本を回収している割合は 89%であり、どちらか片方のみ重視する CVC に比べて一番高いパフォーマンスを見せていた。)

戦略的リターンは、数値化が難しいという問題もある。1 年前の Global Corporate Venturing2018 調査にて、戦略的リターンの評価軸についてグローバル CVC より意見を聞いている内容を別添する (参考資料 3)。どの CVC も様々な工夫をしているが、いずれも数値化は難しいものが多い。戦略的リターンに比重を置くと、金銭的に損をした場合の責任の所在が不明確になるリスクを孕む。

自社業界の近接領域へ投資をする

日本は新市場参入の契機となるようなスタートアップへの支援を重視しているのに対し、グローバルでは、自社業界の事業効率の改善や技術革新、自社が将来的に販売できそうな商品やソリューションを探すための投資という側面が相対的に強くなっている。

そもそも、CVC と通常の VC で、スタートアップに対して提供できる付加価値の差を比較した場合、CVC は、自社業界であれば、技術的なサポート、商用化の為の Proof of Concept (PoC) も含めた実験環境の提供、自社製品との共同販売、販路の支援等が可能であり、そして何よりも、スタートアップが渴望する「最初の顧客」になる事ができる。一方で、新市場参入を目的とした CVC は、直接的に提供できる付加価値は少なく、ブランド力のある VC との差分は少ない。

スタートアップにとっては、同じ業界にいる CVC からの投資を受ける方が有難い。また

CVCにとっても、スタートアップの企業価値を様々な形で高める事ができる。この投資スタイルがリターンの差に出ている事も考えられる。

投資先の経営に積極的に関与する

今回の調査ではグローバル CVC の方が、リードインベスターとして積極的に資金調達に関わり、投資した後も、顧客の紹介にとどまらず、取締役やオブザーバーの派遣によりスタートアップの経営に関与していた。また、グローバル CVC の中でも、技術支援も含めた積極的なハンズオン支援を行うほど、投資倍率 3x 以上のリターンを出す比率が高まる結果となっていた。

取締役やオブザーバーを派遣するという事は、コミュニケーションの頻度も高まり、スタートアップの経営課題に関しての正しい理解が可能となる。CVC としての付加価値も、よりスタートアップのニーズにあったものを提供する事ができ、ひいては投資リターンを高める事につながっていると考えられる。

投資組織

日本、グローバル双方に於いて、それぞれ 70%弱は会社のバランスシートからの投資を行っており、ストラクチャーに大きな差は見られなかった。ただ、レポート対象に関しては、グローバルの方が CTO の役割が比較的大きかった。これは、より自社の隣接領域での、技術革新も含めたイノベーションに投資をしているという、グローバル CVC の戦略と符合する。

また、国内においては、CVC に関与している取締役・執行役員クラスのメンバーが、グローバルより少なかった。仮説としては、国内 CVC はその活動の重要性が全社的に認知されている可能性が低いとも考えられる。

1.6.2 CVC 調査結果からの考察

今回行った調査において、日本とグローバルを比較すると、下記の傾向が見られた。

日本の CVC に比べて、グローバル CVC は、

- ✓ 大きな金額を、より多くのスタートアップに投資している。
- ✓ 金銭的リターンのパフォーマンスが高い。
- ✓ 戦略的リターンと金銭的リターンの双方を達成しようとしている。
- ✓ 自らの事業領域に積極的に投資をしている。スタートアップの経営にも積極的に関与している

今回の調査結果で明らかになったのは、より大きな金額を、より多くのスタートアップに投資している CVC は、高い投資リターン実績を持っている事である。投資リターンを高める為には、投資実績を積み上げる事が必要で、その為には長期に亘って CVC 活動を継続する事が必要になってくる。

過去の日本の CVC 投資では、参入はしても短期的な結果で撤退していたケースが散見された。撤退の理由は金銭的リターンの失敗が主なものである。特に Jカーブと言って、失敗からまず先に顕在化するスタートアップ投資では、投資開始から 3-5 年でロスが顕在化するケースが多い。この Jカーブに直面して CVC から撤退する企業が多い。

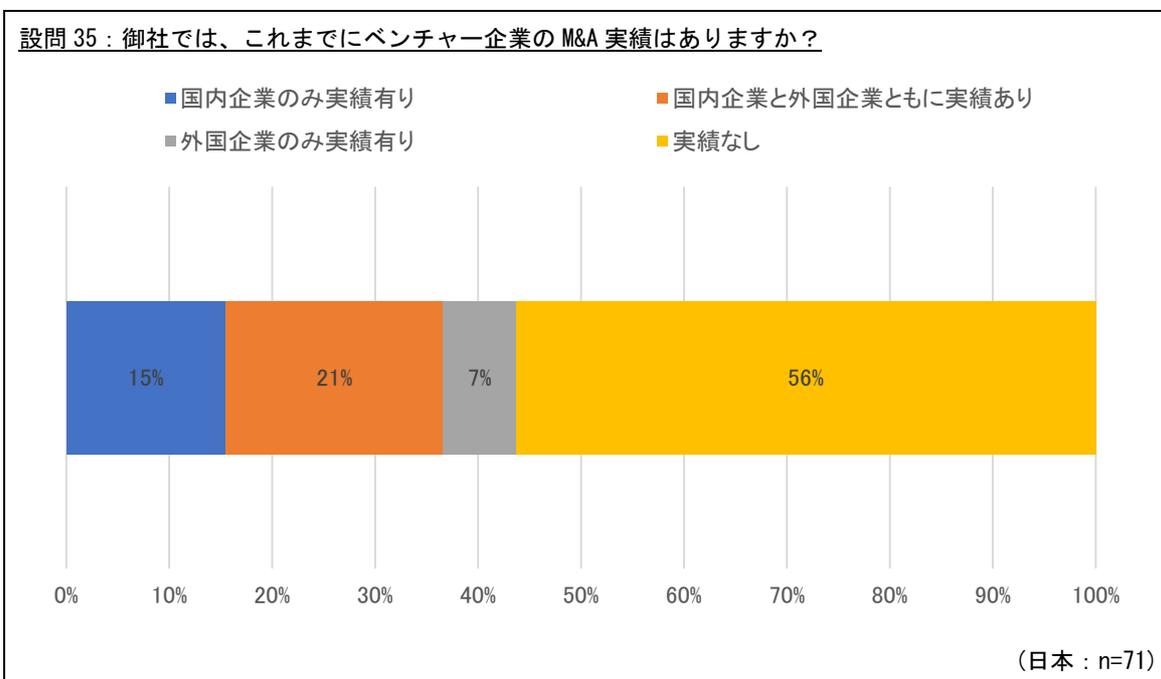
今回の調査で、日本の CVC 組織にリターン実績が出ていなかった理由として、まだ組成されて数年しか経っていない事も考えられる。日本ベンチャーキャピタル協会に加入する CVC の動向をみると、日本の CVC が急激に増えてきたのは 2015 年以降であった。設立後 5 年以内であれば、まだ Jカーブのボトムにいる可能性が高い。パフォーマンスに関しては、今後も継続的な調査が必要となる。また、日本の CVC がどの程度、投資簿価に対して時価評価を行っているかも不明である。グローバルな VC の多くは、IPEV ガイドラインを利用しながら、投資先の時価評価をしており、投資簿価の評価損失も評価益も両方計上している。日本では金融商品会計基準を採用している企業も多いため、未実現損益が反映されず、実現損益ベースのリターン計測になっている可能性が高い。日本ベンチャーキャピタル協会では、IPEV ガイドラインの採用も含めた、公正価値評価を奨励しており、これが普及してくると、日本とグローバルの Apple to Apple の比較が可能になる。

第2章：「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」データの分析（M&A編）

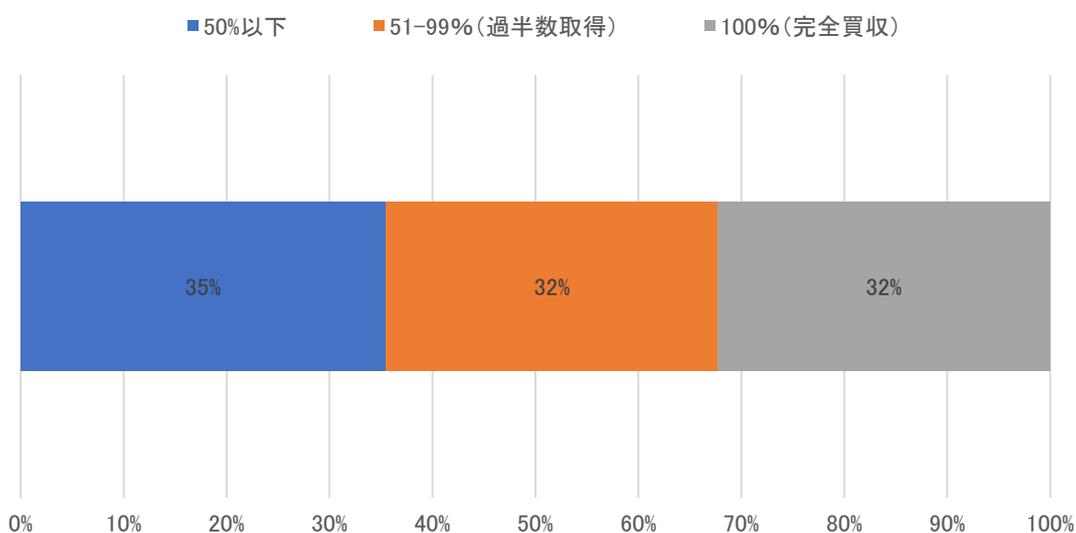
2.1 M&A 活動概要

本節では、国内 CVC における M&A 活動についてその実績や予算、目的や成功の認識という観点から M&A 活動を概観し、CVC におけるパフォーマンスと M&A 活動の関係について分析し考察を述べる。なお M&A 活動についてのアンケート（設問 35 から設問 43）は日本版調査においてのみ行われているため、グローバル調査データと比較することはできない。

2.1.1 M&A 実績

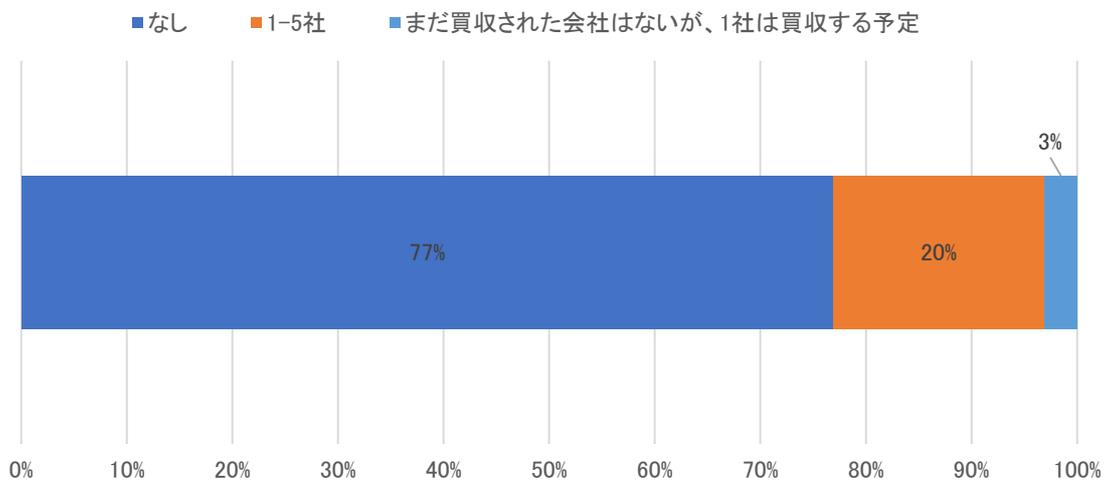


設問 39 : 御社の M&A では、原則株式の何%を取得されていますか？



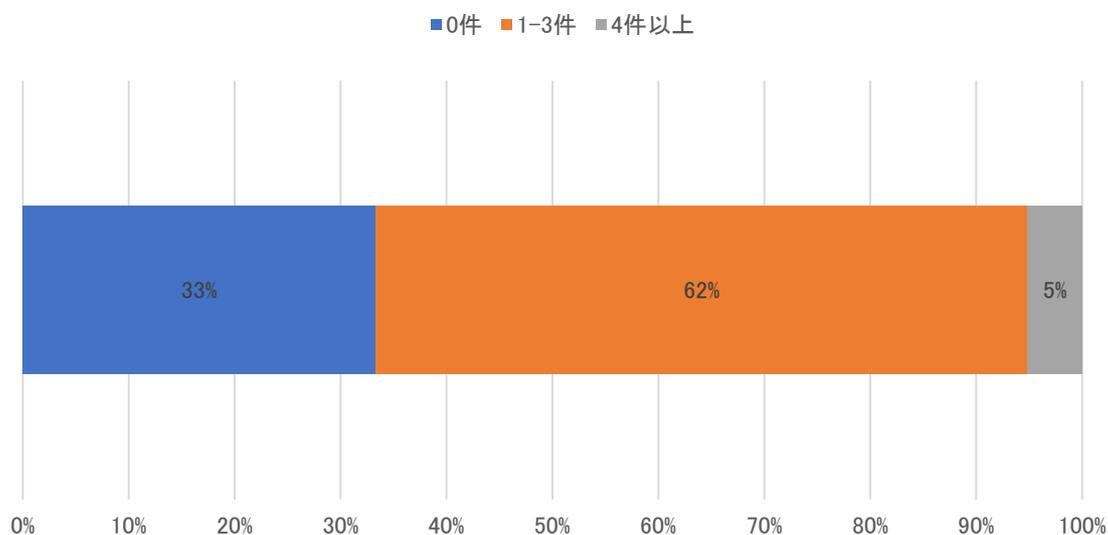
(日本 : n=31)

設問 22 : 投資先ポートフォリオに含まれている企業のうち、御社 (または親会社) に買収された企業は何かありますか？



(日本 : n=65)

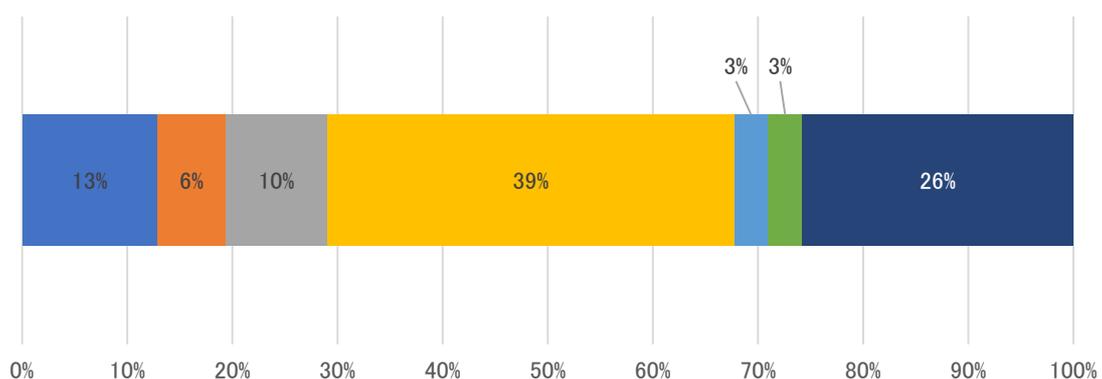
設問 38 : ベンチャー企業の M&A 実績件数は年間どれくらいですか？



(日本 : n=39)

設問 37 : (設問 35 で「実績無し」と回答された方のみ) ベンチャー企業の M&A を過去行っていない理由は何ですか？

- リスクが高い
- 買収ノウハウがない
- PMI(買収後統合)が難しい
- 買収に値するベンチャー企業がない
- ベンチャー企業の情報がない/アクセスできない
- 自社のR&Dに注力している
- その他



(日本 : n=31)

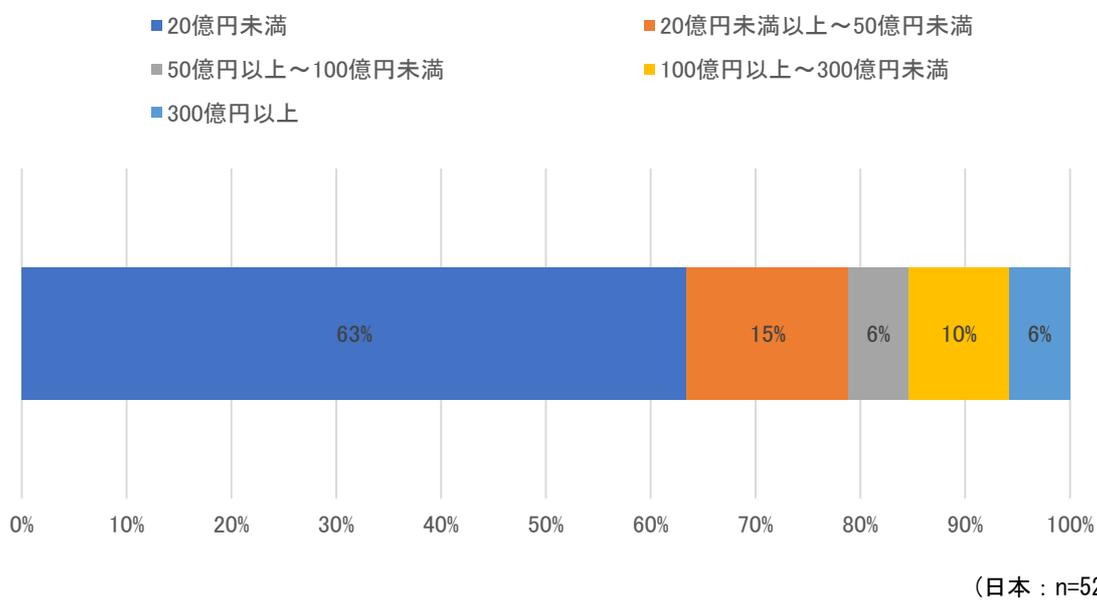
ベンチャー企業の M&A 実績があると回答した企業の比率は 43% (31/71) であったが (設問 35)、このうち 13 社については取得持分が 50%以下または未回答であり (設問 39)、本調査においてはこれらを M&A 実績としてカウントせず、除外して再計算を行なった。その結果、50%超の持分を保有する M&A 実績を保有する企業の比率は 25%(18/71)であった。また、CVC

投資先が親会社を買収された事例を持つ企業の比率は 20%であり（設問 22）、年間の M&A 件数については、年間 1-3 社程度と回答した企業の比率は 62%であった（設問 38）。

ベンチャー企業の M&A 実績の無い企業については、全体の 75%(53/71)存在し、その理由として、買収すべきベンチャー企業がないという回答が 39%(12/31)を占める（設問 36）。

2.1.2 M&A 予算

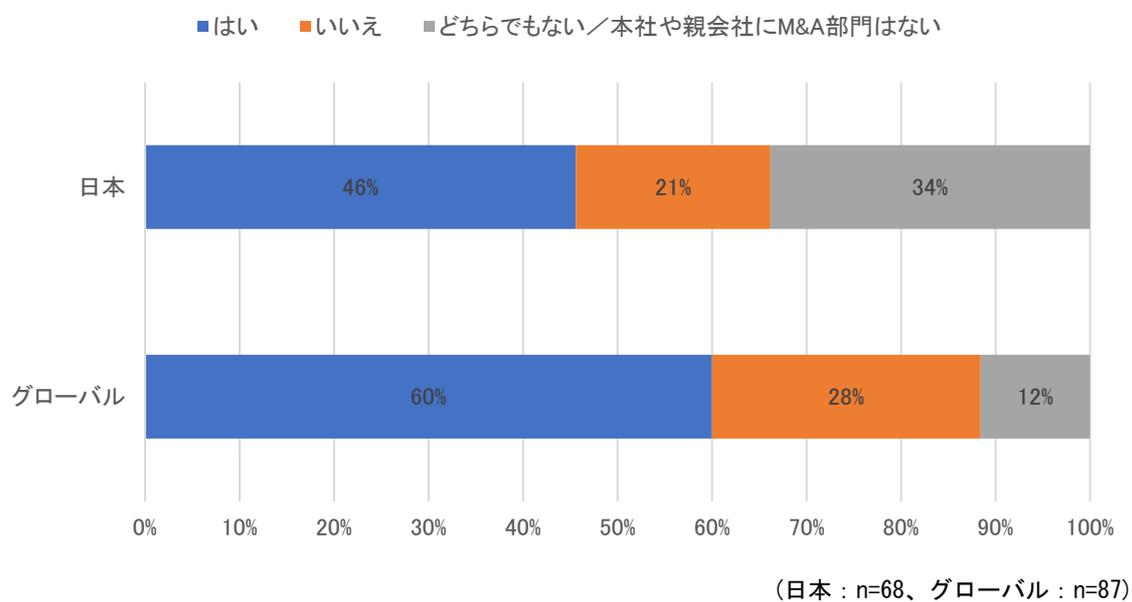
設問 36 : ベンチャー企業の M&A に関する年間予算はどれくらいですか？



国内企業においては、M&A 年間予算が 20 億円未満の企業の比率は 63%であり、50 億円未満の企業を含めると 78%であった (設問 36)。多くの企業がそもそもスタートアップの買収に必要な予算を保有していない。

2.1.3 CVC 部門と M&A 部門の連携

設問 20：御社のベンチャー投資・協業を担当する組織は、M&A 部門に協力し、御社の投資先ベンチャー企業や、他のベンチャー企業の中から買収候補企業を探し、M&A 部門が買収を行うのを手伝っていますか？



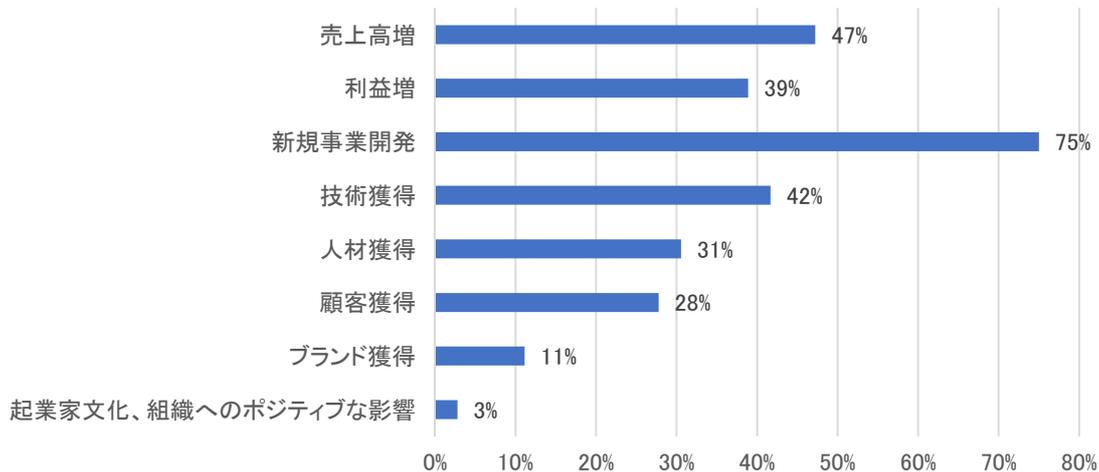
CVC 部門が、自社の M&A 部門の買収案件のソーシングや買収実行の支援を行なっているか、という質問の回答結果を見ると、M&A 部門を保有していると思われる企業の場合、グローバル企業と国内企業では、両者共に 2/3 程度が支援を行なっていた。一方、グローバル企業においては、どちらでもない/M&A 部門が存在しないと回答した企業の比率が 12% であったのに対し、国内企業では 34% に上った（設問 20）。

CVC の位置付けとしての違いはそれほど見られないものの、それをコーポレートディベロップメント（事業開発）の意味合いで活用する上で鍵となる、M&A 部門の存在が伴っていないと考えられる。

2.2 M&A 活動調査におけるクロス集計分析

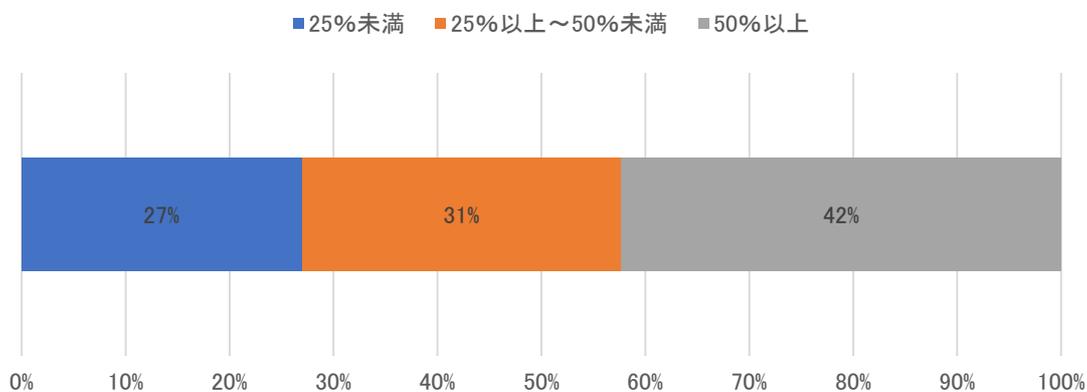
2.2.1 M&A 目的と目的の達成

設問 40：御社の M&A の主たる目的は何ですか。（最大 3 つ回答可）



(日本：n=36)

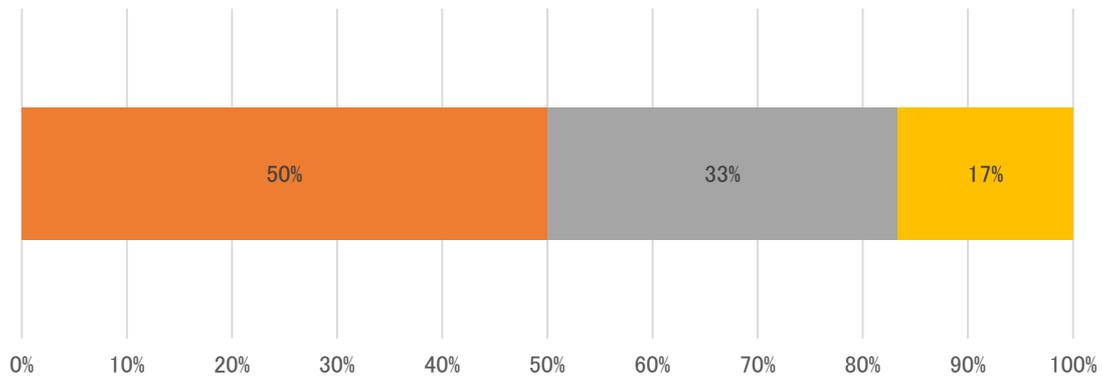
設問 41：設問 40 で挙げた目的と照らして、御社の過去の M&A はどのくらい成功していますか？



(日本：n=26)

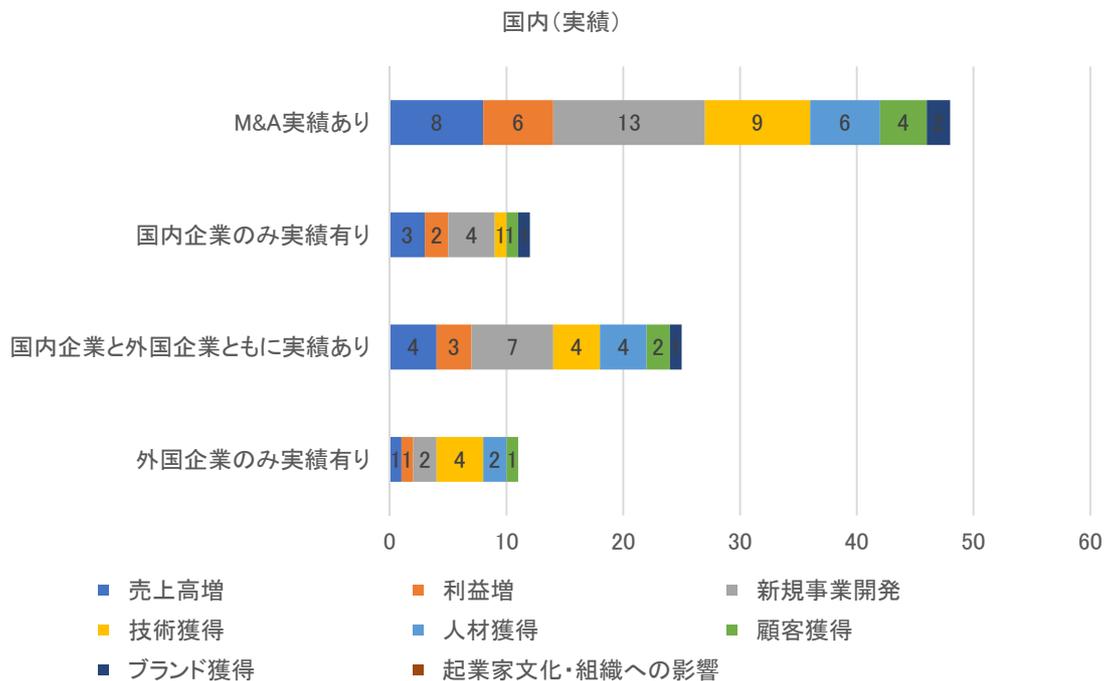
設問 42：買収後のベンチャー企業経営陣の処遇について教えてください。

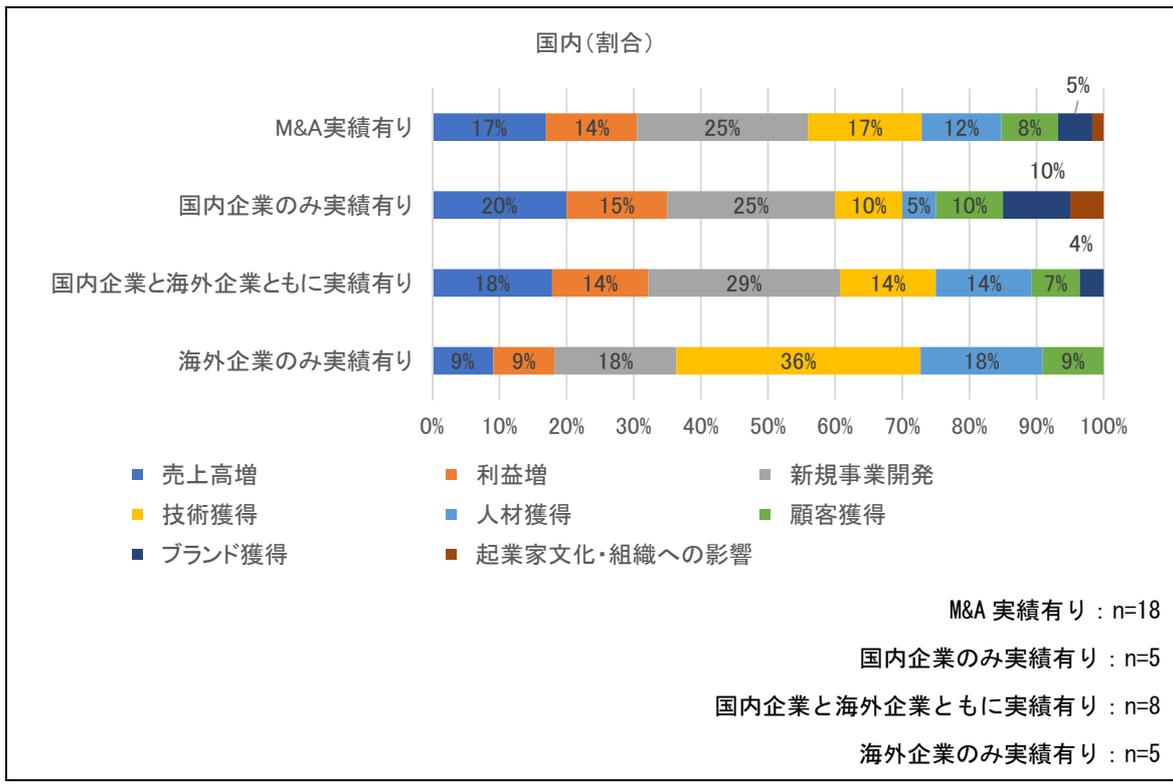
- ベンチャー企業のキーパーソンを自社の買収事業の責任者として配置
- ベンチャー企業のキーパーソンが本体企業に残っている
- ベンチャー企業のキーパーソンはほぼ残っていない



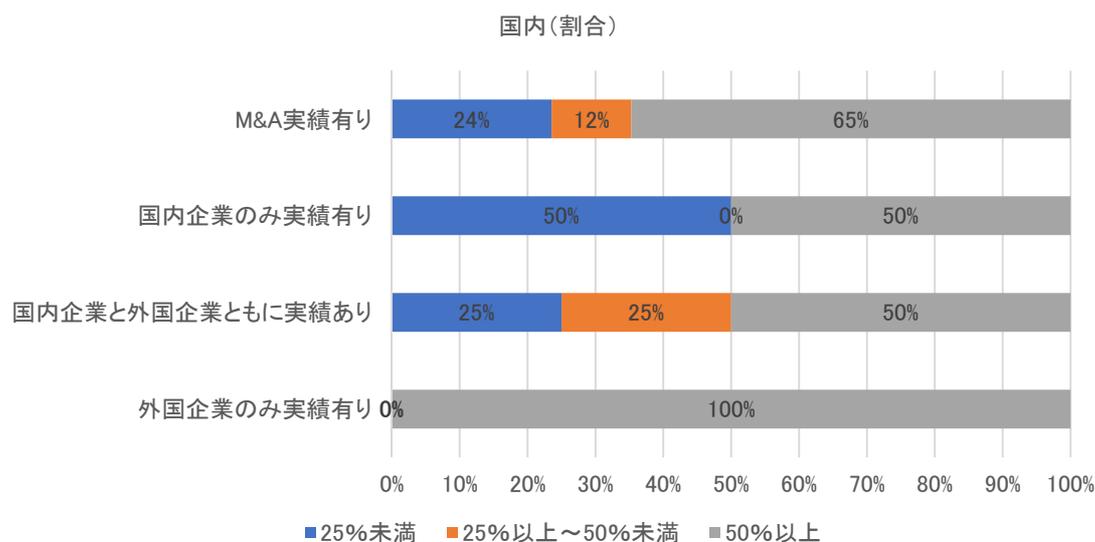
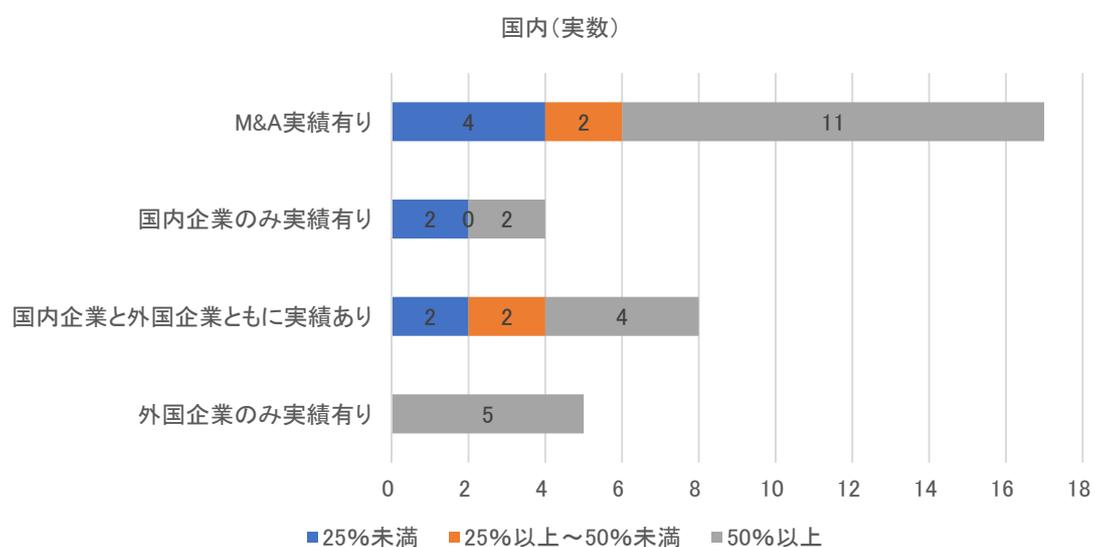
(日本：n=24)

クロス集計結果⑥：M&A実績別のM&A目的（設問35と設問40のクロス集計）





クロス集計結果⑦：M&A実績別のM&A成功認識（設問35と設問41のクロス集計）



M&A実績有り：n=17

国内企業のみ実績有り：n=4

国内企業と海外企業ともに実績有り：n=8

海外企業のみ実績有り：n=5

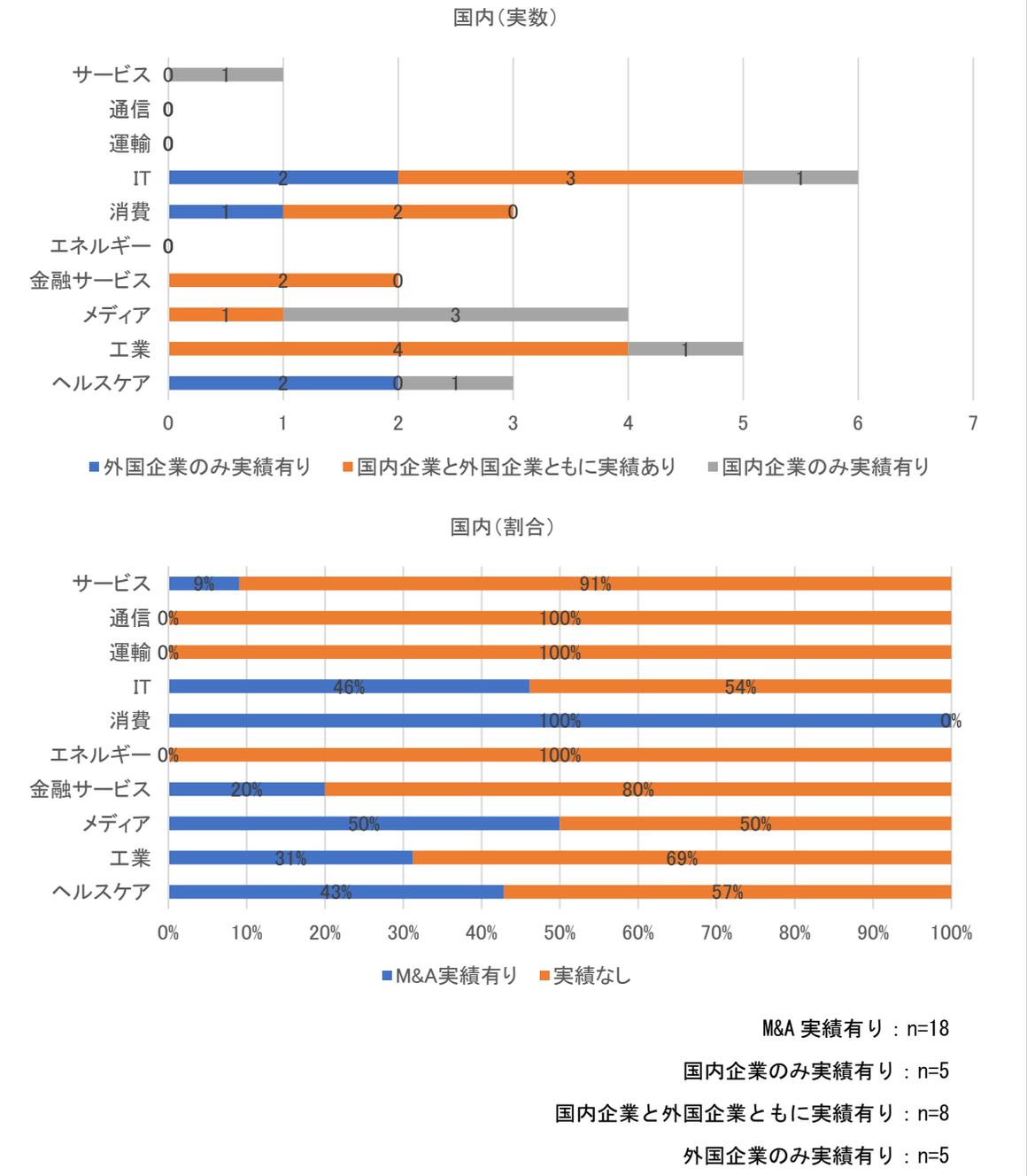
M&A実績のある企業の、M&Aの目的の比率については、それぞれ新規事業開発 25%、売上 17%、技術 17%、利益 14%、人材 12%の順であった。（クロス集計結果⑥）。この目的に照らし、50%以上の買収が成功していると捉えている企業の比率は 65%であった。（クロス集計結果⑦）

外国企業の M&A のみを行なっている企業においては、技術獲得目的の比率が高く 36% であり、その 50% 以上が成功していると認識する企業の比率は 100% であった。

被買収先の経営陣を自社の取締役を選任している企業は存在せず、当該事業の責任者として配置している企業の比率は 50% であった（設問 42）

2.2.2 業種と M&A 実績

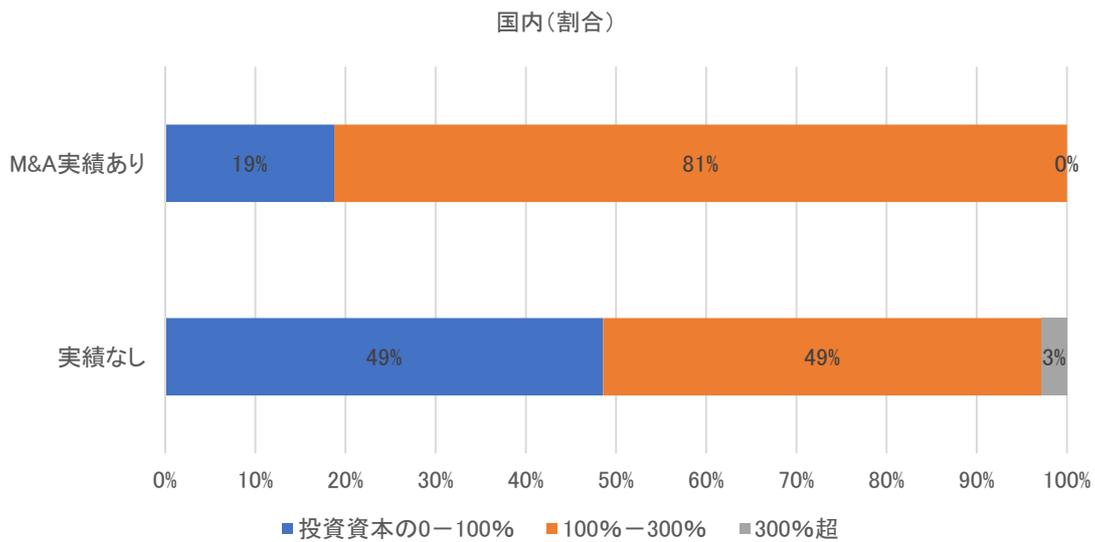
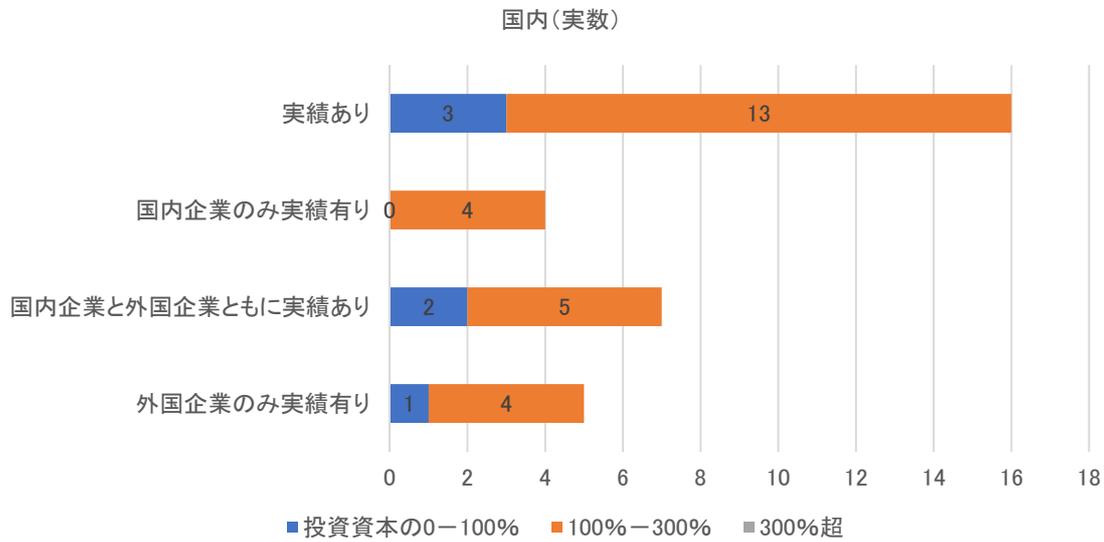
クロス集計結果⑧：業種別の M&A 実績有無（設問 35 と設問 1 のクロス集計）



業種別の M&A 実績の分析では、ヘルスケア、工業、メディア、コンシューマー、IT、金融サービスの 6 つの業種において活発な M&A が見られた。一方で、技術革新が少なく、スタートアップ自体が少ないセクターであるエネルギー、運輸、通信、サービス業では実績が殆ど見られなかった。

2.2.3 M&A 実績と投資先企業価値

クロス集計結果⑨： M&A 実績有無とパフォーマンス（設問 35 と設問 25 のクロス集計）



M&A 実績有り：n=16

国内企業のみ実績有り：n=4

国内企業と外国企業ともに実績有り：n=7

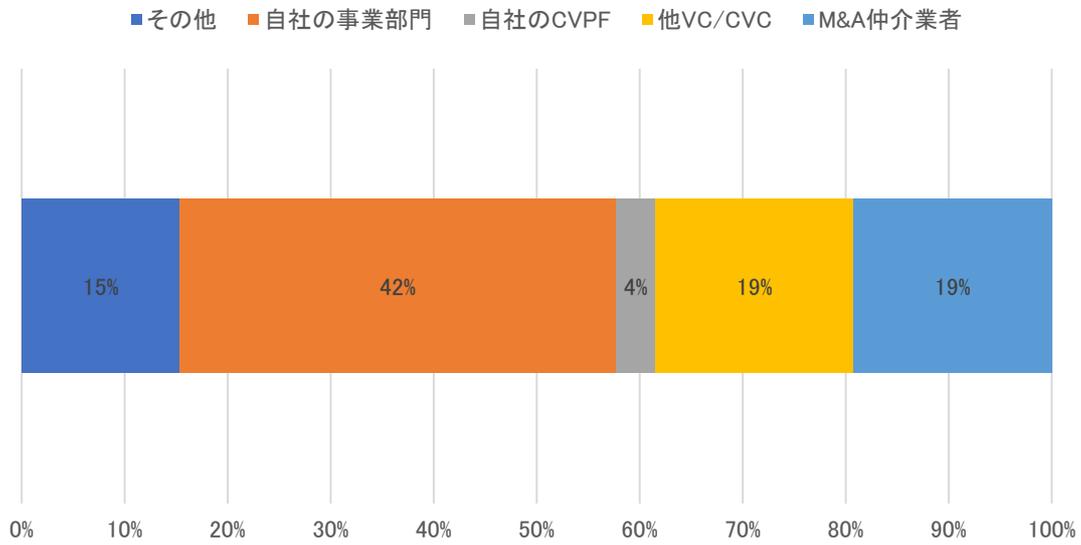
外国企業のみ実績有り：n=5

M&A 実績を保有する企業の CVC ポートフォリオの企業価値については、投資倍率 1x 以上の企業の比率が 80%を越えるのに対し、M&A 実績のない企業の CVC ポートフォリオの企業価値においては、同じ 1x 以上の比率は 50%程度であった（クロス集計結果⑨）。

M&A 部門が機能している企業は、オープンイノベーション活動の全体設計がなされており、CVC についても洗練したアプローチが取られている可能性がある。

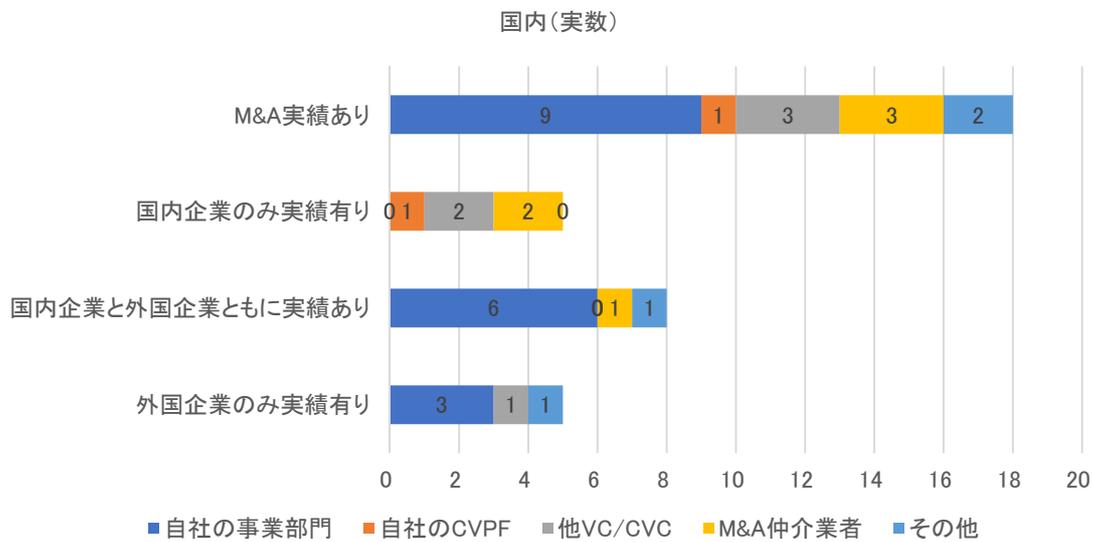
2.2.4 M&A 実績とソーシングルート

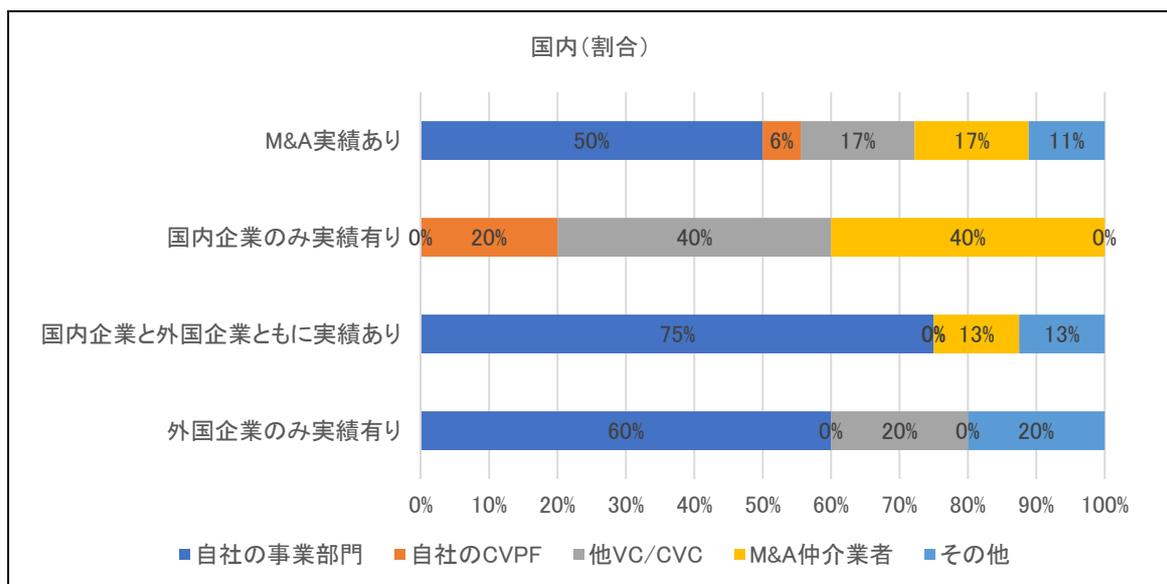
設問 43：買収案件はどのようなルートでソーシングされましたか？



(日本：n=26)

クロス集計結果⑩：M&A 実績別の買収案件ソーシングルート（設問 35 と設問 43 のクロス集計）





M&A 実績がある企業において、買収案件のソーシングルートとして最も比率が高いのは自社事業部門であり、その比率は50%であった。一方で、国内スタートアップのみの M&A 実績を保有する企業 5 社においては、自社事業部門からのソーシングは無く、VC や M&A 仲介業者、自社 CVC 部門においてソーシングを実現していた。

VC 等業界人脈の構築により、国内スタートアップへのアクセスについては実現できている一方、グローバルに買収案件をソーシングできる体制を保有していない企業が多く、海外案件については自社事業部からの持ち込み案件に依存している状況が浮き彫りになった。

2.3 M&A 活動調査結果のまとめと考察

今回の調査により、下記が明らかとなった。

まず、日本の CVC 保有企業において、スタートアップの M&A 実績を保有する企業の比率は 25%に留まっている。また、M&A を行う企業の 62%(設問 38)は、年間の買収件数が 3 件以下であり、M&A 予算が 50 億以下の企業が全体の 78%を占める(設問 36)。また国内企業には M&A 部門自体が存在しないと思われる CVC が 34%存在し、グローバル企業の 12%と比較すると大きな違いが存在する(設問 20)。

M&A 実績がある企業において、買収案件のソーシングルートとして最も比率が高いのは自社事業部門である。特に、海外案件については自社事業部からの持ち込み案件に依存しており、グローバルなコーポレートディベロップメント体制の構築が必要である。

一方、スタートアップの M&A を、企業価値向上を見据えた経営上重要なオプションと捉える日本企業においては、CVC の活用の兆しは見られる。M&A 部門を保有すると思われる CVC においては、CVC 部門が自社の M&A 部門の買収案件のソーシングや買収実行の支援を行なっている企業の比率は、グローバル企業と日本企業の間で差は見られず、どちらも 2/3 程度であった。特に国内スタートアップの M&A においては、既に VC や M&A 仲介業者、自社 CVC 部門といった業界人脈を駆使したソーシングを実現している。また、これら M&A の成功確率については、主要目的である新規事業開発の実現、売上や利益、技術、人材の獲得の実現という観点から判断すると、50%以上の買収が成功していると捉えている企業は 65%であった(クロス集計結果⑦)。また業種についても、IT やメディア、コンシューマー領域だけでなく、ヘルスケアや工業、金融サービスにおいてもスタートアップの M&A 実績が広がっている。

M&A 実績を保有する企業の CVC ポートフォリオの企業価値を見てみると、投資倍率 1x 以上の企業が 80%を越えるのに対し、M&A 実績のない企業の CVC ポートフォリオの企業価値においては、1x 以上の企業の比率は 50%程度であった(クロス集計結果⑨)。M&A 部門が機能している企業は、オープンイノベーション活動の全体設計がなされており、CVC についても洗練したアプローチが取られている可能性がある。

M&A 部門の確立や M&A 部門との連携を意図した CVC の設計が、CVC の正しい活用を促し、更には CVC の投資成功確率を高めている可能性がある。M&A 実績の無い企業の 40%弱が、その理由を買うべきスタートアップが無いと回答しているが、日本のスタートアップの質は年々高まっており、買収すべきターゲット企業は今まさに増加傾向にある。また、買い手の問題として、海外の優良案件を獲得できる体制の不備もその大きな要因であると考えられる。CVC と M&A 部門が連動したコーポレートディベロップメント体制の整備による、企業価値向上の為の有望スタートアップの買収が求められている。

第3章：企業の活動事例紹介

3.1 CVC 活動インタビュー

本章では、CVC を長期間に亘って継続している事業会社を中心に 10 社のインタビューを行い、その活動概要について、インタビューを素に日本ベンチャーキャピタル協会 (JVCA) にてレポートに纏めた。

インタビュー1「インテル株式会社」

会社名	インテルキャピタル
従業員数	約 115 名
投資資金	年間 3 億 5000 万ドルー5 億ドル

30 年間の投資経験から見出した CVC のあり方

インテルキャピタル バイスプレジデント シニア・マネジング・ディレクター アンソニー・リン (Anthony Lin) 氏の談話から

【以下、リン氏の談話をもとに JVCA が構成】

スタートアップのために何ができるかを考える

インテルキャピタルは 1991 年の設立以来、約 30 年のあいだ継続的に投資事業を行ってきた。その投資実績はこれまでの合計で約 125 億ドルに達し、投資先は世界 57 カ国、約 1550 社に及んでいる。エグジットの実績は、IPO と M&A で 670 社だ。

現在も積極的な投資を続けており、2018 年には 39 件の新規投資を行い、既存案件 51 社への追加投資も合わせると、投資額は 3 億 9100 万ドルだった。今後も年間 30-40 件の新規投資を行い、年間 3 億 5000 万ドルから 5 億ドルを投資していく意向だ。

このように CVC として長い歴史と投資実績を誇るインテルキャピタルだが、これまでに何度か投資の方針を変更してきた。

設立当初は戦略的なシナジーを重視していたが、やがて金銭的なリターンを重視する方向にシフト。そして近年、「両方のミックス」という形に落ち着いたのだ。現在は、「戦略的

なシナジーを前提として、金銭的なリターンを狙う (financially focused, strategically relevant)」(同社バイスプレジデントのアンソニー・リン氏) という方針だ。金銭的リターンだけでなく、「投資した企業に成功してほしいから投資をし、価値を提供する」(リン氏) ことに重点を置いている。

同社の投資委員会も、以前は投資を決定する際に、「スタートアップ企業からインテルがどんなメリットを得るか」を考えていたが、いまは「スタートアップに対して、インテルに何ができるか」を考えるようになったという。

このように方針を転換した理由について、リン氏は次のように述べる。「金銭的リターン重視で投資していた時期に、そもそもなぜ投資をしているのかという疑問が生じてきた。CVCにはさまざまなリソースがあるので、スタートアップに力を貸すことができる。それによってスタートアップが成功すれば、インテルキャピタルの金銭的リターンも増えるし、インテルにも見返りがある」。

技術的サポートや顧客の紹介

スタートアップに力を貸すために、インテルキャピタルはさまざまな手段を用いている。その一つに、同社のシニアエンジニアの派遣がある。これによって、エンジニアが持っている高い技術やマネジメント手法などをスタートアップに提供するのである。インテルキャピタルが出資しているスタートアップで、「空飛ぶタクシー」の開発で知られるジョビー・アビエーション (Joby Aviation) の CEO、ジョバン・ビバート氏は「インテルのエンジニアが自社のエンジニアに助言してくれたり、ブレインストーミングでアドバイスしてくれたりした。本当に心躍る経験だった」と語る。

また、インテルの顧客企業と、数百社に及ぶ投資先企業が参加する「インテルキャピタル・グローバルサミット」を年に一度開催しており、スタートアップが顧客を見つけられる機会となっている。「テクノロジー・デイズ」という年間を通じた別のイベントでは、顧客とスタートアップが面談する機会を設け、スタートアップがプレゼンテーションをする機会なども提供する。個別に行っているスタートアップと顧客企業やパートナー企業とのマッチングも含めると、2018年度にはそのような紹介の件数が約 4200 件あったという。さらには、インテルの最新の半導体など、最先端のテクノロジーへのアクセスも提供する。

スタートアップと深いかわりを持つために投資先も絞り込み、以前 1 社あたりの出資比率が 2-3%程度だったところを、10%-20%に増やし、リードインベスターとなる割合も増やした。2018 年では、新規案件の 66%でリードインベスターとなっている。

CVC と VC の違い

このようなスタートアップとの関わり合いについて、リン氏は一般的なベンチャーキャピタルと、CVCとの違いを強調する。すなわち、いまのスタートアップにはさまざまな分野の専門知識が必要になっているが、CVCならそれを提供できるということだ。リン氏は前出のジョビー・アビエーション (Joby Aviation) を例にこう話す。「同社にはインテルキャピタルのほか、格安航空会社のジェットブルー、トヨタ AI ベンチャーズなどが出資している。インテルはAI などについて知見を提供でき、ジェットブルーは航空全般や安全性、トヨタは大量生産についてアドバイスできる。一般的なVCにはこうしたことはできない」。

また、景気の後退局面でも投資を続けられるのがCVCの強みだという。なぜなら、「1-2年で見返りを求めるのではなく、戦略的、長期的視点を持てるからだ」。

ベンチャーに知見を提供するインテルのエンジニアにも見返りがある。スタートアップ企業は一般的に意思決定が速く、動きも速い。インテルのエンジニアは、大企業であるインテルとは異なる、そうした文化を学ぶことができ、またインテルにはない新しい技術も学ぶことができる。まさに「ウイン・ウインの関係」が築けるのだ。

企業文化を重視

インテルキャピタルでは現在、AI やデータセンター、クラウド、自動運転やIoTなど、テーマを決めて投資を行っている。テーマを定めたことで、「では、そのテーマの中でどの企業に投資するか」を考えればよくなったので、投資の意思決定が効率的になったという。投資のテーマは、投資時点ではあまりインテルの事業に直接的な関係がないものもあるが、技術の最先端にいるために、学んでおくことが重要だと考えている。投資ステージでは、シリーズAの投資を行うことが多い。「シリーズAは統計的にリターンがよい」(リン氏) からだ。

インテルキャピタルの人員は約115名。うち、投資のプロフェッショナルは40人だ。これまでは、インテル本体の業績が報酬にも影響していたが、昨年度これを見直し、よりインテルキャピタルの利益が報酬に反映されるようにした。

また、企業文化も重視している。誰でも意見が言えるオープンな環境や、ダイバーシティを尊重し、チームとして動くことも大切にしている。同社のプレジデントであるウェンデル・ブルックス氏は、出身校であるミシガン大学のフットボールコーチの有名なスピーチの一部を引用し「ザ・チーム、ザ・チーム、ザ・チーム」とよく口にしているという。

インテルのM&Aグループに対しては、インテルキャピタルはスタートアップや技術に関する情報を提供する役割を担っている。買収が事業部門にとってプラスになりそうなスタートアップがあったら、M&Aグループに紹介するなどだ。しかし、「マイノリティ投資はM&Aを行うためのものではない」(リン氏) とし、M&Aを前提としたマイノリティ投資は基本的

には考えていないという。コーポレート・ベンチャリングとは、あくまでも「戦略的なシナジーを前提として、金銭的なリターンを狙う（financially focused, strategically relevant）」ものであるという立場だ。

～新設 CVC・キャピタリストへの提言～

◆長期的な視点を持つ

短期的に考えずに、長期的な視野を持って投資を行おう。景気の後退局面でも投資を行うとよい。そのような時にはバリュエーションが低く、低コストで投資ができる。また、制約が多い環境では、スタートアップがビジネスモデルを工夫する事が必要となり、イノベーションが期待できる。

◆一般的な VC のようになろうとしない

CVC である以上、投資先の企業に金銭以外の価値を提供しよう。そのために、親会社や本体の専門知識や能力を活用する。たとえば、B to C の企業であれば自社の販路を使わせたり、技術系の企業であれば自社の最先端の技術を提供したりできるだろう。

◆スタートアップの育成を楽しむ

投資は試行錯誤の繰り返しだ。時間もかかる。ただ単にスタートアップから何かを得ようとするのではなく、何かを提供することから始めて、次のインテルになるかもしれない企業を育てよう。

インタビュー2「株式会社NTT ドコモ」

企業情報

会社名	株式会社NTT ドコモ・ベンチャーズ
従業員数	23名（国内外、有期雇用含む全従業員）
投資資金	700億円（ファンド5本）

「やがてはグローバルに認められる CVC を目指す」

—NTT ドコモ・ベンチャーズ 代表取締役社長 稲川尚之氏の談話から—

【以下、稲川尚之氏の談話をもとにJVCAが構成】

自前主義からの脱却

NTTグループがCVC事業を始め、継続している背景には、「自前主義」の否定がある。

NTTグループは研究開発部門を持ち、提供するサービスを一から十まで「自前で（自社で）」つくろうとする空気が強かった。たとえば、iモードの時代にNTTドコモ（以下、ドコモ）では、モバイルネットワークを自社でつくったうえに、そのネットワークへのサービスの搭載まで、ドコモが自らソフトウェア会社などと契約したうえで行っていた。そうすることで、バリューチェーンの川上から川下までをすべて押さえていたのだ。

しかし、2000年代後半には、携帯電話がスマートフォンに変わるなど、NTTグループやドコモを取り巻く通信の世界も大きく変化してきた。すると、すべてを自社で開発するのではなく、いろいろな企業とパートナーシップを組んだほうが効率的に事業を展開できるという見方が社内にも出てきた。「自社開発で行なえば1年半かかるところを、他社がすでに開発した技術を活用すれば3カ月で済む。そうすることで時間を買う」（稲川尚之社長）という発想だ。また、日本企業では社内で人材を育成して事業を育てていくという考え方も根強いが、「スピード感をもって、グローバルを見据えて事業を行っていくには、自社内の人材だけでは間に合わないし、人が育つまで待ってられない」（稲川氏）という状況も生じてきた。

こうした意識の変化を背景に、NTTグループではベンチャー投資の事業が設立され、継続されてきた。2005年にはシリコンバレーでDoCoMo Capitalが設立され、2008年にはNTT（持株会社）主導で「NTT インベストメント・パートナーズ」が、2013年にはドコモ傘下で日本のスタートアップに投資するNTTドコモ・ベンチャーズが、インベストメント・パートナーズの株式を引き継ぐ形で設立された。そして、2016年にそれらの組織をすべて一つに

統合するという決定がなされ、現在の形の NTT ドコモ・ベンチャーズ（以下、ドコモ・ベンチャーズ）ができあがった。

事業部門の口説き方

このように、ドコモ・ベンチャーズの投資は NTT グループの事業開発に生かすことを念頭に置いて行われているため、投資を決める際には「事業にかかわるベンチャー企業」であることと、金銭的リターンの「両輪で考えることが必要になる」（稲川氏）。

したがって、有望そうなベンチャーが見つかったら、まずは事業部門や事業会社で、そのベンチャーとの提携を支援してくれる部署を探す必要がある。なぜなら、ベンチャーと事業を行うかどうかを決めるのは、それぞれの事業体であるからだ。

だが、そうした支援者を探し、協力を取り付けるのは必ずしも簡単ではない。というのも、NTT グループほどの大企業であれば、他の大企業と提携を行うことも可能であるし、そうした大企業どうしの提携のほうが華やかで注目を集めるからだ。また、投資規模も予測されるリターンも、ベンチャー投資のほうがはるかに少ない。「だから、なぜベンチャーと一緒にやらなければならないのかという声は、当然出てくる」（稲川氏）。さらには、総論ではオープンイノベーションに賛成でも、自らが取り組むとなると尻込みする人も多い。リスクを気にする人もいる。

そこで稲川氏やドコモ・ベンチャーズが行うのは、「まずは興味を持ってもらうこと。金銭的なリターンではなく、面白さで口説くこと」（稲川氏）だ。興味があると言った人にはすぐにアプローチし、キーマンをシリコンバレーに連れて行くこともあるという。ベンチャーやベンチャーキャピタルに直接会ってもらい、イノベーションが進行する現実を肌で感じてもらうのだ。

リスクについては「ポートフォリオ」で考えることを提案する。一つひとつの投資ではなく投資ポートフォリオ全体で考えれば、投資一件のリスクはそれほど気にしないで済むし、その投資に賛成した事業体の幹部が引き受けるリスクも低くなる。リスクのない未来はないし、投資で全勝する確率は著しく低い。

継続によって生まれる人脈

事業部門や事業会社にアプローチするうえで、重要になってくるのは「人脈」だ。2018年12月現在、ドコモ・ベンチャーズには国内外合わせて23人の従業員がいるが、各人が得意とする事業分野や、それを行っている人々についての理解を活用してコンタクトをとっている。その際には、どの人なら興味を持ってくれそうか、どの人にアプローチすると効果的

かなどを見極める。

人脈は、ドコモが長年ベンチャー投資を継続してきたからこそ、生まれてきたものでもある。現在の従業員 23 人のうち、約 6 割がドコモ出身者、2 割がドコモ以外の NTT グループ出身者、2 割が契約社員のプロフェッショナル人材だが、これらの人々は、やがて人事異動で自らの出身部署に帰ったり、また別の部門に異動したりする。長年投資事業を継続していると、ドコモ・ベンチャーズを経験した人の数は増え、所属する部門も広がる。そうした人々は、当然のことながらドコモ・ベンチャーズと事業部門の橋渡し役となる可能性が高いので、投資事業を継続すればするほど、事業部門へのアプローチもしやすくなるのである。

ドコモ・ベンチャーズに携わった人や、オープンイノベーションに前向きな人々が NTT グループ経営陣の中核を占めるようになってきたことも大きい。ドコモ社長の吉澤和弘氏は、ドコモ・ベンチャーズの初代社長だ。NTT グループの持ち株会社、NTT（日本電信電話）社長の澤田純氏はじめ、他の経営陣にも NTT が持っている顧客資産やデータ資産などをどう生かすかについて、先進的な考え方の人が増えているという。

金銭的リターンも重視する理由

グループ内の事業への活用を念頭にベンチャー投資を行っているにもかかわらず、ドコモ・ベンチャーズは戦略的リターンと金銭的リターンの両方を重視すると言う。その理由について稲川氏はこう話す。「よい案件にはリターンがある。(海外では) リターンを出していない CVC は悪評が立ち、あんな CVC に紹介したらベンチャーはダメになると言われて、よいディールを紹介してもらえない」。

逆に、腕利きの（リターンが出せる）ベンチャーキャピタルであれば、よいベンチャーを紹介してもらえる。「有力ベンチャーキャピタリストが投資している案件は、『あの人が資金を入れているなら大丈夫だ』という見られ方をする。我々も早くそのような存在になりたい」（稲川氏）。戦略的リターンだけを重視すると、社内では評価されても、社外からは評価されない。ドコモ・ベンチャーズは、社内だけではなく社外でも認められて、国際的なベンチャーキャピタル業界内での地位を築き、よりよいベンチャーへの投資を行いたいと考えている。

～新進 CVC への提言～

◆CVC にはさまざまな意義がある

「ベンチャーは、社会的な課題を解決するために事業を立ち上げている。たとえば、ウー

バーはサンフランシスコに駐車場がないという問題を解決するために設立された。したがって、CVCもベンチャー投資を行うことにより、ベンチャーを通じて社会的な課題に向かい合うことができ、社会の変革を進めていくことができる。

また、日本の企業社会は人材の流動性が低く、メンバーが同じだと変革も進みにくいだが、その点でもCVCは効果をもたらす。ベンチャーと組むことで、社員という形ではないにしろ、社内に新しい血を入れることができるからだ。我々は自前主義を否定してCVCを始めたが、逆にCVCを行うことで、自前主義から脱却できるという面もある。

さらには、ベンチャー企業を運営する若い人々と深く付き合うことで、現代の若者のニーズを知ることにもできる。世代によって求めるモノやサービスは異なる。若い人たちが直接情報を得れば、次の新しいものは何なのかを見ることができ、それを自社やグループの事業にも生かすことができる」。

◆シリコンバレーではローカルのコミュニティと交流を

「投資のネタや情報を集めるためには、シリコンバレーなど海外にもアンテナを張る必要があるが、その際にはローカルのコミュニティに入っていくべきだ。現地の日本人と交流するだけでは、一定以上の情報はとれない。言葉の壁を乗り越えて、現地の人から直接情報を集められるようにするとよいだろう」。

インタビュー3「KDDI 株式会社」

企業情報

会社名	KDDI 株式会社
従業員数	40 人（ビジネスインキュベーション推進部）
投資資金	300 億円（KDDI Open Innovation Fund）

「個人を活かし、スタートアップを活かす」

—KDDI ライフデザイン事業本部 ライフデザイン事業企画本部 ビジネスインキュベーション推進部 部長 中馬和彦氏の談話から—

【以下、中馬氏の談話をもとに JVCA が構成】

支援から買収までの三段階

KDDI は、スタートアップの支援から、スタートアップへの出資、さらには買収と、スタートアップとのオープンイノベーションで、主要な三つの段階をすべて実施できる企業として知られている。

支援を担当するのが「∞Labo（無限ラボ）」だ。同社ビジネスインキュベーション推進部部長の中馬和彦氏によると、無限ラボは「社会を変えるという大きな野心を持っているスタートアップ」を支援する組織だ。各企業に KDDI の社員がメンターとしてつき、オフィススペースなども提供して、KDDI やパートナー企業との事業の共創を目指す。「あくまでベンチャーファーストで支援することが目的であり、マネタイズは考えない」（中馬氏）。2011 年の創設以来、65 社が無限ラボに参加して卒業した。

スタートアップへのマイノリティ出資を行うのが、「KOIF（KDDI Open Innovation Fund）」だ。2012 年の立ち上げ以来、これまでに三つのファンド（資金合計 300 億円）を組成し、そこから 51 社（2019 年 2 月末現在）に出資が行われた。そのうち 6 社が無限ラボを卒業した企業だ。

さらには、スタートアップを買収するケースもあり、これまでに約 10 社を買収した。このうち 4 社が KOIF の出資を受けた企業だ。2017 年には IoT ベンチャー、ソラコムを買収したことが大きく報道されたが、ソラコムは「創業時から追いかけていた」（中馬氏）企業ではあったものの、KOIF では出資していなかった。同社のように、マイノリティ出資を経ずに直接 M&A に至るケースもある。

戦略的な意図と可能性の両方から判断

KDDI がこのようにスタートアップとの協力関係を幅広く築くようになったのは、スマートフォンが 2011 年頃から急速に普及してきたのがきっかけだ。いわゆるガラケー（フィーチャーフォン）の時代は、自社で端末から OS、プラットフォームまですべてを押さえており、アプリも「待っていれば手に入る」（中馬氏）状態だった。しかし、スマートフォンの出現で状況が一変した。スマホ上のアプリを開発するコンテンツプロバイダは、スタートアップ企業を中心に、そうした企業にあたって「メジャーになるアプリを探しに行く」（中馬氏）必要が出てきたのだ。

無限ラボや KOIF が設立されたのはちょうどその頃で、実際、無限ラボで最初の三年間に支援した企業は、アプリの開発企業が中心となっている。

その後、2015 年頃からは、支援する企業もテクノロジーを活用したサービス事業などに広がった。現在では、無限ラボで支援する企業も、KOIF で出資を行う企業も、特に領域は定めていない。出資に関しては、戦略的意図をもって行う場合もあれば、「今後行けそうかもれない」という見込みに基づいて行う場合もあるという。

一方で買収は、KDDI の戦略に合致し、なおかつ KDDI と親和性が高く成功が見込める場合に行っている。それが明確に表れているのがルクサの子会社化だ。ルクサは EC サイトを運営する企業で、KDDI はもともと KOIF を通じてルクサに出資していた。出資した当初はそれほど強い戦略的な狙いはなく、ルクサが限定商品を扱うなど、事業の差別化がしやすかったことなどから出資を行っていた。しかし、「自社メディアを総動員してルクサに集客をかけた」（中馬氏）ところ、ルクサの売り上げが急拡大。ちょうど社内で「EC 事業を内製化する」という方針変更があったことから、ルクサの買収に至った。いまでは、KDDI の EC を担う重要な企業となっている。

個人の「やる気」を活かす

こうした KDDI とスタートアップとの協業体制を支えるうえで、特筆されるのが「柔軟な体制で個人を活かしている」ことだ。

無限ラボと KOIF でのスタートアップの発掘や育成を担当するビジネスインキュベーション推進部では、部員 40 名のうち、事務局として無限ラボを担当する人員が 5 名、KOIF を担当する人員が 5 名いるが、それ以外の人は担当を決められることなく、自分が関心のあるプロジェクトを担当する。「敢えて役割を決めないことで、人は自身の存在意義を示すため、能動的に行動するようになる」という中馬氏の信念からだ。個々人が興味のあるプロジェクトを担当する結果、顧みられないプロジェクトが出てきても、「それは面白いものではなかったからだ」と考える。

無限ラボでスタートアップのメンターとなる担当者は、KDDI 全体からの公募で選ばれる。メンターとなったら、半年のあいだ本業と兼務でスタートアップの支援に取り組む。「この方式を7~8年続けているので、社内に新規事業育成の経験がある人材が大勢存在している」（中馬氏）という。そのため、メンターを経験した人たちが人事ローテーションでビジネスインキュベーション推進部に異動してきても、すぐに戦力となれるし、社内の他の部署でも新事業企画やスタートアップとの協業で積極的な役割を果たしてくれる。

なお、こうした活動を行うビジネスインキュベーション推進部は、売上や利益といった指標では評価されない。スタートアップ企業との面会数やプロジェクトの数、KDDI のブランディングになるような、また「世界初」と言えるようなプロジェクトをどれだけ創出したかが評価基準だ。KOIF も中馬氏によると、「ファンドではあるものの、必ずしもリターンを最優先で追求しなくてよいと言われている」という。

スタートアップと大企業をつなぐ組織

無限ラボでメンターを経験した人たちが、スタートアップと本体との協業において力を発揮するのは前述の通りだが、KDDI では組織としてもスタートアップの事業と本体とをつなぐ仕組みがある。それが、「ライフデザイン事業本部」だ。

「ビジネスインキュベーション推進部が0を1にする組織だとすると、1になった事業を引き受けて10に育てるのがライフデザイン事業本部だ」と中馬氏は言う。同事業本部では、買収した事業をユニットごとの採算で見て育てていく。10とはすなわちKDDI 本体の事業で、ここでは10を維持する形で事業が継続される。中馬氏は、0→1、1→10、10→10のそれぞれを担う組織が存在することを「トリプルスタンダード」と表現する。一般的な大企業（10→10）のルールや文化が、0→1や1→10の組織では適用されないということだ。一般的な日本のCVCでは、この「1を10にする組織が存在しない」（中馬氏）。

ライフデザイン事業本部は、現KDDI 社長の高橋誠氏が2005年頃に設立した組織がもとになっている。当時、新事業開発を行っていた高橋氏が、部下25人を連れて飯田橋の本社を離れ、六本木の泉ガーデンに新たな事業部を設置した。約10年を経て、高橋氏の新規事業部門は「年間1000億円の利益を上げる」（中馬氏）までになった。このように、新規事業の育成を熟知した部隊が、ベンチャーとの協業により新規事業に参入したり、新たに買収した企業の育成を担うのである。

カーブアウトで自由度を維持

なお、KDDI はいったん買収した事業を社内に取り込まず、子会社として外に切り出す「カ

ーブアウト」という手法を取ることがある。実際、ソラコムやルクサもカーブアウトされている。カーブアウトされた会社は、出島としてさらなる成長戦略の構築を任せられ、より大きな自由度をもって事業を拡大することができる。

社内で育てるか、カーブアウトするかは判断は、「その事業のスピードを落とさないためにはどうすればいいか」(中馬氏)を基準として行うという。中馬氏はこのカーブアウトを、スタートアップの育成、マイノリティ出資、買収に続く「第4段階」とも呼んでいる。

カーブアウトされた事業は、自社の事業を展開していくのはもちろんのこと、また別の役割をも担う。それは「新たなスタートアップのソーシング」だ。自社やKDDIグループと協業を行える可能性のあるスタートアップを、自ら探しに行くのである。もともとスタートアップのコミュニティにいた人々であるから、その内部の状況にも通じている。これによって、KDDIのCVC事業はさらなる広がりを持つことになる。

こうして、スタートアップの支援からカーブアウトまで、一気通貫の仕組みを築いてきたKDDIだが、中馬氏は「まだ道半ばであり、もっと面白いもの、いい成果を追い求めたい」と話す。そのためには「安定せずに、不安定でいること」、「昨日の自分を疑う事」、また恣意的に何かを狙うのではなく、「ホームランの打てる場所に常にいる」ことが大切だという。

～新設CVC・キャピタリストへのアドバイス～

◆個人として動く

まずは個人として動いてもらいたい。CVCの担当者も、スタートアップの創業者も、結局のところは個人だ。日本の大企業では部署や肩書で自分を語ることが多いが、海外では自分の名前で自分を語る。そういう意識で、まずは自分が主体的に動くことが大切だ。一人ひとりにウイングがついて強くなり、それが重なると組織も強くなっていく。

インタビュー4「ソニー株式会社」

企業情報

会社名	ソニー株式会社 事業開発プラットフォーム イノベーションファンド室
担当者数	日本 11 名（専任及び兼務）、海外 19 名（兼任含む）
投資資金	100 億円

「企業文化を活かして自力で取り組む」

ーソニー株式会社 事業開発プラットフォーム イノベーションファンド室 チーフイン
ベストメントマネジャー 土川元氏の談話からー

【以下、土川氏の談話をもとに JVCA が構成】

スタートアップの急成長を見てきた歴史

「ソニーは長くスタートアップを見てきた」と同社イノベーションファンド室の土川元チーフインベストメントマネジャーは言う。特に、同社が関わる事業分野で、スタートアップが急成長していく様子を間近で見てきた。小さな会社だったアップルがみるみるうちに成長し、ネットフリックスも、アマゾンも、既存の業態を超えて瞬く間に大きな存在となった。

投資の面でも、スタイルは時代によって変化したものの、以前からスタートアップと関わっていた。1990年代には大規模にスタートアップに投資。ITバブル崩壊の時期にいったん整理をし、しばらくは事業提携契約がある場合にだけ投資を行っていた。

そして、2016年7月、ソニーイノベーションファンドを立ち上げ、本格的なスタートアップ投資を再度スタートした。その背景には、平井一夫氏が2012年に同社の社長に就任して以来行ってきた構造改革が一段落し、「成長ストーリーを語れる時期になった」（土川氏）ことがある。「ソニー復活の象徴」とも言われる、ロボット再参入の発表時期（その後、2018年1月に発売したエンタテインメントロボット“aibo”）とも重なる。

「成長にはいろいろな人たちの力を借りるという意識が強くあり」（土川氏）、投資を通じてスタートアップとの関係を築いていくことが考えられた。投資のリスクを考慮して、全社で行うのではなく、CVCという形態をとった。設立から2年半が経過した現在、イノベティブな事業に取り組む企業、約40社に出資している。

自力で進めるための工夫

「成長にはいろいろな人の力を借りる」というソニーだが、CVC の運営では他社の専門家による支援は受けず、基本的に自社の人材だけで投資先の発掘、選定を行っている。

そのために組織づくりも工夫されている。まず、CVC には二つのタイプの人材を入れる。ソニー全体のことをよく知っており、社内に広いネットワークがある人材と、昔からソニーで M&A やベンチャー投資に携わってきた人材だ。また、海外は米国と欧州に拠点を置き、分野ごとに日・米・欧でチームをつくって、世界各地の案件を共同でスクリーニングしている。こうすることで、投資判断に多様性とグローバルな視点を取り入れている。

日本では 11 人、海外では他の業務 (M&A など) との兼任も含めて 19 人が CVC の業務にあたる。

社内のヒアリングで発揮される「ソニーらしさ」

そうして上がってきた案件は、社内に関連しそうな事業に声をかけて意見を聞く。

ここで発揮されるのが「ソニーらしさ」だ。一般的な日本企業であれば、通常の業務以外のことでは煩わされるのを嫌う人も多い。しかし、ソニーでは「それぞれ自分の意見を持っていて、必ずフィードバックを返してくれる」(土川氏)。

時には、ある案件に対して、一つの部署は「すごくいい」と言い、別の部署は「そうでもない」と意見が分かれることもあるという。そういう場合には、何度もやりとりをして「一緒に議論をすると方向性が見えてくる。そういうことができるのもソニーならではの」(イノベーションファンド室の鈴木大祐シニアインベストメントマネジャー)。

社員が CVC の活動に協力的である理由について土川氏は、「社員も (自分の仕事に関連する) 情報を欲しがっている」ことを挙げる。また、前述したように、小さいと思っていたスタートアップが巨大企業になったのを間近で見ていた社員も多く、社員のスタートアップに対する意識も高い。そして、そもそもソニーの社員たちはチャレンジ精神が旺盛で、CVC やスタートアップの活動にフィットする面もある。

スピード感を重視

社員による評価も経て、厳正に評価され選び抜かれた案件のみが投資委員会に進むことになる。

投資委員会は 6 人で構成されており、土川氏に加え、ほとんどが執行役員という錚々たるメンバーが顔を揃える。ソニーコンピューターサイエンス研究所所長の北野宏明氏、AI ロ

ボティクスビジネスグループ担当の川西泉氏、知的財産に加えて、ソニーイノベーションファンド及びStartup Acceleration 部門を担当する御供俊元氏、R&D 担当の服部雅之氏と平山照峰氏だ。メンバー6 人は、それぞれの専門領域を究めたトップクラスの人々でもある。

投資委員会の議論では、提案がそのまま通るものもちろんあるが、却下されるものも、投資金額が増えるものもあるという。そして、投資金額が\$ 3M までのマイノリティ投資であれば、6 人全員が賛成した場合、すぐに投資の意思決定が下せる。つまり、CEO の承認を得る必要はないのである。

専門分野に詳しい人々が直接最終判断を行うことで、素早い投資の意思決定が可能になる。こうした枠組みができたのも、長年の経験からスタートアップのスピード感を知っていたからだ。

日本にも良いスタートアップがたくさんある

投資対象となる企業は、「ソニーの事業の周辺にあって、社員が評価できる、よい会社」。「周辺の事業」であるから、すぐにソニー本体の事業とシナジーを生むものではなく、基本的に M&A を前提とした投資は行っていない。あくまでも「どんどん成長するスタートアップとの関係を築いていく」（土川氏）のが目的だ。ただし、関係を深めていくなかで、その業界のこともよく理解できるようになるので、事業フェーズが進展してきた時点で M&A を検討することも選択肢の一つとなる。また、ベンチャー投資を通じて対象マーケットを理解していれば、関連領域での M&A のデューデリジェンスにその知識を役立てる事もできる。

国別の投資先では、約 40 社のうち日本の企業が約 3 分の 1、それ以外が海外となる。日本のスタートアップへの投資について土川氏は、「始めたときには日本企業の割合は全体の 10% くらいかと想定していたが、取り組みを開始すると日本にも意外に良い会社があると思った」と話す。したがって、これからも日本のスタートアップへの投資を続けていく意向だ。

そして、CVC 事業を長く継続し、会社の評価や投資についての議論を続けていく。「それは筋トレのようなもので、続けていくことで強いチームになる」からだ。

～新進 CVC への提言～

◆会社を見るときにはチームで見る

「時々、会社からの指示でシリコンバレーに一人駐在で送り込まれてきている人がいる。一人で突然やってきて、現地で戦略にあった企業を探すのはほぼ無理であり、本社の人たち

も定期的に現地を肌で感じて、投資先にもチームで会うなどの行動が必要。そうして認識を共有し、議論した上でなければ、海外でCVC活動を行うのは難しい」。

◆**トップマネジメントのサポートが重要**

「直接関与するか否かにかかわらず、トップマネジメントがこうした活動を重要だと思ってくれていることが、CVCを進める上では重要になる」。

インタビュー5「パナソニック株式会社」

企業情報

会社名	パナソニックベンチャーズ合同会社
従業員数	米国 11 名、日本 2 名
投資資金	1 億ドル

「現地に根付いた CVC 事業を米国で徹底して展開」

ーパナソニックベンチャーズ合同会社 前社長 木下雅博氏の談話、及びパナソニック
ベンチャー戦略室 主幹 永岡知致氏のコメントからー

【以下、木下氏と永岡氏の談話をもとに JVCA が構成】

20 年間ベンチャー投資を継続

パナソニックは 1998 年以来、R&D 部門が中心となってシリコンバレーでベンチャー企業への投資を行ってきた。ベンチャーの技術を、パナソニックの家電製品などに活用するためだ。ベンチャー側としても、自社の技術が大手家電メーカーであるパナソニックで大規模に使われることになるため、ウイン-ウインの関係が生じていた。

IT バブルが崩壊すると、シリコンバレーで同様の投資を行っていた日系企業は撤退するところが相次いだ。また、ネットワークがものを言う時代となり、ベンチャー側はハードウェアメーカーとの協業にあまり魅力を感じなくなっていた。それでも、パナソニックはシリコンバレーでベンチャー企業との接点を維持し、2010 年代も投資を継続していた。

その一方で、当時パナソニックで M&A を担当していた木下雅博氏（パナソニックベンチャーズ前社長）は、新規に行う事業で協業できる買収先を探していた。しかし、外部の投資銀行から紹介された多数の候補企業のリストを見ても、どのベンチャーがよいのかまったくわからなかった。

木下氏はこう考えた。「(投資銀行という) 出口でベンチャーを捕まえようとしてはダメだ。エコシステム内部から、質の良い情報が得られる仕組みをつくる必要がある」。買収後の統合 (PMI) も考慮すると、買収先の持つ資産だけでなく、会社の成長過程を理解した上で買収候補とすべきだとも考えた。そして、長年米国で投資活動を行っていた R&D 部門に声をかけ、共同で CVC を設立するべく動き始めた。

新規事業の創造を目的に投資を行う

しかし、トップの説得は一筋縄ではいかなかった。木下氏によると、2014年7月に津賀一宏社長に初めてCVC設立の提案を行ったときには、まったく取り合ってもらえなかったという。木下氏は、その後も津賀社長と直接に話し合った。話し合いの場では、事業環境が変化する中で「打てる手は打っていかねばならない」と訴え、「いきなりCVCではなく、まずはベンチャーとの取り組み方を変えたい」と譲歩もした。そして、何度かの話し合いの後に、了承を得ることができた。

ただし、「津賀社長からは、『いまのパナソニックの事業と、ベンチャーとの掛け算では失敗する。新事業だったらやってもいい』と言われた」（木下氏）。保守的な日本の大企業と革新的なベンチャー企業では文化が違いすぎるため、うまく協業するのは難しいということだ。そのため、少なくとも当初は既存事業とのシナジーを求めずに、新規事業の創造をベンチャー投資の目的にすることとした。R&D部門が従来行っていた投資が「共同開発とセット」（木下氏）だったことからすると、大きな方針の転換だ。

こうして、2015年にベンチャー投資のための新組織を設立。何件か実際に投資を行って経験を積んだのちに、2017年にCVC企業、パナソニックベンチャーズとして分社化した。

現地人材の採用、迅速な意思決定

こうして設立されたパナソニックベンチャーズには、「新規事業の創造を目的とする」ということのほかに、いくつか特徴がある。

一つは、「ファイナンシャルリターンの獲得を目指す」ということだ。新事業の創造を目的とするため、投資の成否を測る物差しは、既存事業とのシナジーではなく、必然的にファイナンシャルリターンになる。また、ファイナンシャルリターンがなければCVC事業の継続性は担保できないことから、ファイナンシャルリターンが重要だという。そして、そのリターンを得るために重要なのは、何よりも「よいベンチャーを見つけること」（木下氏）だ。

優れたベンチャーを見つけるには、現地に根付いた人材を獲得して、エコシステムのインサイダーになる必要があると木下氏は考える。実際、同社の米国側スタッフは現地で採用した人材が中心となっており、この「ベンチャーキャピタリストの社外からの採用」も同社の特徴の一つとなっている。現地人材はデューデリジェンスを行ううえでも欠かせない。アーリーステージのベンチャーのデューデリジェンスは、経営メンバーのバックグラウンドチェックが中心となり、具体的には人づてにそのメンバーの評判を聞いていく。これは現地に根付いていない日本人にはなかなか難しく、やはり現地の事情に通じた人材が必要となる。

優秀な現地の人材を獲得するために報酬も充実させており、ベンチャーキャピタリストの報酬は、ベース、短期インセンティブ、キャリア（成功報酬：長期インセンティブ）の3

本立てになっている。

またパナソニックベンチャーズでは、動きの速いシリコンバレーのスピードに対応するため、「投資の意思決定を日本の本社に持ち帰らずに、同社独自で行える」権限を持っている。これが同社の特徴として挙げられる最後の点だ。この点は人材獲得の面でもプラスに働く。現地で採用したベンチャーキャピタリストが発掘した案件に対し、その場で投資を決められるため、ベンチャーキャピタリストのモチベーションが高まるからだ。同社には、インテルやクライナー・パークンス出身のベンチャーキャピタリストが在籍しているが、彼らも「いい案件を持ってくればその場で決める」（木下氏）という同社の意思決定の速さを魅力に感じているという。

このように、従来とは異なる明確な方針をもって CVC を運営している同社だが、こうした方針を決める上で本社からの反対は特になかったという。その要因として木下氏は、「パナソニック全体の事業規模に比べれば、パナソニックベンチャーズの規模が小さい」ものであることを挙げる。そして、他の CVC も、そうした全体的な視点で CVC やそのリスクについて考えるとよいのではないかと提案する。

日本の事業部とのつながりを強化

冒頭で述べたように、同社は 1998 年以来、シリコンバレーでのプレゼンスを維持している。その実績があるため、「逃げることなく、継続的に投資事業を行う会社である」という評判を確立することができた。こうした評判が VC 業界内やベンチャー間での信頼感につながり、また、それまでの経験を踏まえて決めてきた明確な方針が、米国での積極的な投資活動につながっている。

今後の課題は、パナソニックの事業部とのつながりをどう強化していくかだという。投資した案件は、パナソニック本社に新規事業案件として紹介することもあれば、他社に紹介することもある。しかし、新規案件として日本の事業部に紹介しても、日本の事業部は目の前の仕事に追われていて、なかなか新しい事業について考える余裕がない。この点を今後さらに改善していきたいと木下氏は話す。現在は日本側で 2 名が、シリコンバレーとパナソニック本社とをつなぐ業務を担当している。

~新進 CVC への提言~

◆目的を明確にし、必要な条件は外さない

「まずは目的をはっきりさせることが重要。パナソニックは新しい事業領域の探索を目的としたが、企業によって取り組む目的は異なるはず。まずCVCありきではなく、何をやりたいのかを定義して、それにあったやり方（CVCがよいのか否か）を考えることが重要だ」。

（木下氏）

さらに、同社ベンチャー戦略室の永岡氏はこう続ける。「ただし、この『目的を定めること』自体、簡単なことではない。我々も、社長と議論する中でおおよその目的を固め、その後、実際に事業活動をスタートさせて、そこで見えてきたものを取り入れながら、より明確な目的を見定めてきた。実際には、『走りながら考える』ことも必要と考える。

また、目的を定めたとしても、それを実行する段階で壁にぶつかることも多い。そこでいったんは譲歩することがあっても、そこに安住しないこと、また必要な要件は絶対に外さないことが大切だ。弊社の場合、最初に提案した段階ではCVCの設立にまで至らなかったが、そこであきらめなかったからこそ現在の形があると考えます。また、『事業シナジーを追求しない、現地に権限を移譲する、外部のプロフェッショナルを招聘する』という点では、妥協することはなかった」。

◆現地で適切なパートナーを探す

「もし、シリコンバレーなどで米国のベンチャーを相手にしようと考えるのであれば、日本人だけでは難しい。現地の適切なパートナーを探すべきだ。つい、日本語の話せる米国人などに頼ってしまいたくなるかもしれないが、その人物が本当に信頼できるか、十分に見極めてもらいたい」。

インタビュー6「レノボ株式会社」

会社名	レノボ データセンターグループ ソフトウェア部門
担当者数	専任2名 + 中国側のスタッフなど
投資資金	特に決まっていない

ベンチャーを成長させながら、段階的に投資

レノボ データセンターグループ ソフトウェア部門 ゼネラルマネジャー ジョン・マジェスキー (John Majeski) 氏の談話から

【以下、マジェスキー氏の談話をもとにJVCAが構成】

ソフトウェア事業拡大のための投資

レノボは中国でPCメーカーとして成長し、2004年にIBMのPC事業を買収するなどして、PCやタブレット、スマートフォンなどのハードウェア事業を拡大してきた。さらに近年、業容を拡大してソフトウェア事業の展開も始めた。

ハードウェアを主体としてきた企業であるため、「ソフトウェア事業を行うのはチャレンジ」(ソフトウェア部門ゼネラルマネジャーのマジェスキー氏)であり、拡大するにはスキルや開発者などが必要になる。そのための手段の一つとして行われているのが、スタートアップ企業への投資やM&Aだ。これまでに、オブジェクトストレージ製品の開発を行うクラウドファン (Cloudian) など、世界中の様々なソフトウェア企業への出資を行ってきた。

そうした投資や大企業との提携、自社開発などを総合して、全体で10億ドルのソフトウェア事業を築くのが、同社データセンターグループ、ソフトウェア部門の目標だ。なお、レノボには、スタートアップへの投資を通じてイノベーションを目指すレノボ・キャピタル・インキュベーター・グループ (Lenovo Capital Incubator Group: LCIG) も存在する。同グループはハードウェア、ソフトウェア問わず投資を行っている。本稿ではLCIGではなく、レノボのソフトウェア部門によるスタートアップ投資について紹介する。

段階的に投資を拡大

投資は段階的に行われている。最初の段階が、資金の投入を伴わないパートナーシップの締結だ。レノボとスタートアップ企業とで共同のソリューションを開発し、スタートアップ企業がレノボと連携、協業できるか、両者が組むことによってよい効果が生じるかを見極める。

パートナーシップが順調に進み、共同のソリューションに対するニーズがあると判断できたら、200万ドルから500万ドル程度のシードキャピタルを入れる事がある。この資金を使って、共同事業を成長させるのである。マジェスキー氏によると、「スタートアップ企業にとってレノボと組む魅力は、レノボが持っている顧客へのリーチを活用して事業を拡大できる点」だという。レノボは株式を取得し、ガバナンスにも関与し、時には社外取締役にも就任する。

この段階も成功したら、次には自らリードインベスターとしてシリーズ A の投資を実施するか、シリーズ A の投資に投資家の一員として参加する可能性が出てくる。投資金額は1000万~2000万ドル近辺になる事もある。

そして、さらに協業が順調に進んだら、そのスタートアップの買収を検討する。買収を行うことで「価値あるソフトウェア資産を、何年もの開発期間を待つことなく、また開発費用をかけることなく手に入れることができる」(マジェスキー氏)。

ただし、この段階でまだ買収をすべきかどうか確信が持てなかったら、買収はせずに、さらに大規模な投資を行うこともあるという。金額は5000万ドルから1億ドルのレンジにもなり得る。かなり大規模な投資となるため、買収をすることが90%くらい確実でなければ、この規模の投資はしないという。

顧客の声や人間的なフィットも重視

こうした投資の対象となる企業を探すうえでの基準は、まず「レノボの成長を補完するものであるか」ということだ。マジェスキー氏自身が自分のコンタクトを使って、またLinkSV、CrunchBaseやPitchbookといったウェブサイトも活用して探し、週に3-5社と面談する。

そして、実際に投資するかどうかの判断では、技術のほかに市場の状況を見て、顧客の声を聞く。「優れた技術でも、市場がないものは数多くあるので、顧客の声を聞くことは非常に重要」(マジェスキー氏)と考えるからだ。

また、「技術や市場がよくても、人間的なフィットがなければ問題が生じる」との考えから、創業者や技術者との相性も重視する。技術、市場、そして企業文化は、スタートアップとの親和性を測る上での、重要な要素だ。「定量的な評価も重視するが、CVC投資では定性面も非常に重要だ」とマジェスキー氏は言う。

このようにさまざまな角度から評価を行い、バリュエーションも行ったのちに、本社側で最終的なデューデリジェンスが行われて投資が決定される。

いったん投資が始まって、レノボとの戦略的なフィットがあるかどうかは継続して確認する。加えて、評価の指標としてレノボとの共同ソリューションの売上を週単位でチェックするほか、「ベンチャー企業自身の売上と成長率」を自らの部門の評価軸の一つとしている。「レノボが成功するためには、ベンチャーの成功も必要」（マジエスキー氏）と考えるからだ。

タイムラインを決める

投資したベンチャー企業を成功させるため、マネジメントにも関与する。レノボに馴染みのあるビジネスであれば、ソフトウェア部門の人員など、レノボの社員に担当させ、馴染みのないビジネスであれば、外部の人材を起用して技術評価も含めたデューデリジェンスや投資後のバリューアップを行うこともできる。そうした場合は、その分の費用も考慮して、総合的に損益を評価している。

マジエスキー氏は、「CVC の投資では柔軟であることが重要」と言う。臨機応変に、かつ現場で状況を見ながら、事業戦略を微調整していく。同時に、すべての投資が成功するわけではないことも認識し、しっかりとしたタイムラインを持つておくことも重要だと強調する。

「タイムラインを決めて、手を引くときには手を引くことが大切だ」（マジエスキー氏）。

～新進 CVC への提言～

◆技術ばかりに目を奪われない

どんなに優れた技術を前にしても、何の目的で、何のために投資するのか、長期的な目標を明確にして投資を行うことが大切だ。たとえば、「ブロックチェーン関連の企業に投資しないのか」と聞かれることが多いが、ブロックチェーンの市場はあまりないと考えるので、投資は行っていない。

◆投資先とのコミュニケーションを密に

どこで投資をするにしても、その土地にスタッフを持って会社を訪問し、CEO や CFO と話し、社員を見ることが大切だ。投資先とのコミュニケーションを密にすることで、その会社の状況も把握できるし、投資家として手伝える事もはっきりする。

3.2 CVC 活動インタビューのまとめと考察

今回のインタビューでは、CVC を長期間に亘って継続している事業会社を中心にインタビューを行った。また、90 年代に CVC 活動を開始し一時期は積極的な投資を控えていたが、最近になって再開したという事業会社にもインタビューを行った。どこも様々な成功と失敗を繰り返し、試行錯誤の上で現在の形に帰着している。ここに至った背景には関係者の方々の多大な努力と工夫が詰まっており、広く応用できる学びがあったので、この章ではそのまとめと考察を行う。

3.2.1 CVC 活動インタビューのまとめ

何故 CVC 活動を始めたか ～きっかけは、市場環境の変化に対する危機感～

KDDI 及び NTT ドコモが CVC を開始するキッカケとなったのが、スマートフォンの登場であった。いわゆるガラケーの世界では、携帯電話に搭載するソフトやサービスはすべて通信事業者である同社らがプラットフォーマーとしてサードパーティであるコンテンツプロバイダを統括していたが、スマートフォンの誕生により、プラットフォーマーとしてのポジションがアップル及びグーグルへ移ったことで、通信事業者自らサードパーティ (=スタートアップ企業) が開発する「メジャーとなるアプリ」を探しに行く必要が出てきた。また事業のスピードが速くなる中で、自前主義から脱却し他社が開発した技術を活用する事で時間を買うという発想も出てきた。

パナソニックとソニーは、CVC 活動を始めたのはいずれも 90 年代である。主にシリコンバレーを活動の拠点としており、IT バブルの崩壊後は一時業容を縮小したものの、R&D 目的や事業提携を前提とした、スタートアップとの関係構築は継続している。パナソニックの場合は 2015 年に「新規事業の創造」を目的としたスタートアップ投資の新組織を設立。またソニーは構造改革が一段落した事を受け、「成長ストーリー」の一環として 2016 年に投資活動を再度本格化させている。

いずれも現状打破の為に CVC を設立しており、明確な目的を持って開始している。ただ、パナソニック永岡氏は「目的を定めること自体、簡単なことではない。我々も社長と議論する中でおおよその目的を固め、その後、実際に事業活動をスタートさせて、そこで見えてきたものを取り入れながら、より明確な目的を見定めてきた。実際には『走りながら考える』ことも必要と考える。」とコメントしている。目的を定めたとしても、常に市場環境と照らし合わせ、修正が必要なところは修正し、PDCA を回していく事の重要さは、CVC 活動でも変わる事は無い。

何故 CVC 活動を行うか ～戦略的リターンと財務的リターンの両方を達成する～

インテルはその 30 年にわたる CVC 活動の歴史の中で、戦略的なリターンと金銭的なリターンの両方を求める方針に至っている。当初は戦略的リターンを重視していたが、その後金銭的リターンを重視する方向にシフト。一社あたりの出資比率を 2-3% に抑えた投資を数多く行い、結果金銭的なリターンを創出することに成功。その後何の為に投資をしているかという問いに改めて向き合った結果、「戦略的なシナジーを前提として、金銭的なリターンを狙う (Financially focused, Strategically Relevant)」という結論に至った。更に、ここで追い求めている「戦略的シナジー」はインテルにとってのシナジーではなく、スタートアップにとってインテルが与えられるシナジーを掲げている所に、以前とは異なる変化があった。

自社がシナジーを与えられるスタートアップに投資をする事によって、そのスタートアップが業界のリーダーに成長する事をインテルは目指している。その成功がインテルに対して金銭的なリターンを還元し、併せてそのスタートアップが創出した新産業に於いてインテルが結果的に独自のポジションを形成するきっかけを与えてくれるケースなども生まれているとのことだった。インテルは自社のリソースを通じた付加価値提供だけでなく、同社の顧客やパートナーを含めた「インテル系列グループ」を形成し、グループ全体でスタートアップをサポートする仕組みを提供している。

スタートアップの成功を優先するというスタンスは NTT ドコモ、レノボ、KDDI 他でも見られた特徴である。

レノボでは自部門のメンバーの評価に、投資したスタートアップの売上と成長率も取り入れており、如何にスタートアップに対して付加価値を提供できたかという視点を重視している。また KDDI では、アイデアや商品の事業化を「ビジネスイノベーション推進部」がサポートし、そこから更に業容を拡大する為に「ライフデザイン事業本部」が KDDI 本社のリソースも使いながらサポートするといったように、スタートアップの事業ステージに応じて、複数の部隊が関与するという形も取り入れていた。

「スタートアップから選ばれる。他の VC から選ばれる投資家になる」という点を、多くの CVC が目指していた。

社内外のリソースを CVC 活動に如何に役立てるか

CVC は、事業部門や研究開発部門など社内に様々な専門家を抱えており、通常の VC が提供できない付加価値機能を持っている。今回のインタビューでは、社内外のリソースを上手に活用し、投資先の発掘、デューデリジェンス、投資後のバリューアップに役立てる他、従業員の意識改革や活性化の為に、スタートアップとの連携を活用しているケースがあった。

ソニーでは海外も含めた社内の専門家から広く意見を募る事で、事業性評価に厚みを持たせていた。そもそもソニーの社員たちは「山っ気」があり、とことん議論を尽くして建設的なフィードバックを得る事が出来ている。ここに「ソニーらしさ」という企業文化が介在していた。

レノボでは自社のリソースではカバーしきれない事業分野に関しては、投資判断や投資後のバリューアップについて積極的に外部人材を起用していた。パナソニックでは外部のプロを招聘する為に必要なインセンティブパッケージを用意すると共に、投資権限も持たせており、創業者である松下幸之助氏の「やってみなはれ」文化が見られた。

自社の従業員にスタートアップをサポートさせる事によって、投資先のバリューアップのみならず、自社従業員の意識改革につなげていたのが、KDDI、インテル、NTT ドコモである。

NTT ドコモ・ベンチャーズで投資に従事していたメンバーは各々の事業部門に戻った後、投資先と事業部門の橋渡し役として機能している。投資事業を継続すればするほど、スタートアップ文化を理解するメンバーが増え、事業部門との連携が促進される組織構造となっている。最近では経営陣の中でも先進的な考えの人が増えているという。

インテルでは自社エンジニアを関係先スタートアップに派遣しており、スタートアップならではの迅速な開発手法を体験させている。スタートアップとしては、業界トップクラスのエンジニアのサポートを得る事ができるという Win-Win の関係が構築できている。

更に KDDI では、シードステージのスタートアップに対して同社の社員をメンターとして活用する事で、社内に新規事業育成の経験がある人材が増えており、その人材が自社の新事業企画やスタートアップとの協業で積極的な役割を果たしている。

3.2.2 CVC 活動インタビュー結果からの考察

数多くの実績を持つ歴史の長いCVCへのインタビューを通じて、CVC活動を成功させるためには下記の点が重要と考えられる。

1. コーポレートベンチャリング全体の設計と目的のセッティング

CVCというと投資をする事が目的になりがちであるが、今回インタビューした先進事例では、スタートアップとの取組を、事業連携・人材交流・資金提供の3つをセットにした「コーポレートベンチャリング」という一つの事業・オープンイノベーションの為の仕組みとして捉えている。

また、そもそもなぜオープンイノベーション、コーポレートベンチャリングを行うのか、という目的についても、各社とも環境の変化に伴う自己変革の必要性に起因するとともに、その歴史においてしっかりとした議論と定義がなされている。

開発スピードの加速と開発対象の多様化から、オープンイノベーションの必要性が叫ばれて久しい中、AI、IoT、次世代モビリティといった新産業に於いては特にスタートアップの役割がより重要性を増している。各社におけるコーポレートベンチャリングの枠組みについて一歩踏み込んだ仕組みづくりが求められているといえよう。

2. CVCの成功はスタートアップの成功をもたらす

今回インタビューした各社は、投資に失敗はつきもので、投資の成否を個別の投資先毎でなくあくまで全体ポートフォリオとして捉え、金銭リターンと戦略リターンを長期的な視野で考えている。

さらに、多くの成功各社では、スタートアップの成功を第一義に考えており、スタートアップや他のVCから選ばれる投資家を目指している。「大企業が成功するためには、スタートアップの成功も必要」と考えているためである。

大企業は技術力、多様な人材、販売チャンネル、マーケティング力、信用力、開発インフラなど、様々な資産を持っており、その資産はスタートアップの価値向上にも、十分に発揮できる。つまり、通常のVCとは違った、より直接的な付加価値を提供する能力がある。特に、スタートアップにとって、信用力のある大企業が最初の顧客になってくれる効果は計り知れない。CVCはスタートアップの成長を加速する強い力を内包している。

インタビューの中の事例として、複数のCVCが協力して、スタートアップのビジネスモデルの実現の為に協力しているケースが見受けられた。こうしたケースが増えることで、社会を変革させる新しい商品やサービスが、以前よりスピーディに実現する可能性が高くなると考える。

3. コーポレートベンチャリングのPDCA

今回インタビューした各社は、失敗から学び、改善し、PDCA を継続的に繰り返していた。一口に CVC 活動といっても、本体の業種・CVC 活動の経験値等により、一つの成功パターンが存在するわけではない。企業が PDCA を回しながら、自社の企業文化や特徴を活かしたコーポレートベンチャリング手法を確立し、スタートアップを含めたオープンイノベーションを通じて、社会課題の解決、社会の変革を進めていく必要があるだろう。

さらに、インタビュー各社では社外リソースも活用しながら、自社の従業員の意識改革にもスタートアップを活用している。従業員の意識改革により社内の課題解決も進め、革新的な強い組織を作る。そんな取り組みは、既に始まっているといえよう。

3.3 M&A 活動インタビュー

インタビュー7「SAP」

企業情報

会社名	SAP/SAP.i0
担当者数	非公開
投資資金	35 百万 US ドル

「自社の視点とスタートアップの視点をバランス」

—SAP.i0 マネージングディレクター、ラム・ジャンバナサン (Ram Jambunathan) 氏、および、SAP チーフストラテジーオフィサー、ディーパック・クリシュナムーティ (Deepak Krishnamurthy) 氏の談話から—

【以下、ジャンバナサン氏とクリシュナムーティ氏の談話をもとに、JVCA が構成】

東京でもスタートアップを支援

SAP ジャパンは 2019 年 2 月に、スタートアップ向けのアクセラレーション・プログラム「SAP.i0 Foundry Tokyo (エスエーピーアイオー・ファウンドリー・トウキョウ)」を正式発表し、支援対象となる企業の募集を始めた。支援対象企業に選ばれると、戦略構築のサポートや、SAP の技術やデータとの連携、共同営業などの支援を 12 週間にわたって受けられる。

この SAP.i0 ファウンドリー・プログラムは、東京のほかサンフランシスコやベルリン、テルアビブなど世界 7 カ所で展開されている。地域や期間ごとに支援のテーマが決まっており、たとえば、サンフランシスコの 2019 年冬季のプログラムは「HR テクノロジー (人事・人材マネジメント関連のテクノロジー)」、東京は「インテリジェント・エンタープライズ」だ。なお、SAP.i0 ファウンダリーは、SAP が展開するスタートアップ向けの総合的なプログラム「SAP.i0」の一部で、SAP.i0 にはほかに、スタートアップへ企業への出資を行う「SAP.i0 Fund (エスエーピーアイオー・ファンド)」などがある。

SAP とのフィットを見極める

SAP. i0 を立ち上げた理由について、SAP. i0 マネジメントディレクターのラム・ジャンバナサン氏は、次のように言う。「近年テクノロジーの世界では、新しいタイプのイノベーターが伸びてきており、また、小規模な企業が大きなインパクトを持つようになってきている。我々は、SAP の顧客が、こうした次のイノベーションにアクセスするのを助け、事業で成功するのを助けたいと考えた。また、SAP のプラットフォームや API などを通じて、新たなイノベーターが成功するのに手を貸せるとも考えた」。

「SAP の顧客を助ける」という狙いから、支援や出資の対象となるのは、あくまでも SAP の事業を補完するようなスタートアップだ。したがって、支援や出資を決める前にはビジネスモデルや技術を見ることはもちろん、「SAP とのフィットをよく見る」(ジャンバナサン氏)。事業部門からのフィードバックも重視しており、サンフランシスコのファウンドリーが HR テクノロジー分野の企業を募集した際には、事業部門もスタートアップによるプレゼンテーションに参加した。「事業部門が顧客に紹介したいと思うような企業かどうか」(ジャンバナサン氏) を見極めるためだ。

スタートアップに顧客へのアクセスを提供

そして、そうしたスタートアップが成功できるよう、冒頭で述べたような戦略構築の支援など、さまざまなサポートを行う。たとえば、スタートアップが同社の顧客にアクセスできるよう、スタートアップを SAP の顧客イベントで紹介したり、スタートアップのアプリを同社の顧客が利用できるマーケットプレイス「SAP App Center」にアップしたりする。

ジャンバナサン氏によると、SAP. i0 の KPI も、「SAP に戦略的なインパクトをもたらしているか」のほかに、「顧客のために価値を創造しているか」、「スタートアップにベネフィットをもたらしているか」の三つの観点から設定されるという。

すぐに協業できるスタートアップを探す

SAP は SAP. i0 以外にも、さまざまな形でスタートアップと協業している。その一つの形が M&A だ。

同社のスタートアップの M&A の方針は明確だ。それは、「すぐに自社の製品ポートフォリオに入れられて、売り上げに結び付くような、実用的なイノベーションを実現している企業を買収する」(チーフストラテジーオフィサーのディーバック・クリシュナムーティ氏) というものだ。買収候補企業を見つける際には、M&A のチームと事業部門が合同で、長期戦略と現実とのギャップを考え、そのギャップを自社開発で埋めるのか、パートナーシップの締結で埋めるのか、M&A で埋めるのかを検討する。

買収後 2 年間は独立性を保つ

そして買収後は、小さなスタートアップであればすぐに統合して事業部門の配下におくが、もう少し規模の大きな企業の場合は、買収後も 2 年間はその組織の独立性を保つ。なぜなら、SAP のような従業員が 10 万人近い大企業と、買収対象となる 2000~3000 人程度の企業では、企業文化が大きく異なるからだ。「大企業はプロセスや結果を重視するが、小規模な企業はスピードを重視する。大企業と統合することで、その会社の文化や DNA、経営陣を変えたくない」と、クリシュナムーティ氏は言う。

もちろん、この 2 年の間も PMI は進めていく。SAP の PMI チームが買収先の企業と、プロセスや法的な面などの統合に関して、毎週のように話し合いを行う。また、SAP の CEO と買収した会社の CEO との間に、親密な関係を築くよう努力もする。経営陣どうしの関係も築いていく。そうすることで、何か問題が起こった場合にも迅速に解決できるようになるからだ。

多様なバックグラウンドを投資や PMI に生かす

こうした企業買収や PMI で、効果を発揮するのが SAP 内のダイバーシティだ。

SAP はドイツ企業だが、クリシュナムーティ氏によると、「SAP はここ 10 年で意図的に真のグローバル企業になろうとしてきた」という。取締役会のメンバーの国籍もさまざまで、CEO は米国人、ほかにもアイルランド人や、南アフリカ人など、さまざまなルーツの人がいる。R&D もドイツだけでなく、シリコンバレー、カナダ、南米、イスラエル、インド、中国など、さまざまな場所で行われている。このダイバーシティが、社内の考え方の多様性やイノベーションに反映され、多様な国々の企業のマネジメントや買収後の PMI に役立っている。

それでもクリシュナムーティ氏は、ドイツ企業としてのルーツは失われていないという。たとえば、従業員に配慮するというドイツ企業らしさを忘れず、リストラチャリングを行った際にも非常に慎重に進め、退職する社員に手厚いパッケージを用意するなどした。

SAP. iO でスタートアップへの投資を行う人々のバックグラウンドも多様だ。ベンチャーを運営した経験のある人、PE ファンドや、インテルやシスコなどのベンチャーキャピタルで投資経験のある人、アクセラレーターでの経験を持っている人など、ベンチャーや投資分野でのバックグラウンドを持つ人を採用してきた。そうすることで、スタートアップへの投資や協業がうまく行えるようにしている。同時に、SAP での勤務経験が長く、SAP の内部に詳しい人も配置し、外部に詳しい人と内部に詳しい人の両方がうまくバランスするように

している。

インタビュー8「Yahoo 株式会社」

企業情報

会社名	YJ キャピタル株式会社／ヤフー株式会社
従業員数	YJ キャピタル7人
投資資金	465 億円+1.7 億ドル (YJ キャピタルファンド 4 本+ 東南アジア Co-GP ファンド「EV Growth Fund」)

「明確な枠組みで投資し、徹底した PMI を実施」

—YJ キャピタル 代表取締役社長 堀新一郎氏の談話から—

【以下、堀氏の談話をもとに JVCA が構成】

さまざまな形で企業に投資

ヤフーは M&A に積極的な企業として知られる。2015 年には、ホテル・飲食店予約の一体を 1000 億円で買収。ほかにも、オフィス用品 EC のアスクルや、クレジットカード会社のケーシー、FX のサイバーエージェント FX など、多数の企業を買収してきた。ここ 7 年で買収した企業の数は 70 社にのぼる。

YJ キャピタルはヤフーの CVC 子会社で、5 本のファンドを運営し、インターネット関連の企業に幅広く投資を行っている。現在では 90 社以上の企業に投資している。

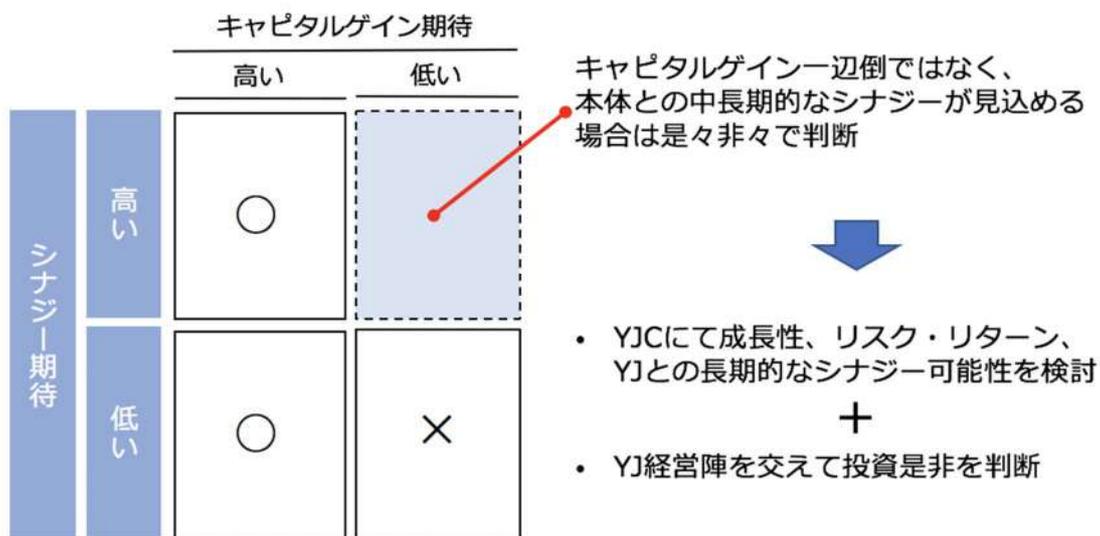
本体でも CVC でも投資を行うヤフーグループだが、「本体では原則として連結化を前提とした投資を行う。一部、例外的に戦略的意義が合致すればマイノリティ投資を行うが、YJ キャピタルが基本的にマイノリティ投資の役割を担う」(堀氏)という明確な棲み分けがある。一方で、YJ キャピタルでマイノリティ投資していた企業を、ヤフーが連結子会社化したケースもある。料理動画レシピサービス「kurashiru (クラシル)」を運営する dely である。

戦略の強化につながる企業だけを買収

積極的な M&A を支えているのが、明確な投資方針だ。すなわち、ヤフーの株主価値の向上を念頭に、全体戦略である「統合事業戦略」の強化につながる企業だけを買収するという。統合事業戦略とは、ヤフーのすべてのサービスが連携し、強化しあって拡大していくことを目指す戦略である。具体的には、メディアで顧客を集めて E コマースの利用を促し、モバイル

ルペイメントやヤフーIDなどでユーザー情報を集めて、それを活用して広告や金融事業で収益を上げるといったモデルである。「この戦略の強化につながる事業はM&Aを行うが、そうでない事業はM&Aを行わない」(堀氏)。なお、投資の段階ではそれほど明確なシナジーを読めないが、中長期的には何らかの可能性が考えられるものは、YJ キャピタルでマイノリティ投資を行う。

これを堀氏は、4象限の図で説明する。この図は、横軸にキャピタルゲインの多寡、縦軸に戦略的なシナジーの強弱をとり、両者が交差する部分で投資を考えるというものだ。M&Aの対象となるのは、戦略的シナジーが得られてキャピタルゲインも得られる企業。シナジー期待は不明確だが、キャピタルゲインが得られそうなものはYJ キャピタルが担当する。シナジー期待は大きい、キャピタルゲインが見込めない案件は、場合によって検討することもあるという。キャピタルゲインもシナジーも期待できないものは、投資の対象とはならない。



100%取得にはこだわらない

このように戦略的なシナジーを重視するヤフーだが、買収する際に必ずしも株式を100%取得して、その企業を全面的に取り込むわけではない。むしろ、「決算を連結できればいいので100%にはこだわらない。51%でもいい」と堀氏は言う。

その理由の一つは、ヤフーや親会社のソフトバンクに、まだ起業家的な気風が残っており、「起業家が事業を行うためのインセンティブを大事にしている」(堀氏)からだ。また、買収するのは主にB to Cの事業だが、B to Cの事業は成長のメソッドを体系化しにくく、決まったやり方を押し付けるのではなく、自由にやらせたほうが伸びることが多いからで

もある。場合によっては、その後 IPO を実施するという選択肢も残す。

買収した企業の経営陣が、ヤフー本体のポジションに就くこともある。たとえば、2012 年に買収したクロコスの創業者、小澤隆生氏は、現在ヤフーの常務執行役員コマースカンパニー長だ。しかし、起業家だからといってポジションを提供しているわけではなく、あくまでもその人の実績次第だという。

買収の前から始まる PMI のプロセス

こうして多数の企業を買収してきたヤフーが特に重視しているのが、買収後の統合 (PMI) のプロセスだ。実際には、ヤフーでは PMI を「買収後」に行うのではなく、買収のためのデューデリジェンスを始めたその日から、M&A の交渉の裏側で行っている。

大型の買収案件では、PMI のチームには 20~30 人が参加する。最初は、経営企画、法務、人事などの担当者が相手の企業の制度などを調べ、やがて、戦略、マーケティング、カスタマーサポート、システムなど、ほとんどの経営機能ごとにワーキンググループが設置されて、ヤフーと被買収企業の双方で、統合のプロセスについて話し合う。買収後の基本計画「100 日プラン」も作成する。PMI の責任者となるのはその企業を買収するカンパニーのカンパニー長、実務をサポートするのは財務統括部門の企業戦略本部だ。

役員として派遣する人材の選定も慎重に行い、「エース級の人材を送り込む」(堀氏)。その人材が経験を積み、また別の企業の買収に役員として派遣されることもあるという。

ヤフーがこのように徹底した PMI を実施できている理由について、堀氏は「数多くの過去の経験からの学び」を挙げる。特に、トップの経験の差が大きいという。そのために、社内に PMI をきちんとしなければという問題意識が生じ、それを基に PMI の成功要因の分析を行ったり、企業戦略本部に外部から専門家を採用したりするなどの対応を行うことができた。

PMI で目指す姿も明確だ。それは、買収された企業に「買われてよかったと思ってもらうこと」(堀氏)だ。戦略をつくりこんでシナジーを生み出し、買収後に売上、利益を拡大して、ヤフーのみならず、双方が「この M&A を行ってよかった」と思えるようになることを目指している。

CVC では専門知識を強化

マイノリティ投資を担当する YJ キャピタルも、特徴的な経営を行っている。同社の活動方針は四つある。それは、「未来に投資する、シードからレイターまで幅広く投資する、最低限でも収支均衡を目指す、ブレインになる」の四点だ。

この中でも特に最近強化しているのが「ブレンになる」という点だ。これは、メンバー一人ひとりに担当領域を持たせ、各人が「自分の領域の会社については全部知っている、社内の誰から何を聞かれても答えられる」（堀氏）という状態になることを目指すものだ。サーバーの部門領域や、研究開発が行われている領域、中国、フィンテックといったトピックなどが、各人に自分の領域として割り当てられる。

この方針を取り入れたのは、「YJキャピタルのキャピタリストには若手が多く、経験ではベテランに勝てない。勝つためには、専門知識を持つしかない」（堀氏）と考えたからだ。2018年9月に導入したときには、キャピタリストから「限られた領域だけでなく、いろいろな案件を手掛けたい」などの声もあったが、いまでは積み上げた知識が社内で評価されるなど、効果も出てきている。投資しているスタートアップを招いて、VRなど、特定のテーマについての勉強会を社内で行うなどの活動も、「ブレン」として行っている。

インタビュー9「株式会社 LIFULL」

会社名	LIFULL
担当者数	3名（投資委員会メンバー）
投資資金	非公開（公開されている個別案件については本文を参照）

出資から買収まで広範な投資を、少人数で迅速に決定

LIFULL 執行役員 社長室長 筒井敬三氏の談話から

【以下、筒井氏の談話をもとに JVCA が構成】

企業買収で業績にもインパクト

不動産・住宅情報サイト「LIFULL HOME'S」などの運営を行う LIFULL（ライフフル）は、2017年4月に社名をネクストから、現社名の LIFULL に変更、提供するサービスのブランドも「LIFULL」に統一した。LIFULL は、LIFE（人生・暮らし）と FULL（満たす）を組み合わせた造語で、そこには「あらゆる LIFE を対象に、それを FULL にする活動を行う」（同社ウェブページより：<https://lifull.com/brand/talking/>）という意味が込められている。

「あらゆる LIFE とは、世界中の LIFE ということでもある」と、LIFULL 社長室長の筒井敬三氏は言う。同社は、世界での事業展開を念頭に、海外企業の M&A を積極的に行っている。

2014年には、不動産情報などのアグリゲーションサイト（複数のウェブサイトの情報を集積したサイト）を運営するトロビット・サーチ（Trovit Search）の全株式を約110億円で取得。2018年には、同じく不動産情報などのアグリゲーションサイトを運営するミチュラ・グループ（Mitula Group）を、約140億円規模の株式交換で完全子会社化した。

両社はともにスペインに本部を置き世界展開する企業で、「不動産情報のアグリゲーターとしては世界第1位（トロビット）と第2位（ミチュラ）の企業」（筒井氏）。両社の子会社化により、LIFULL グループは世界の不動産アグリゲーションサイトの運営では、圧倒的なトップ企業となる見込みだ。また、アグリゲーションサイトの運営事業は利益率も高く、トロビット、ミチュラともに利益を計上している。そのため、トロビットの買収ではすでに LIFULL の連結業績に大きな貢献があり、ミチュラの買収によってさらにプラスの効果が見込まれている。筒井氏によると、これらの企業買収によって「連結売上高が2割程度上乗せ

される」という。

シナジー重視でベンチャーに出資

トロビットとミチュラの例に見られるように、LIFULL は海外では主に不動産関連の事業の買収を行っている。初めて進出する場所で、初めての事業を行うという二重のリスクは避け、知見のある事業に絞っているのである。一方で国内では、「あらゆる LIFE を FULL に」のコンセプトは、不動産に限らないさまざまな事業という形で展開されており、すでに介護や収納スペースに関する情報提供などの事業が行われている。新規事業の展開にも積極的に、その一環としてベンチャーへのマイノリティ出資も行っている。

直近では、同社が力を入れている地方創生事業の一環として、官公庁の交付金情報などを集めたプラットフォームを構築する Weldrow に出資した。ほかには、クラシファイドサイトの「ジモティー」を運営するジモティーや、木材の建築テックベンチャー VUILD、水資源循環システムを開発する WOTA などに出資している。日本ではないが、サンフランシスコの賃貸検索サイト Zumper やシンガポールの不動産ブロックチェーン企業 BitOfProperty, に出資。シンガポールに本社を置き日本でも展開する IoT 家具ベンチャー KAMARQ HOLDINGS には 4 億円の出資を行った。

どのようなベンチャーに出資するかは、「基本的にはシナジー重視」で決めている。「幅広くいろいろな案件を見るが、たとえばソーシャルゲームなど、何のシナジーも生み出さないような事業には出資しない」（筒井氏）。

投資の資金は、ファンドではなくバランスシートから出している。トロビットの買収では資金の借入を行い、ミチュラの投資では株式交換（詳しくは後述）の手法を用いた。

少人数の委員会で、業務提携から買収までを議論

こうしたベンチャーへのマイノリティ出資の意思決定の中心となるのは、同社の投資委員会だ。投資委員会は社長の井上高志氏と、取締役で LIFULL 技術基盤本部長の山田貴士氏、そして筒井氏の 3 名で構成されている。3000 万円未満の投資であればこの 3 名だけで決定でき、3000 万円から 5000 万円の投資では毎週開かれる経営会議の承認を得る。5000 万円以上、又は持分 20%以上の投資の場合、月 1 回開催される取締役会での承認が必要となる。

「投資委員会の規模が小さく、メンバーは投資の経験があるので意思決定が早い」と筒井氏は言う。「ベンチャー投資はスピードが重要なので、週 1 回の経営会議でも遅い時がある。3 人だけならいつでも集まって話せるので、すばやく決定が下せる」（筒井氏）。

投資委員会では、投資候補企業について、「業務提携だけにすべきか、出資すべきか、そ

れとも買収すべきか」といった議論もなされるという。

経験がものを言う PMI

企業買収を決定し、実施した後には PMI を行うが、そこでは苦勞もあった。前出のトロビットの CEO が、買収から半年で辞任してしまったのだ。「日本流のやり方をあまりに速く導入し過ぎたのが一因だ」と、筒井氏は考えている。CEO を続けたらボーナスを支払うなどのリテンションパッケージも用意したが、買収で大金を手にした CEO にはあまり効果がなく、スペインの法律上、それに強い拘束力を持たせることもできなかった。

後任の CEO を誰にするかでは、かなり議論があった。辞任した CEO は外部の人材を推薦したが、LIFULL は「外部からの採用では混乱が起きると考え、冒険ではあったが、内部の人材を昇格させた」（筒井氏）。取締役としてトロビットに出向していた筒井氏は、3日に1回は新 CEO と一対一で話し合うなどサポートに徹し、日本流のやり方の導入もスピードを落とした。そして、新 CEO の就任から約半年後には、LIFULL 流に全社員を集めて「何の会社なのか、誰のために価値を提供するのか」をオフサイトで一日議論するなどして、徐々に会社をまとめていった。

PMI に関しては、「一応メソッドはあるが、買収先の企業や CEO によって状況は変わってくるので、ケースバイケースで取り組む」（筒井氏）。メソッドよりも、経験を積んで同じ間違いを繰り返さないことが重要だという。「経験を積むと、落とし穴もわかってくる」。

～新設 CVC・キャピタリストへのアドバイス～

◆人材を異動させずに経験を積ませる

「投資や M&A でも、その後の PMI でも、重要になってくるのはやはり経験だ。シスコシステムズには M&A のための大規模な組織があるが、そこでは外部から大量に経験者を採用している。日本の大企業で同様のことを行うのは難しいかもしれないが、プロパーの社員と外部出身の経験者で混成でチームをつくったり、プロパーの社員をそのポジションに就かせたら異動させずに経験を積ませたりすることはできるのではないか」。

◆株式交換の活用を

「ミチュラは株式交換で完全子会社化した。日本の上場企業がオーストラリアの上場企業

を株式交換で子会社化するのは初めてのことで、非常に手間と時間を要した。両社の合意から事務手続きの完了までの期間は半年以上だった。しかし、株式交換ならキャッシュはいらないし、企業買収のやり方も格段に広がる。ぜひ、日本のほかの上場企業も挑戦してもらいたい」。

インタビュー10「株式会社リコー」

会社名・部署名	リコー デジタルビジネス事業本部
担当者数	非公開
投資資金	1000 億円

スタートアップへの積極投資で、新事業を育成

デジタルビジネス事業本部 事業戦略センター 所長 本多正樹氏の談話から

【以下、本多氏の談話をもとに JVCA が構成】

自社の強みを生かす投資

リコーは 2018 年 2 月に成長戦略「挑戦」を発表し、二つの成長分野で事業を拡大していく計画を明らかにした。そのうちの 하나가、プリンティング技術を応用した分野、もう一つがデジタル、IT 分野だ。

デジタル、IT 分野の中でも、リコーが狙うのは従来の複写機事業で築いてきた「顧客接点力」などの強みを生かせる B to B の分野である。オフィス業務のデジタル化に加えて、工場や店舗など、オフィス以外の「現場」のデジタル化も推進できるサービスを提供するという。それを SaaS などのサブスクリプション型のビジネスモデルで提供する計画だ。

しかし、複写機を中心に事業展開してきたリコーにとって、こうした事業は新しい取り組みであり、自社の力だけで事業を築いていくのは難しい。そのため、「事業をつくっていくために、積極的に M&A を行う」（同社デジタルビジネス事業本部 事業戦略センター 所長の本多正樹氏）こととした。2019 年度末までに、M&A のほか、マイノリティ出資、人材の登用なども含めて、1000 億円を投資する計画だ。

デジタル事業で売上高 1000 億円を目指す

M&A など成長投資の対象とするのは、SaaS の事業を展開している企業や、オンプレミスの事業から SaaS に移行しようとしている中堅クラスの企業などである。特にマイノリティ出資では、シリーズ A までのアーリーステージの企業を中心に投資を行う。

すでに、音声認識の技術やソリューションを提供する Hmcomm や BONX、ウェブサイトの課

題発見から改善提案までを自動で行えるツールを提供する WACUL など、6 社に出資を行った。本多氏によると、出資額は数億円規模が中心だという。また、クラウド型請求管理ソフトベンダー、メイクリープスに関しては、マイノリティ出資ではなく株式を 100%取得した。こうした出資や M&A を通じて、「2022 年には、デジタル事業の売上高を 1000 億円にする」ことが目標だ。

多少の赤字ではあきらめない

投資活動で心掛けているのは、「多少の赤字ではあきらめない」という姿勢である。会計的には投資先の赤字額が注目されがちだが、「見込みがあると思って始めた以上、必要であれば追加出資も行って続けていく」（本多氏）。そのために、投資先企業を頻繁に訪問して状況を確認すること、そして、協力して一緒に事業をつくっていくことが大切だと考える。投資先の評価軸としては、損益ではなく「社内のメンタリティを変えて、出資先の時価総額で評価することを当たり前にしたい」という。

マインドセットや体制の面では、社内も変わりつつある。2017 年 4 月 1 日に山下良則氏が社長・CEO に就任して冒頭の成長戦略が打ち出され、2018 年中頃には投資委員会も設立された。そうした変化もあって、1 年間に 6 社へのマイノリティ出資と 1 社の M&A を決めるというスピーディな意思決定ができた。PMI や出資先のマネジメントにおいても、「当社のやり方を押し付けない」（本多氏）という柔軟な姿勢をとっている。

スキルの向上と意識変革

現在はソーシングやバリュエーションなどに関して、外部のアドバイザーや専門家などの力を借りる部分も多い。しかし、今後は「早急に自分たちでできる部分を増やしたい」（本多氏）という。そのために、組織内のスキルの向上や、一層のマインドセットの変革も目指していく。投資事業の成功のためには、「トップから現場まで、関与する人たちのコミットメントも重要」（本多氏）とも考えている。

3.4 M&A 活動インタビューのまとめと考察

実務担当者へのヒアリングを通じた、スタートアップの M&A の成功要因は下記の通りと考えられる。

1. 事業戦略における M&A の位置付け

会社のビジョンや事業戦略上、M&A が必須の手段として位置付けられているかどうかは成功に大きく影響を与えている。M&A の実施においては、詳細な買収後の統合計画の立案が求められるため、社内の専門家集団のリソースを十分に注ぐ必要がある。そのため、成長領域での迅速な事業ポートフォリオ構築のための手段として、スタートアップ買収を推進していく、という考えが組織に根付いていることが重要である。また、全社事業戦略を踏まえて M&A や CVC がどうあるべきかについて、試行錯誤しながら真摯に改善していく姿勢も求められる。

2. PMI のノウハウ

PMI については、マニュアルやチェックリストではカバーできない、経験値やノウハウの価値を理解している必要がある。買収先と自社の文化やプロセスの融合をどのタイミングで行うべきかどうかの判断には、経験が求められる。特に国籍や会社の規模を跨る M&A の場合においては、PMI を急ぎすぎて貴重な人材を失わないよう、慎重で柔軟な判断が必要である。PMI の適切な進め方については、業種による違いも存在する。B2B であれば、再現性のある自社の成功メソッドを買収先に注入する形でのバリューアップが可能な場合も多いが、B2C では親会社のやり方を押し付けるのではなく、買収先の自由度やクリエイティビティを残す事が買収後の事業拡大に繋がった事例もある。

3. 組織やメンバーのプロフィール

専門家で構成されるプロフェッショナル集団を組成できるかどうかは、M&A の成否に大きく影響する部分である。先行企業においては、投資銀行業務経験者や他事業会社での M&A 実務経験者を採用している。自社人材に依存せざるを得ない場合でも、人事異動を行わずに M&A の専門家を育成していく姿勢が求められるであろう。また、今後日本企業がグローバルでの M&A を成功させていくためには、取締役や執行役員含め、会社全体を多国籍でインターナショナルな組織にする必要があると思われる。

第4章 まとめ

4.1 アドバイザリーボードにおける議論

当調査研究レポートを作成するにあたり、執筆者以外に巻末に記載のアドバイザリー委員4名を招聘し、レポートドラフトを素に議論を行うアドバイザリーボードを開催した。

ボードでは各種論点につき自由な意見交換がなされたが、今後のCVC戦略・実務において非常に示唆に富んだ内容であったため、本節で主な意見を紹介する。

1. 企業のオープンイノベーション投資の戦略設計について

- ・(調査結果は)日本と海外との差というよりも、日本のCVCはアメリカの何年か遅れ、もしくははまだ始まって間もないon the wayという認識をしている。アメリカのCVCが紆余曲折してきたように、日本もいまその途上にあるのではないか。
- ・アメリカでは、機関投資家から高い売上・利益・企業価値向上へのプレッシャーがあるため、必然的に経営者は高い収益を実現するためのM&Aを推進することになる。一方、日本は米国ほどの圧力がないといえる。例えばROEは8%以上という慣例などの外部環境の違いが、リターンの違いとして現れている要因ではないか。
- ・CVCのリターンについて金銭リターンまたは戦略リターンのいずれを目指すべきか、イノベーションをCVCからどのように起こしていくかについて、マイナー投資によるキャピタルゲインを目的とするのではなく、CVCは投資先事業がある程度の規模になったらM&Aで取り込む以外に意味ないのではないか。一方で、CVC部門が金銭リターンは不要という姿勢では、景気や業績が悪化したときに取り潰しとなる。これはCVCの発足目的が、イノベーションを発掘でよいとなっていたとしても、それが会社全体の共通認識となっていないためではないか。よって金銭リターンも当然追いかけるべきであり、長く存続するCVCは、金銭・戦略双方のリターンを狙っているという調査結果は納得できる。
- ・CVCには2つの傾向がある、1つ目は特定の事業を強くすることを目的としてM&AやCVCを行うパターン。2つ目は(技術の変化、社会の潮流に対して)とにかく何か新しいことをやらないと、と考えて始めるパターンである。前者はよいが、後者は人材などの経営資源が離散する問題を抱えることになる。CVCのあり方については、企業ごとに環境や投資の習熟度が異なるため、ワンパターンでの議論は難しい。やるという意味を尊重しどのように伸ばしていくのか、PDCAを回すことが肝要である。
- ・海外では、M&AやCVC部隊は、投資をしていない場合もスタートアップと関係をもっており、ハンズオンでの支援や交流を行っている。その中の一部のスタートアップに対して投資が行われているなど、M&AとCVCが近い存在である。

- ・国内のあるケースでは、コーポレートディベロップ部門が、make（自社事業）もしくは buy（買収）もしくは borrow（パートナーシップ・資本提携・マイノリティ投資等）のいずれかの手段で目標達成のために活動しており、M&Aはこの傘下で活動していた。活動が業界に浸透するにつれて、相手企業が警戒し情報が引き出せないという問題が発生し、情報収集のために CVC を作ったとの事。
- ・CVC が金銭リターンまたは戦略リターンのいずれを目指すべきかについては、わが社においては、当初は金銭リターンを評価していたが、現在は金銭リターンに加えて事業貢献も定性的にはあるが評価されるようになってきている。なお、CVC の活動とは別にストラテジックマイノリティ投資も実施しており、こちらは戦略リターンを重視している。意思決定も2つのパターンがあり、金銭リターン目的の CVC 投資の場合はある枠内でフットワークの良い投資意思決定が行えるようになってきている。
- ・（わが社では CVC 活動に関して）様々な成功と失敗の経験を蓄積してきた。PDCA を回し、次のチャレンジで成功する確率を如何に高めるかという観点を持つことが必要である。リターンについては、当初は戦略リターンを目的としたが結局は財務リターンも重要となり、2つともを追う形になった。
（オープンイノベーション投資活動においては）失敗を許容する文化、失敗した人間を重宝する文化を醸成することが重要。やってこなかったことに挑戦することこそ重要で、立ち止まってはダメ。先行布石を打つのだと挑戦したらよい。

2. CVC について（投資領域/目的/組織）

- ・投資領域と意思決定について、横軸を本業との関連度合いとし、右にいくほど本業と近く、左にいくほど本業から遠い領域と置き、縦軸を投資意思決定スピード（または投資規模）として上にいくほど意思決定に時間がかかる（または投資規模が大きい）、下に行くほど意思決定スピードが速い（または投資規模が小さい）というマトリックスで整理する。
今回の調査結果では、日本の CVC は左下の象限（本業から遠く意思決定が速い）での活動が中心で、海外は右下（本業に近く意思決定が速い）が中心という違いがあるといえる。本来 CVC は右下（本業に近く意思決定が速い）の象限を担うべき。今中心である左下の象限はむしろ VC の活動領域であり、本業から遠い為に提供するバリューが少なく more than money が作れなくなる。
このような MAP を用いて、ポジショニングについて議論を行い、トップ自らが決断する必要がある。
- ・海外は自社事業の拡大を目的としている一方、日本は本業の事業が弱いため、周辺領域へ投資している。そもそも出発台が違う。また、テクノロジーの変化が、大企業へ与えるインパクトが大きくなっているが、日本企業は自力主義、自前主義の傾向。そもそも、起業家と一緒に自分たちの事業を大きくし、そして起業家にもリターンを与えようという文化が日本では弱い。

- ・(上記マトリックスに関して) 米国ではハンズオン支援が先行し、状況に応じ一部に対し資本を入れるというやり方をよく聞く。伸びている業界で活動している企業はディールフローが多いため(本業と近い)右上の象限に注力し、伸びていない分野で活動している企業はディールフローが少ないために(本業と遠い)左下の象限に注力する傾向がある。
- ・(上記マトリックスに関して) わが社ではストラテジックな投資が右側の(本業と近い)象限を担当し、CVCは左側の(本業とは遠い)象限を担っている。右側の象限ほど本業との戦略的なシナジーが求められ、CVCが担う左側の象限を行う主な意義は、既存の事業領域に将来パラダイムシフトが起きた時に備える役割。但しこれはCVC側の都合であって、投資される側の観点からみると、CVCと組むメリットとしては大企業のネットワーク開放に価値を見出しているはず。しかしこれも一方では、わが社の競合とつきあいにくなるなどのデメリットもあり、(左側で競合する)VCとの競争は難しい面もある。
- ・(上記マトリックスに関して) 日本のCVC活動はまだ始まったばかりの取組であるため、一部の経営者が青い鳥症候群、打ち出の小槌のように(CVCによってイノベーションの)タネが見つかるかのように思いこんでいるとしたら、そんな簡単なものではない。左下の象限(本業とは遠く意思決定が速い)では提供価値がなければ受け入れられないが、その象限は求められる役割が大きいものに対して知見と人が不足している。
- ・(CVC活動を継続的に行うために) わが社では、投資上限を純資産の何%と枠を決めて推進するとともに、失敗を許容する文化づくりを行った。企業文化を作るのには時間はかかったが、バイブルを作成した上で、失敗を全員で共有しPDCAを回していく環境づくりが重要。きれいごとではなく、時代やテクノロジーに進化に合わせて会社も変化しないと存続しないという危機感がある。
- ・日本では過去にも不況期には決まって「本業回帰」として投資効果のみえるものに投資がシフトする傾向にあった。しかし、今の日本企業に戻るところがあるのかを考えるべきである。本業に戻ってもバラ色ではないという認識の下で、口で言うイノベーションではなく、景気が悪化したら他のことを辞めてでも新しい取組を続けるべきではないか。

日本では「CVC作って上手くいったところ」「上手くいっていないところ」「これからのところ」も3つで分けるとすれば、「CVC作ったが上手くいっていないところ」に注目したい。本業のおかれている環境によっても違いはあるが、先行者のレッスンを覚えておいた上で自社のあるべき方向を考えるべき。新規事業創出活動と捉えた時にCVCは一つの手段である。全体として、CVCをどのように位置づけるかが重要である。

3. M&Aについて

- ・わが社ではM&Aについては、部門による予算枠を持たずに案件処理を行うスキーム。スピード感を重視した決済体制を構築した。
- ・(日本と海外でのM&A実績の差について) 会計面でJGAAPではM&Aの際ののれんの償却負担が重いこと、さらに海外の株式市場では企業評価にEBITDAを重視しているが、日本の

株式市場はPER等をみておりEBITDAを重視しないことが原因として挙げられる。これではM&Aを行うインセンティブが湧かない。

- ・（日本と海外でのM&A実績の差について、調査により）海外より日本の投資リターンが低いという結果からは、成功する起業家の数が日本は少ないと言い換えることができるが、海外と日本では成功する起業家を歓迎するかが違う。日本は、M&Aをする側がされる側と価値創造のためにコラボレーションしているというよりは、アイデアやロジックを取り込もうとしている節がある。起業家を尊敬するかの世界的な調査においても、日本は起業家への評価が低いという結果が出ている。
- ・（M&Aでの買収価格交渉において、投資担当者と買収担当者が同一社内存在することの問題については、）CVCとM&Aのチーム間で利益相反の関係にあるため、両者で喧々諤々議論しており、結果的にチェックアンドバランスが効いている。
- ・（エクイティオーナーシップがM&A活動に与える影響について）インセンティブ設計における影響は個人的には大きいと思う。海外ではエグゼクティブの報酬を決めるHRコンペンセーションコミュニティという大掛かりな構造があるが、業績連動型報酬がかなり厳格に議論され、その評価指標としてはEBITDA、株価、TSRなどがあり、純利益はない。
- ・（エクイティオーナーシップがM&A活動に与える影響について）オーナーや経営者の性格によっても違う。戦略的に成果を求めるならば、それができる人材をトップに据えること。真っ白なキャンパスに絵を描くような仕事には、それが得意な人を。人材の器に合った配置を行うことが重要である。

4. 日本のベンチャーエコシステムの課題

- ・CFO人材の不足に加え、人材の流通性の低さが課題である。
- ・大学発ベンチャーに関して、良い技術があるが支援が不足しているケースなどがみられる。技術者がファウンダー＝CEOという発想があるが、シリコンバレーではエンジニアに対し事業計画作成支援を行うなどの支援のコミュニティが出来上がっている、日本でもエコシステムの充実化が必要である。
- ・人材の流動化促進は課題である。昨日までVCをやっていた人がベンチャーのCFOになったり、大企業の新規事業経験者がVCに行くなど。立場が異なるとどうしても理解し合えないが、他の立場を経験することで理解し合えるようになるのでは。
- ・優秀な起業家も不足していると感じられる。起業を志向する人の背中を押す仕組みがあるとよい。アーリーステージのエンジェル、アクセラレーターなどか。

5. アドバイザリーボード委員からのアドバイス

- ・CVCもM&Aも目的達成のための手段である。手段の選択肢を自ら狭めてしまうことはよくない。
- ・課題と解決策について、まず課題は以下の7点があげられる。「経営者との握りと目的の

明確化」「投資方針の設定と変更」「迅速な意思決定構造」「事業部の巻き込み」「人材のスキル強化」「ソーシング強化」「協業の推進」。特に「経営者との握りと目的の明確化」が重要。経営者のコミットを得て、何のための CVC か、どこまでやってよいのか、を明確に。

- 成功事例を創りだしていくこと。例えば大企業がベンチャーを買収し、本体の役員に起用するような事例がもっと出てくると活動が続けやすい。
- 経営資源は人材と資金。そして人材だけは自社で育てるしかない。ある案件が上手くいかなくても、その人たちは次のことをやってくれるだろう。各企業の人材育成を鼓舞したい。

4.2 おわりに

現在急成長している世界のリスクマネーを牽引しているのは、事業会社およびCVCである。事業会社による出資は、日本および米国でもスタートアップ資金調達額の40%を超えてきており、急激にその存在感を増している。

日本でのこの度のCVCブームは初めてのことでない。過去を振り返ると、経済環境の浮沈により、幾度かCVCブームが盛り上がりは消えた。その度に、事業会社依存度の高い日本のリスクマネーの供給量に大きなブレが生じ、こと景気減退期の日本のベンチャー資金調達環境は大いなる危機にさらされてきた。

今回のブームは一過性に終わらせてはいけないと日本ベンチャーキャピタル協会は切に考えている。なぜなら好景気背景による、新規事業開発等に向けたベンチャーとの連携が目的化していたこれまでのCVCブームと違い、今回の盛り上がりは、大企業による自社グループ全体、コア事業を含むビジネスモデルのイノベーションが必然となり、外部たるスタートアップの力も借りなければとても成し遂げられない、との大企業トップ経営層における強烈な危機感に由来するものであるからだ。

そのために今回が初めてとなる世界と日本のCVC合同調査から導き出されたグローバル・ベストプラクティスとの比較や学びから得られた、日本におけるCVCやM&A活動に対する示唆は大変貴重であり、今すぐにでも取り組んでほしいことばかりである。

アベノミクスによる経済効果継続が戦後最長になりつつある今、来るべき減退局面を見据えて、特に以下の観点は強調しておきたい。

CVC活動においては、まずは、ここ2-3年で開始された企業群が多数を占める一方、投資後2-3年で失敗案件が出てくるというスタートアップ業界の特徴に備えが必要だ。元来日本の資本市場は、企業の中長期的取り組みに対し寛容ではあるが、コーポレートガバナンスを踏まえたアカウントビリティー（説明責任）が重要となってきた昨今、CVC活動の付加価値・パフォーマンスのKPIとして、投資先企業価値算定における公正価値評価の導入が重要である。スタートアップとの取り組み成果が結実するには5-10年かかるため、途上は減損と同時に含み益も評価し、投資利益の未実現段階においても価値向上を見える化することが肝要だ。これにより、事業開始後2-3年目のスタートアップ企業の業績が谷底の状況でも、将来の成長期待を織り込んだ評価が出来、せつかく育ててきたものを誤った見立てで刈取り前にむやみに放棄しないようすることができる。

また、大企業とスタートアップの連携においては、相互補完関係が極めて重要である。今回調査で、海外CVCが本業と近いところへの投資により、投資先企業への多面的なバリューアップを行い自ら価値向上に資する、というポジティブサイクルを実現しているに比し、日本のCVCは本業以外の新規事業領域に投資をする傾向が顕著であり、結果実態的支援ができずに、価値向上にも寄与しきれないという状況が明らかになった。日本の大企業が自社の

技術や顧客など経営資源を投資先に提供し、投資先の商品・サービスラインアップの自社への取り込みによる売上拡充等を果たすとともに、自らで投資先の企業価値向上も実現するなど、相互の企業価値向上の連鎖サイクルが起こるような CVC 活動を期待したい。

一方で日本特有の CVC 横連携ケースも見られる。新産業・事業創造においてはこれまで縁のなかった組み合わせ（新結合）が鍵と言われている中、複数の CVC による協調投資は、グローバルに比して日本の大きな特徴となっている。更には、例えばオムロン、リコーと三井住友銀行、INCJ（旧産業革新機構）という異分野企業による合同 CVC であるテックアクセラや、新事業ビジョンに基づいた異業種 CVC 参画コンソーシアム型事業開発など、ユニークな事例も見られる。このようなエコシステムの特徴を踏まえた、第四次産業革命時代における日本の新たな事業創造プロセスの誕生が待たれる。CVC はスタートアップを成長させるために、様々な付加価値を提供する事ができる。スタートアップと大企業の連携は、新産業を創出する為の、重要なフォーメーションになりつつある。

M&A においては、今回の CVC 調査において、日本における抜本的な取り組み方改革の必要性が浮き彫りになった。元来、日本は大企業によるスタートアップの M&A が世界に比して少なすぎると言われてきた。ところが、ここに来て大企業側のスタンスに大きな変化が現れ、セルフイノベーションの限界と外部活用の重要性を強く認識し、CVC や M&A 部門を新設してきている。ところが M&A による企業価値向上の大戦略不在により、これら活動が縦割りとなってしまっており、横連携が足りていない状況（CVC 投資先が M&A に至るケースが少ない等）が見て取れた。

抜本的解決が求められるところだが、短期解決の応急処置というよりは中期的な組織・人材の必要性が指摘された。まずはコーポレートディベロップメント部門の設置と専門人材の登用である。これらはグローバル企業には必須の人材・組織であるが、日本の大企業には存在しないことが多い。M&A による成長戦略を、CVC による案件開発から投資後のシナジー検証、更には M&A への選別を経て、M&A ディールと PMI への移行という一連の活動と定義し、大戦略の設計から実務遂行までを統合的に運用する、チーフコーポレートディベロップメントオフィサーの存在、および M&A や PMI スペシャリストの登用・組織化が待たれる。

また、大企業のための課題でなく、日本の資本市場環境の課題も指摘された。アナリストによる純利益と PER による企業価値評価のみが続く日本の資本市場では、M&A によるのれん代発生が純利益に大きくマイナスとなるのに対し、米国などは EBITDA 成長を資本市場が重要視するため、M&A による利益統合へのモチベーションが働きやすく、また CEO の人事考課にもダイレクトに反映されるため経営の重点施策にもなる。そもそも M&A の効用が真逆なのだ。更には、起業家の成功を良しとしない日本の文化的側面も、M&A によるプライシングに天井を付けている可能性、M&A で買収された起業家の多くが一定期間後辞めてしまう状況の背景にあるとの有識者の声もあった。日本では、M&A を行った企業の経営陣を本社幹部として大胆に登用するなど、M&A による成功事例をもっと増やしていかなければなるまい。

最後になるが、今回の世界・日本CVC調査比較は、Global Corporate Venturing等のメディアを発行するMawsonia社という、世界調査機関の協力なしには執り行えなかった。Mawsonia社には心より感謝を申し上げたい。また、今回の結果をもとに、日本のCVCがグローバルレベルに発展していくのみならず、世界のエコシステムと繋がって、国の垣根も超えたオープンイノベーションを実現させていくべく、日本ベンチャーキャピタル協会とMawsonia社の更なる連携により、CVCの世界横連携を推し進めるプラットフォーム活動を継続していく所存である。

参考資料1 「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」(国内 ならびに国際実施調査) 全調査データ

「我が国におけるコーポレートベンチャリング活動実態調査」調査概要

目的：コーポレートベンチャリング活動の実態把握のため、日本とグローバルにて同内容
のアンケート調査を実施し、日本と海外の比較を行う。

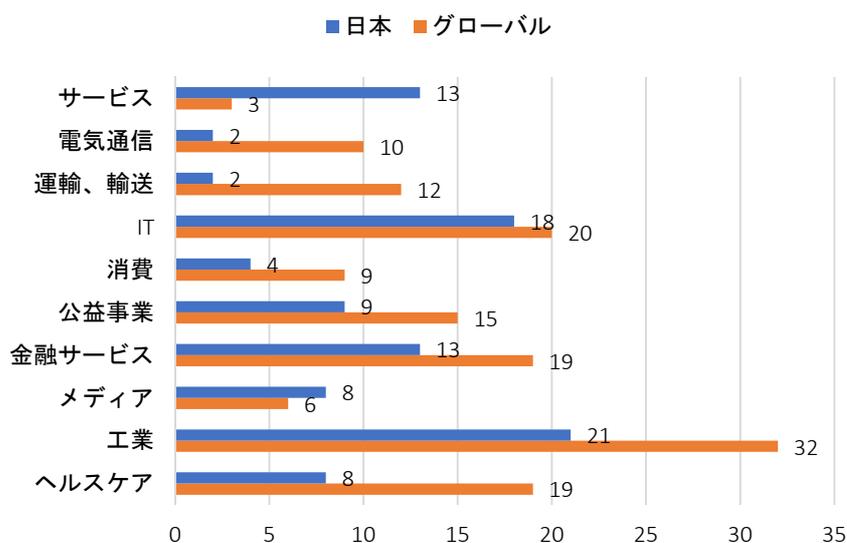
調査手法/実施期間：WEB アンケート調査/2018年11月初旬～11月末日

対象：日本：国内企業のうちCVC活動を行っている企業（上場非上場問わず）

グローバル：Global Corporate Venturing (Mawsonia社) による世界での調査

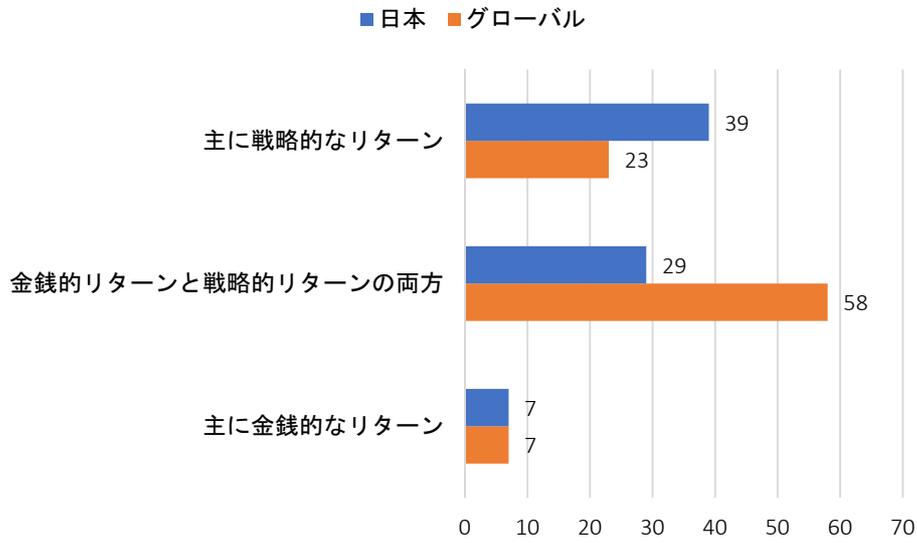
回答数：日本 n=97、グローバル n=95

設問1. 御社（あるいは親会社）の業種を教えてください。



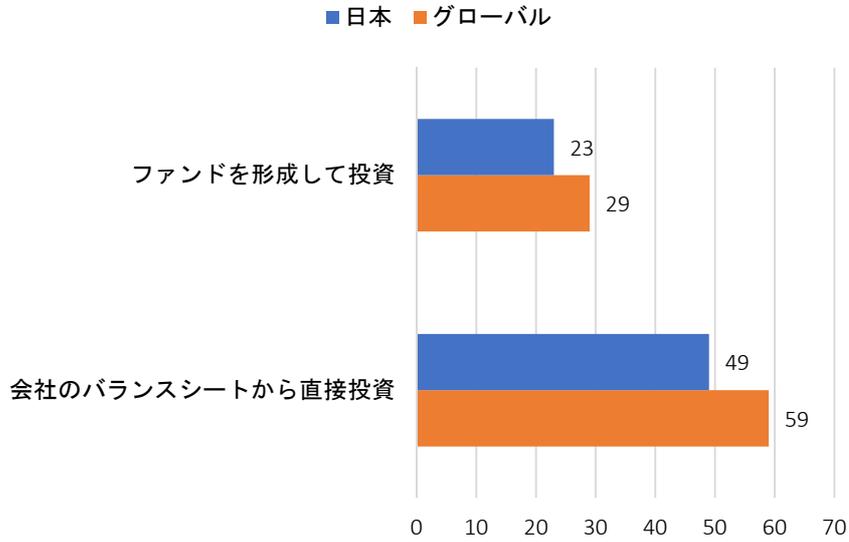
(日本：n=78、グローバル：n=88)

設問2. 金銭的なリターンと戦略的なリターンでは、どちらを重視しますか?



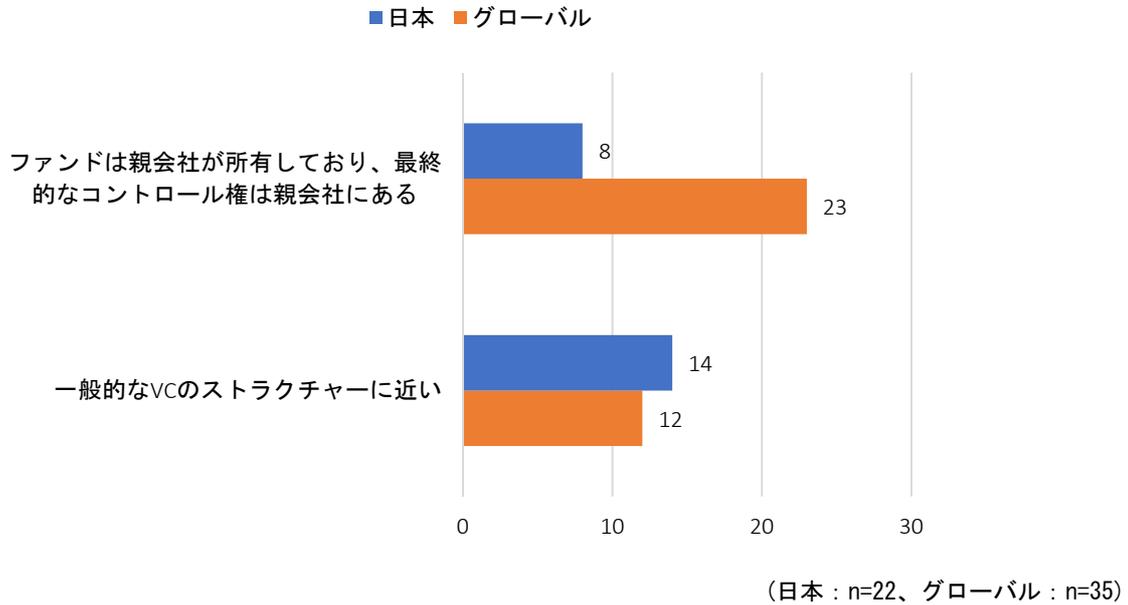
(日本 : n=75、グローバル : n=88)

設問3. どのようなストラクチャーでベンチャー投資をしていますか?

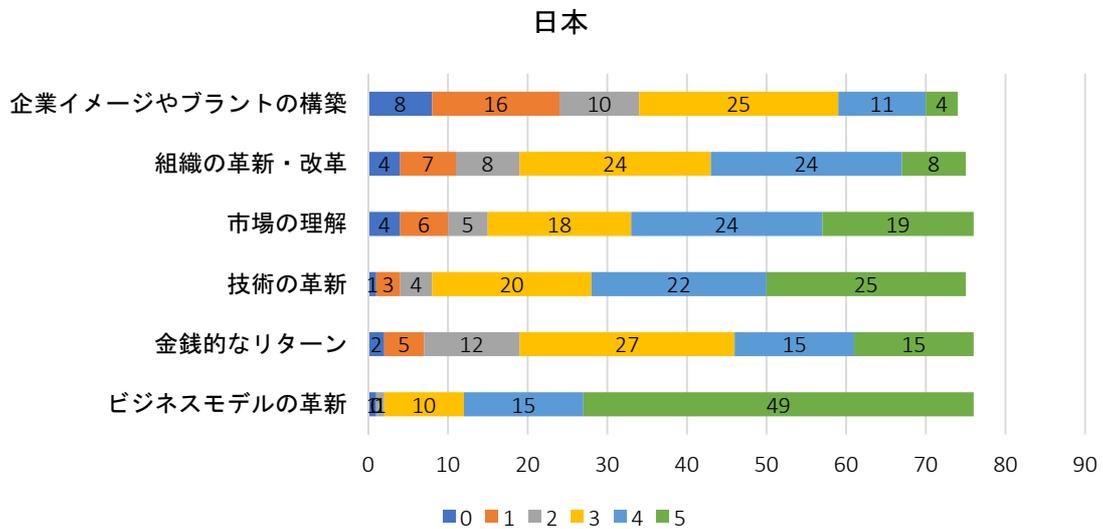


(日本 : n=72、グローバル : n=88)

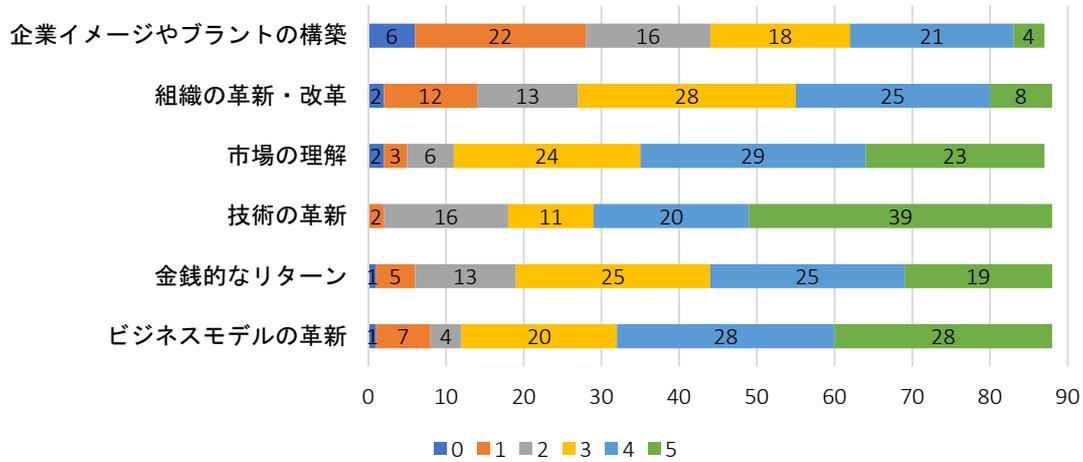
設問 4. ファンドを形成されている場合、そのストラクチャーは以下のどのタイプですか？



設問 5. ベンチャーへの投資・協業によって得られる効果のうち、以下の点はあなたの組織にとってどの程度重要ですか？ (0=まったく重要でない、5=非常に重要であるとして、0~5の数字でお答えください)。

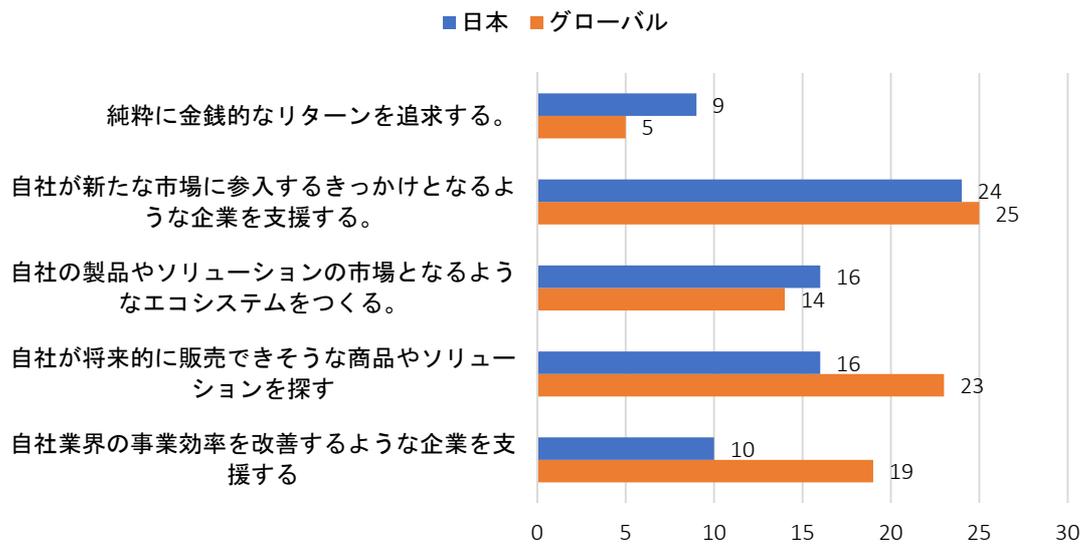


グローバル



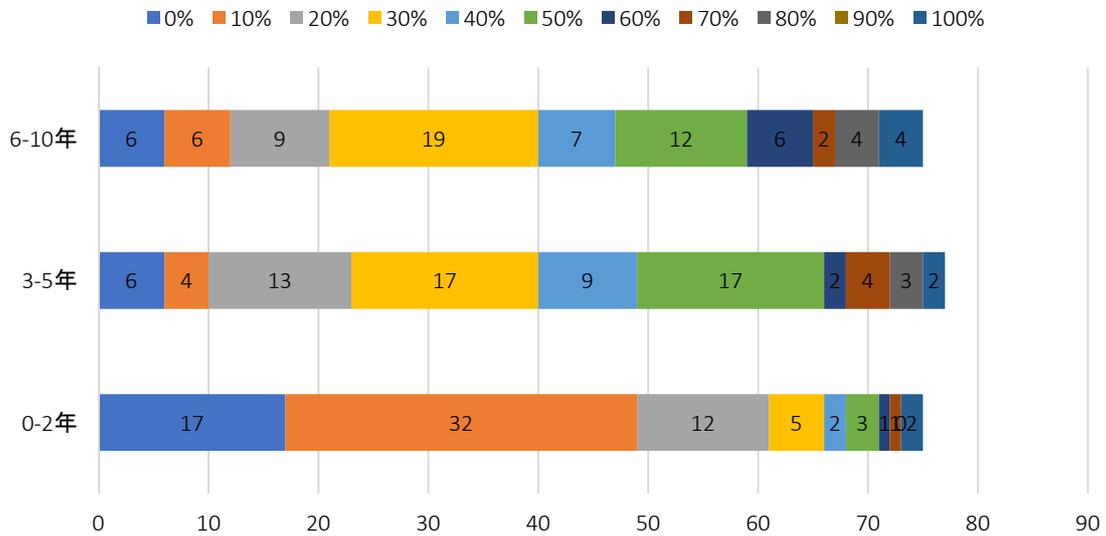
(日本：n=76、グローバル：n=88)

設問6. 御社がベンチャー投資をする際の投資方針に最もよく当てはまるものは、次のうちどれですか？



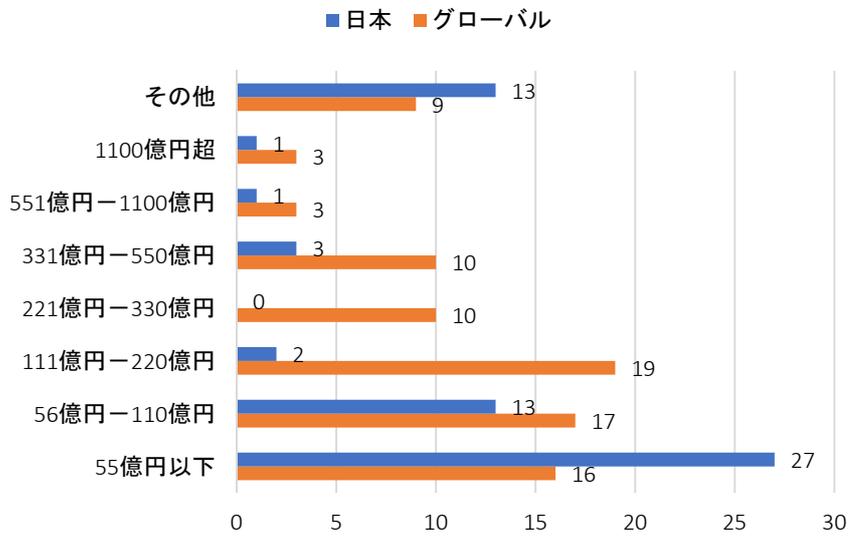
(日本：n=75、グローバル：n=86)

設問7. 下記の期間内にリターン（戦略的・金銭的）が出る投資は、全体のおおよそ何%程度と考えていますか？（日本のみ）



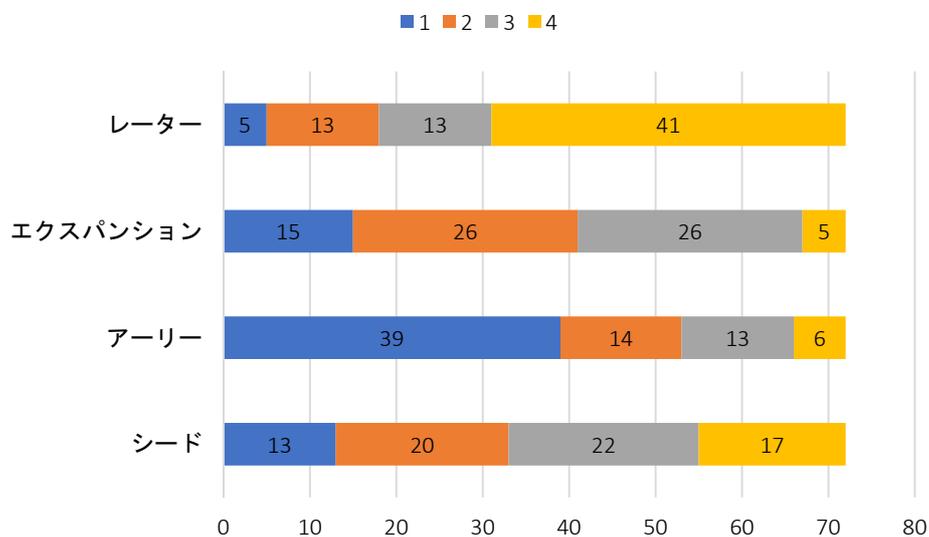
（日本：n=78）

設問8. CVC ファンドの規模は全体でどのくらいですか？（1ドル=110円で換算）



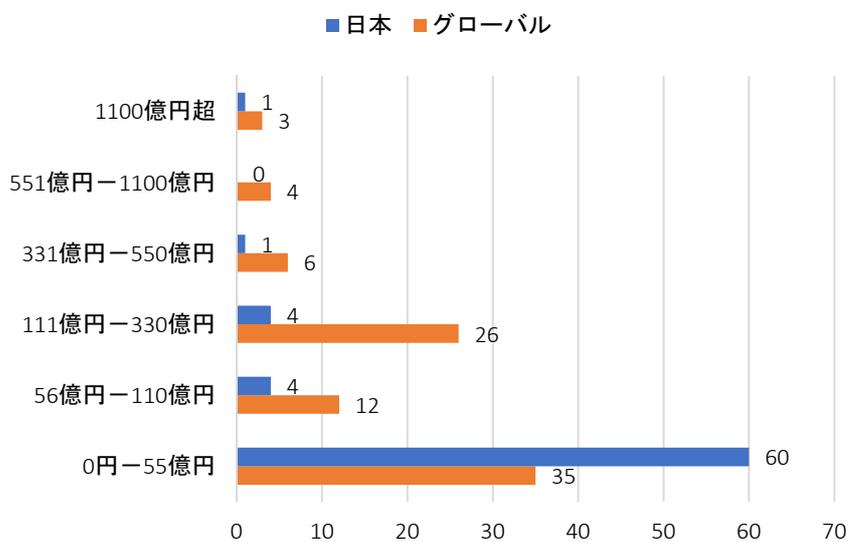
（日本：n=60、グローバル：n=87）

設問 9. 御社はどのステージのベンチャーを投資ターゲットとされていますでしょうか？優先順位をお答えください。（優先順位の高い方を1として、1から4まででお答えください）（日本のみ）



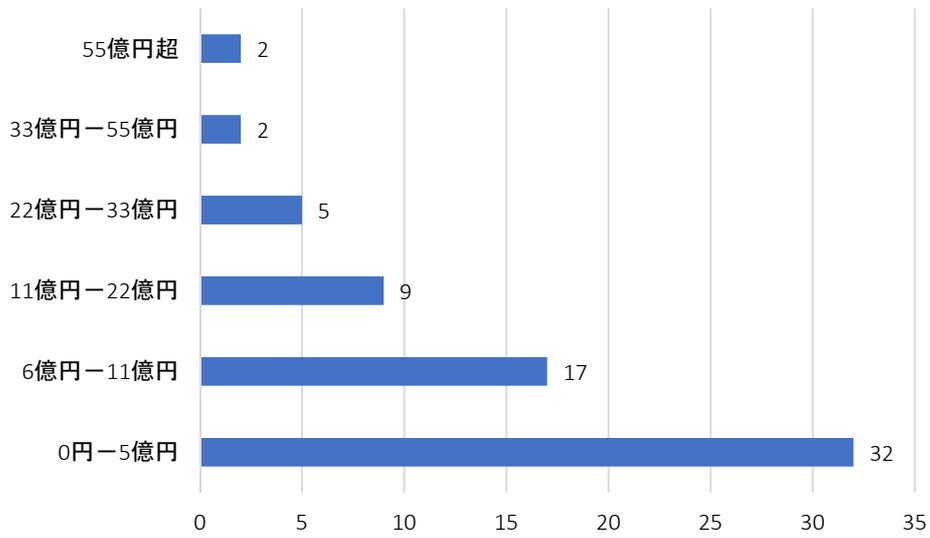
(日本 : n=72)

設問 10. これまでに、実際にどのくらいの金額を投資しましたか？（1ドル=110円で換算）



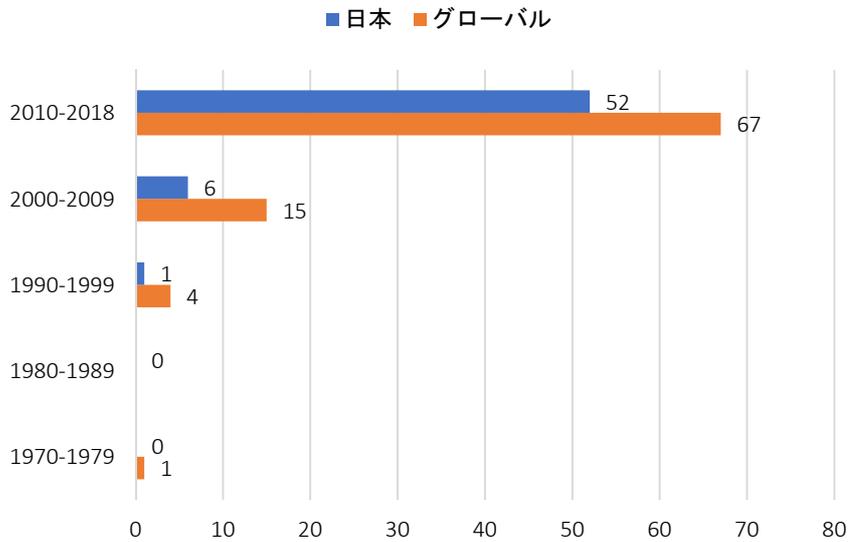
(日本 : n=70、グローバル : n=86)

設問 11. 1年間のおおよその投資金額は、通常どのくらいですか？（1ドル=110円で換算）（日本のみ）



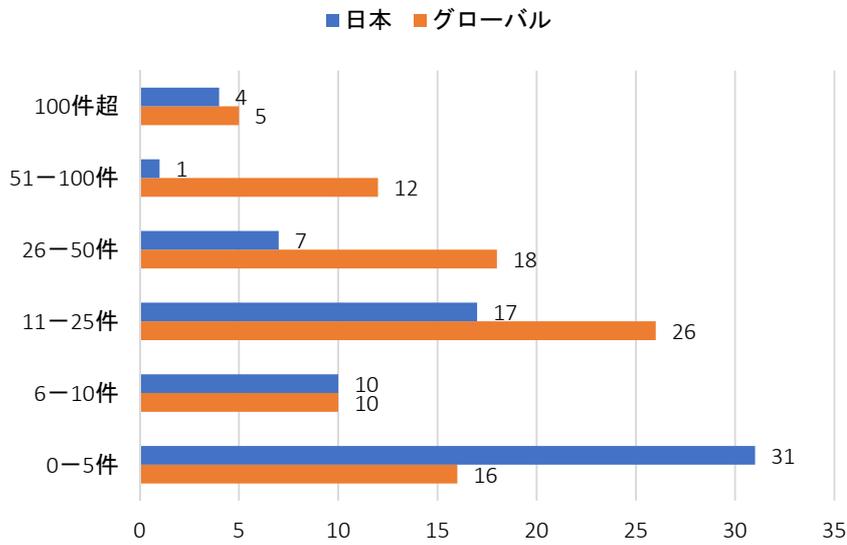
(日本 : n=67)

設問 12. あなたの CVC 組織はいつ設立されましたか？



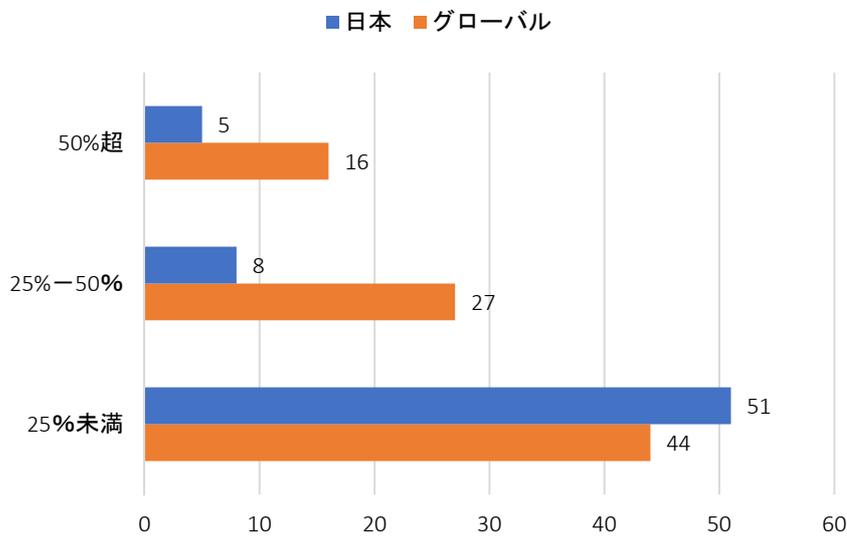
(日本 : n=59、グローバル : n=87)

設問 13. これまでに、いくつの案件に投資しましたか？



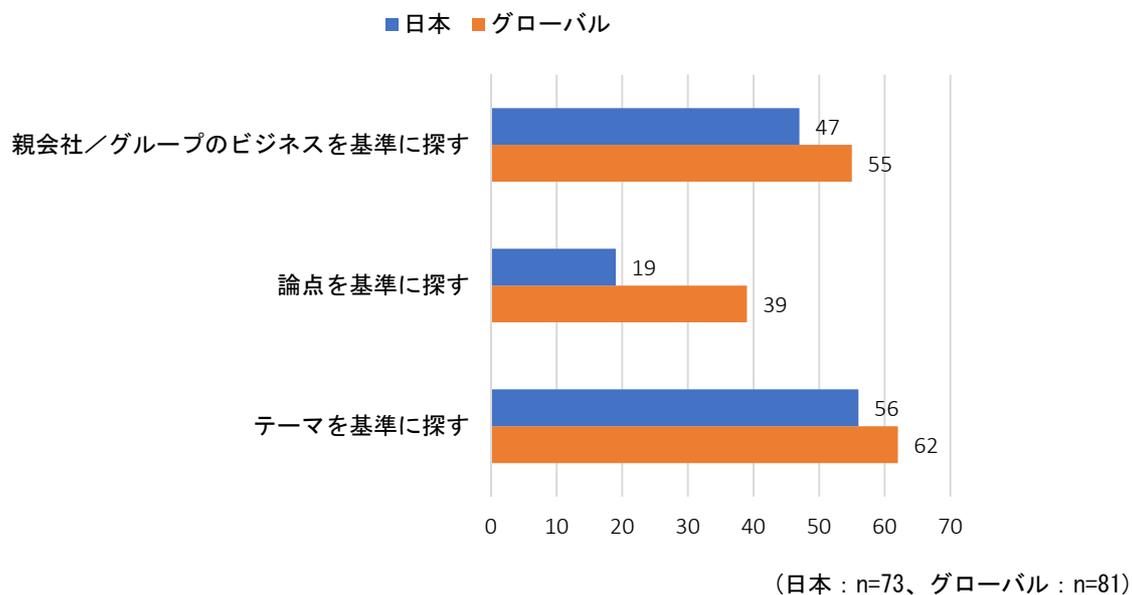
(日本 : n=70、グローバル : n=87)

設問 14. 投資した案件のうち、あなたの組織がリードインベスターとなった案件は何%ですか？(リードインベスターとは、自社単独で、あるいは他社と共同でバリュエーションを行い、主要な投資条件を決め、交渉プロセスを主導したような案件を指します)

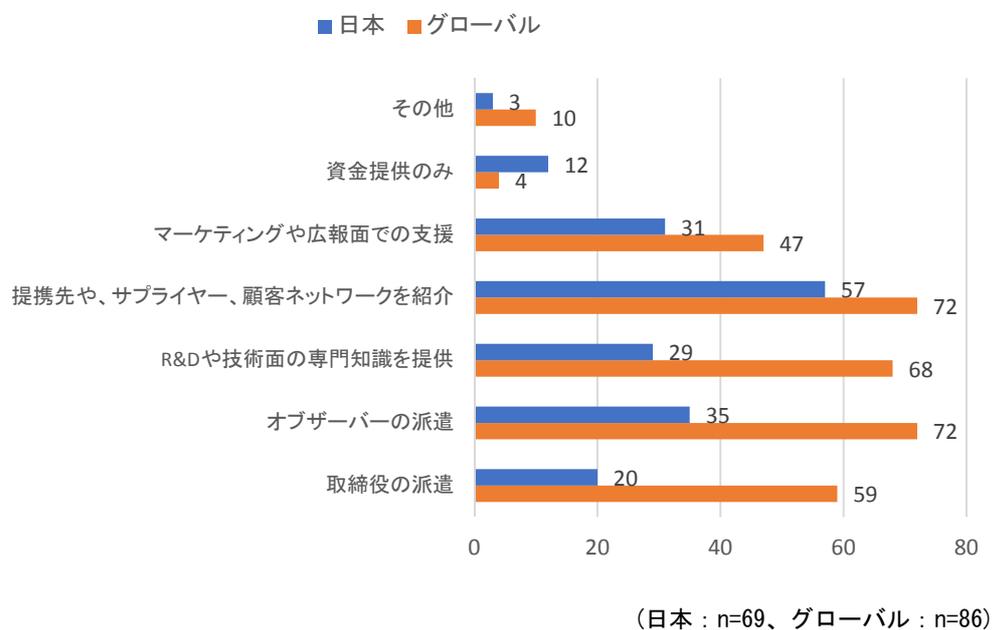


(日本 : n=64、グローバル : n=87)

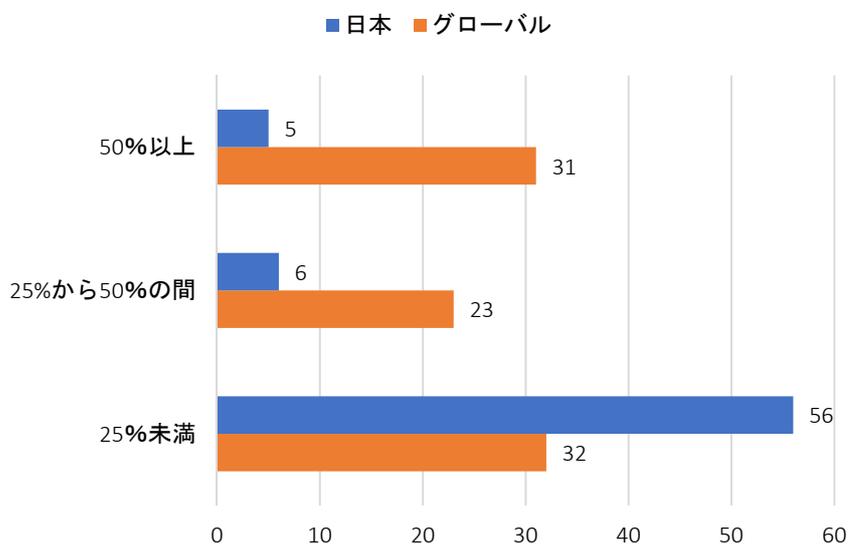
設問 15. どのようにして投資案件を探しますか？ 当てはまるものをすべてチェックしてください。



設問 16. 投資しているベンチャー企業を、以下のどの手法でサポートしていますか？ 当てはまるものをすべてチェックしてください。

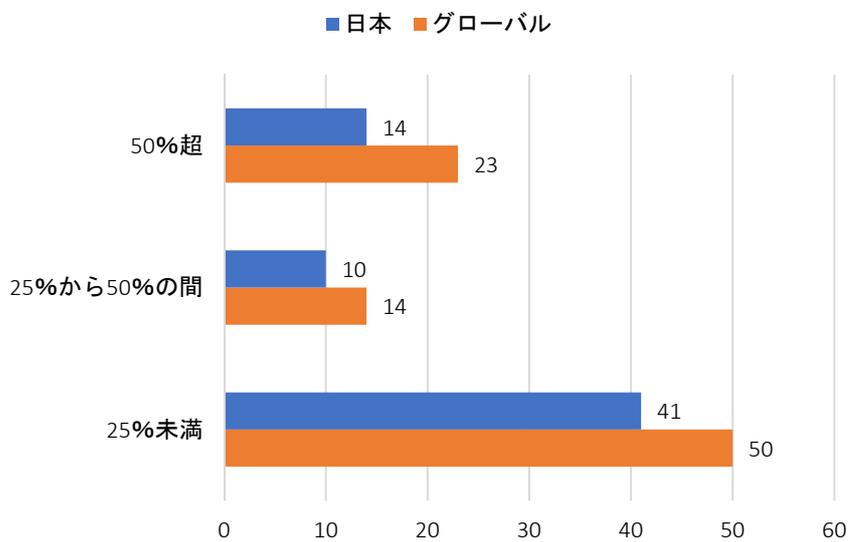


設問 17. これまでに投資したベンチャー企業のうち、取締役の派遣を通じて積極的にサポートしている企業の割合はどのくらいですか？



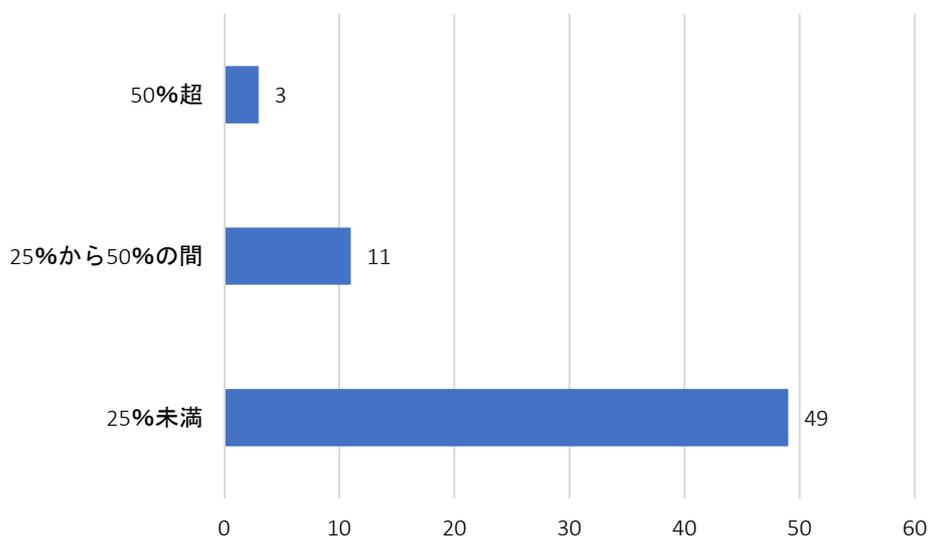
(日本 : n=67、グローバル : n=86)

設問 18. これまでに投資したベンチャー企業と、御社（または親会社）との間で、事業提携や協業契約を行うことが決まり、それと同時に投資が行われた案件は、全体の何%ですか？（日本のみ）



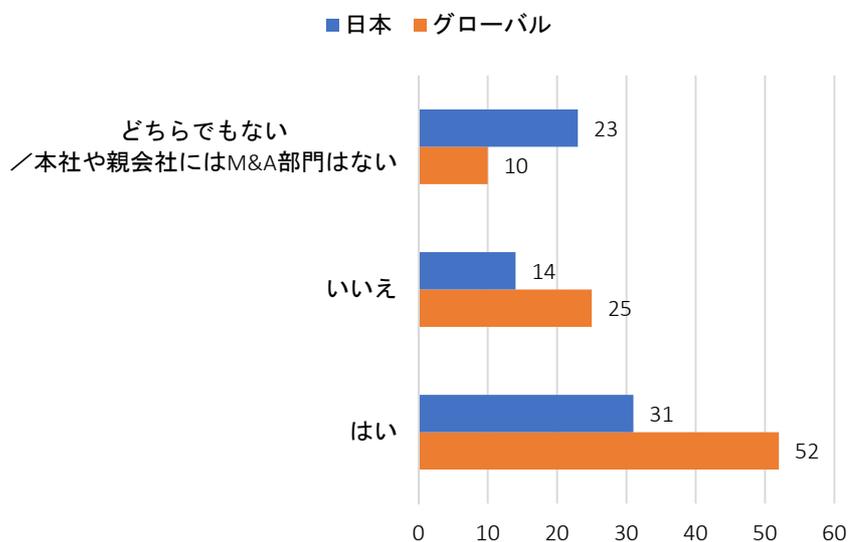
(日本 : n=65、グローバル : n=87)

設問 19. これまでに投資したベンチャー企業と、御社（または親会社）との間で、投資時には事業契約などを結んではいなかったものの、投資後に事業提携や協業契約を行うことになった案件は、全体の何%ですか？（日本のみ）



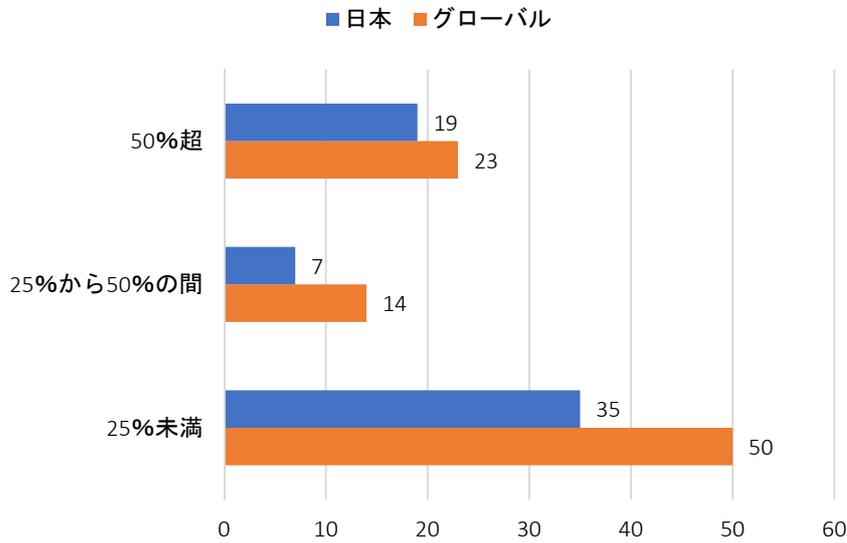
（日本：n=63）

設問 20. 御社のベンチャー投資・協業を担当する組織は、M&A 部門に協力し、御社の投資先ベンチャー企業や、他のベンチャー企業の中から買収候補企業を探し、M&A 部門が買収を行うのを手伝っていますか？



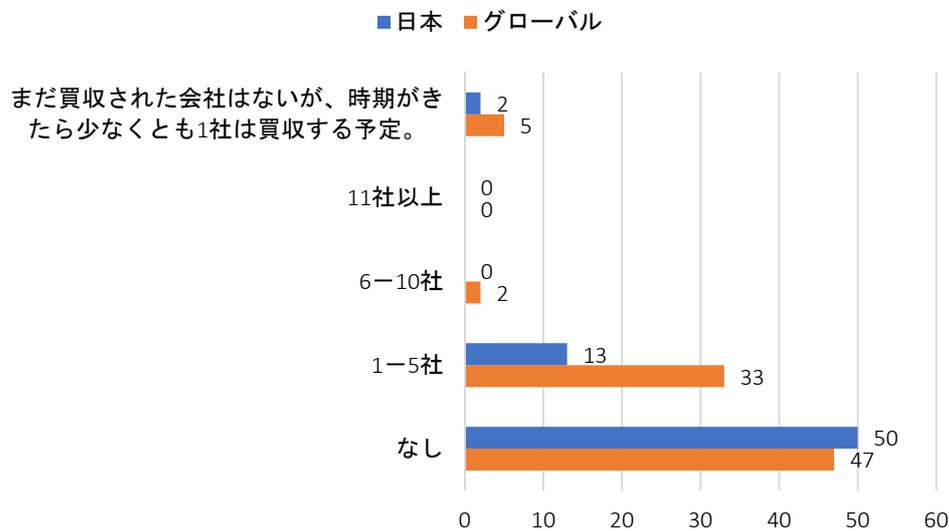
（日本：n=68、グローバル：n=87）

設問 21. 御社がベンチャー企業に投資するにあたり、例えば買収に関する First Notice (通知義務)、First Offer (優先交渉権)、First Refusal (拒否権) といった条件を交渉した案件は、全体の何%ですか?



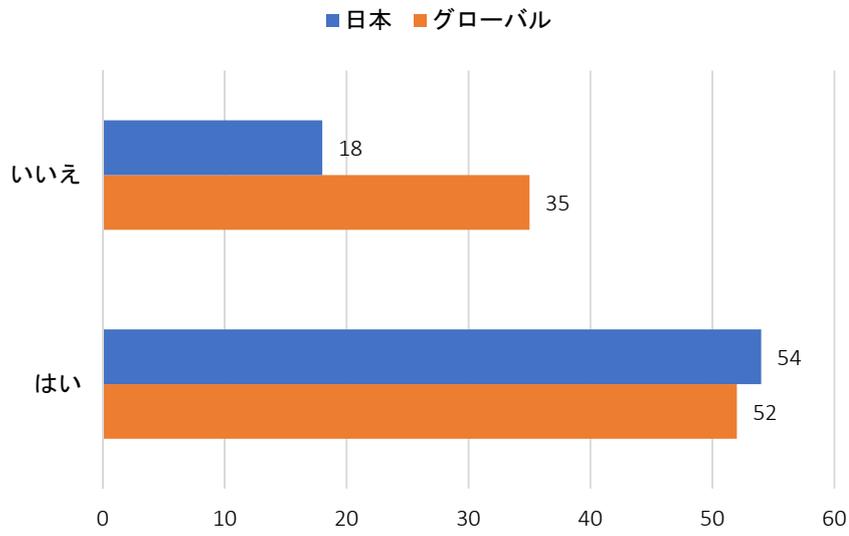
(日本 : n=63、グローバル : n=87)

設問 22. 投資先ポートフォリオに含まれている企業のうち、御社 (または親会社) に買収された企業は何社ありますか?



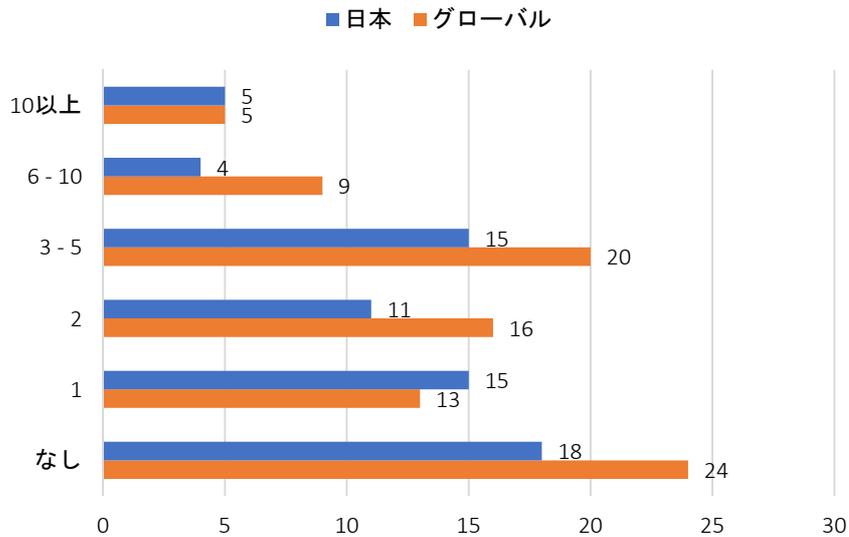
(日本 : n=65、グローバル : n=87)

設問 23. 他のベンチャーキャピタルのファンドに、LP（有限責任組合員）として投資を行っていますか？



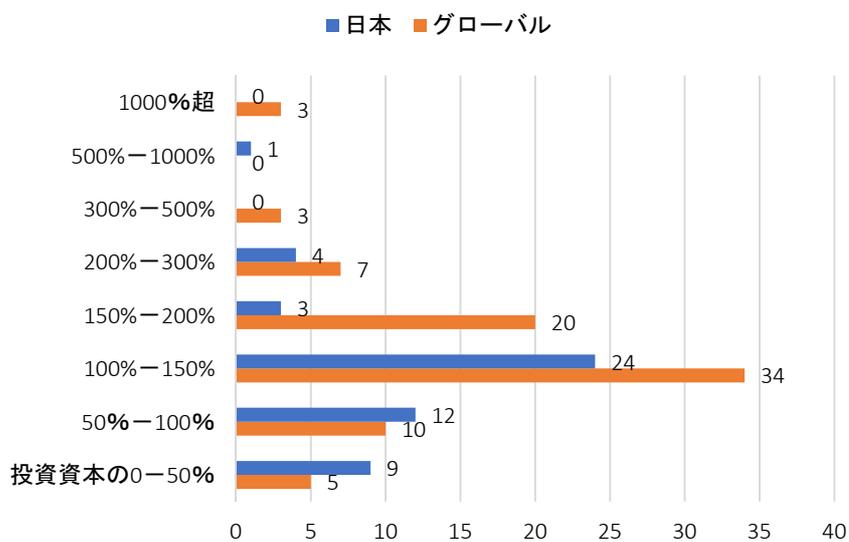
(日本 : n=72、グローバル : n=87)

設問 24. LPとして、いくつのファンドに投資していますか？



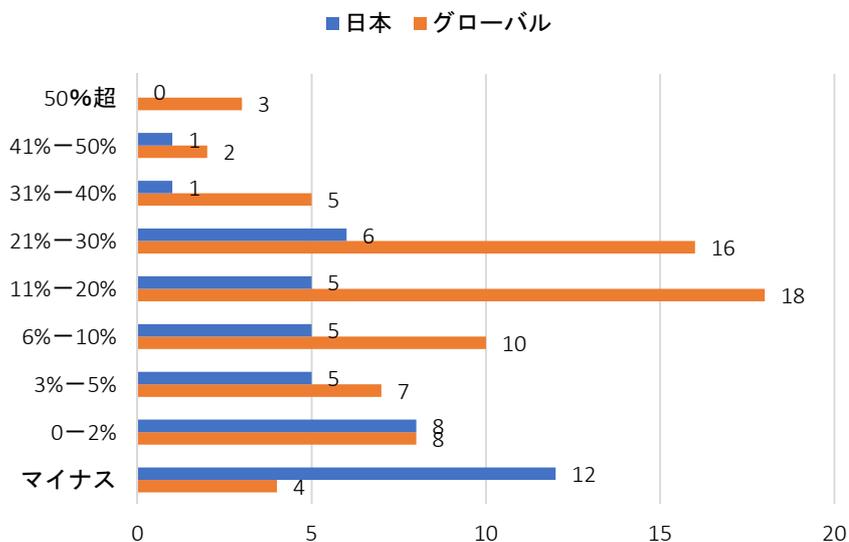
(日本 : n=68、グローバル : n=87)

設問 25. 投資ポートフォリオ全体の現在の企業価値合計は、投資金額の何倍（何%）になっていますか？



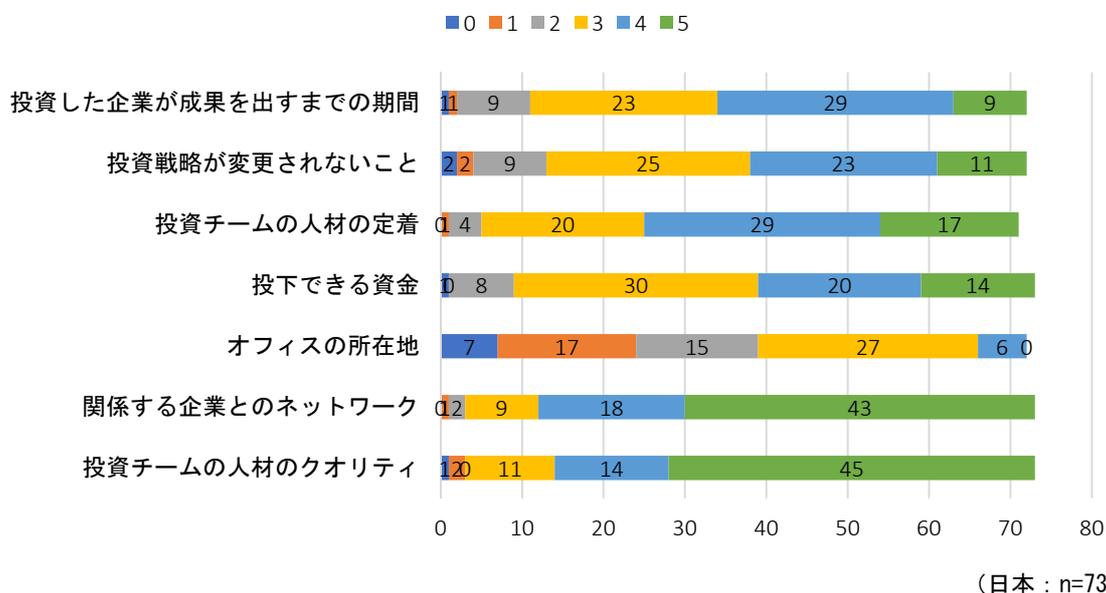
(日本：n=53、グローバル：n=82)

設問 26. 投資ポートフォリオ全体の IRR（内部収益率）は何%ですか？

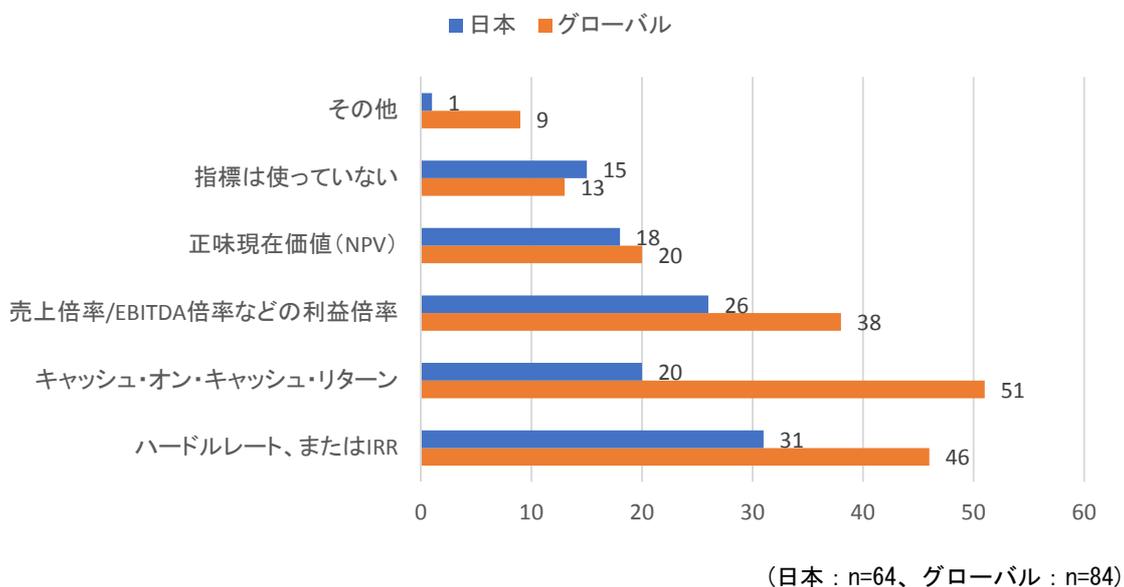


(日本：n=43、グローバル：n=73)

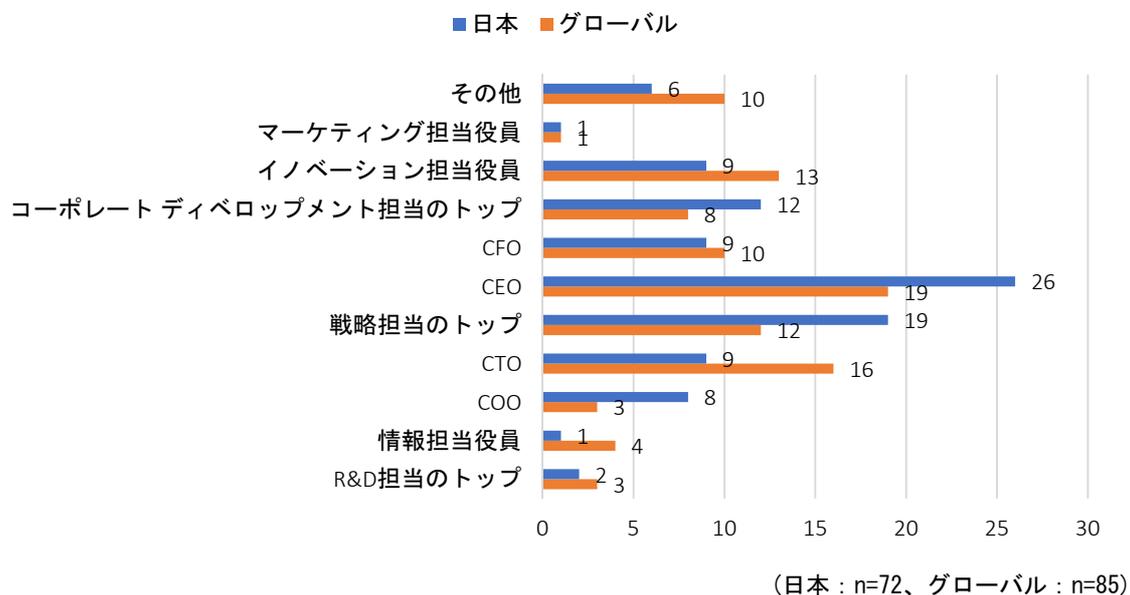
設問 27. 御社のベンチャー投資・協業活動が成功するための要因として、以下の点はどの程度重要だと考えられますか？ 0=まったく重要でない、5=非常に重要であるとして、0~5の数字でお答えください（日本のみ）



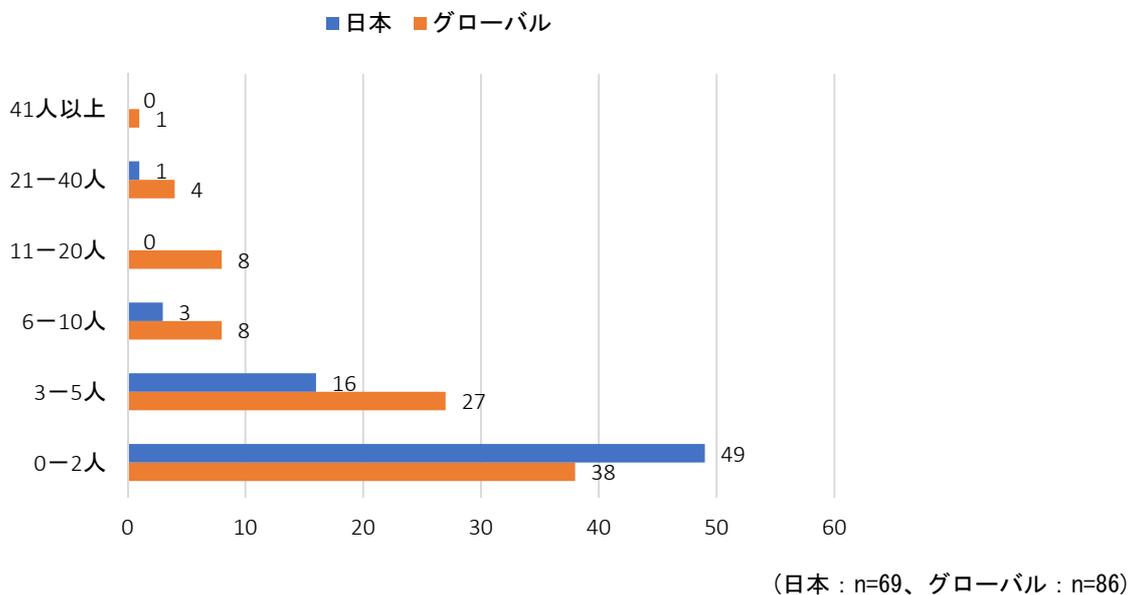
設問 28. 投資の分析をするために、以下の指標を使っていますか？ 使っているものをすべてチェックしてください。



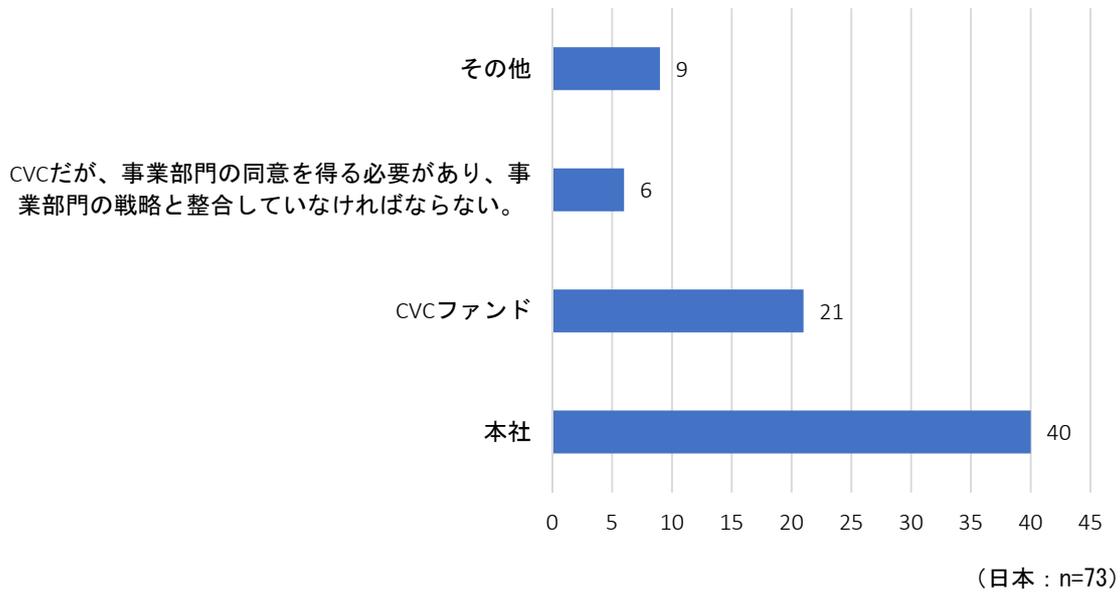
設問 29. 御社のベンチャー投資・協業を担当する組織は、取締役・執行役員クラスでは誰から指示を受けていますか?



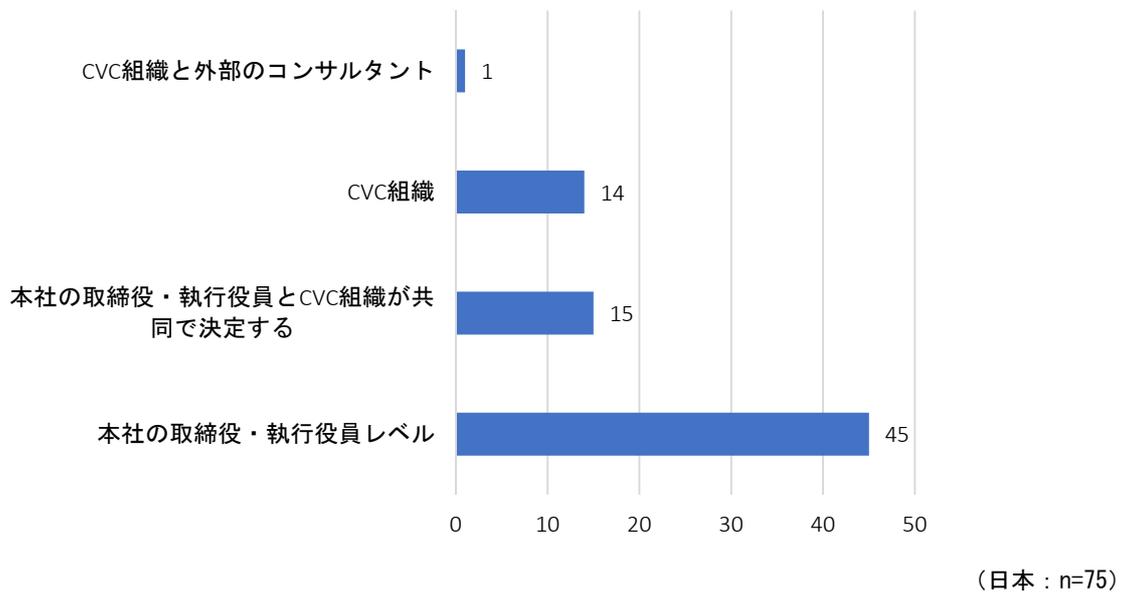
設問 30. 御社のベンチャー投資・協業担当組織には、何人の取締役・執行役員がいますか?



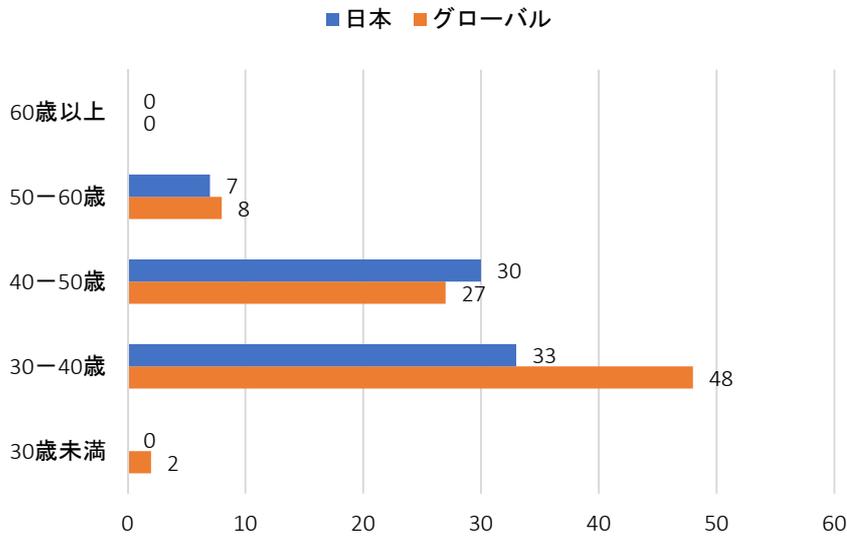
設問 31. 投資に関する最終的な意思決定は、誰が行いますか? (日本のみ)



設問 32. 御社のベンチャー投資・協業の担当組織内で、戦略的リターンと金銭的リターンの優先順位を決める主な意思決定者は誰ですか? (日本のみ)

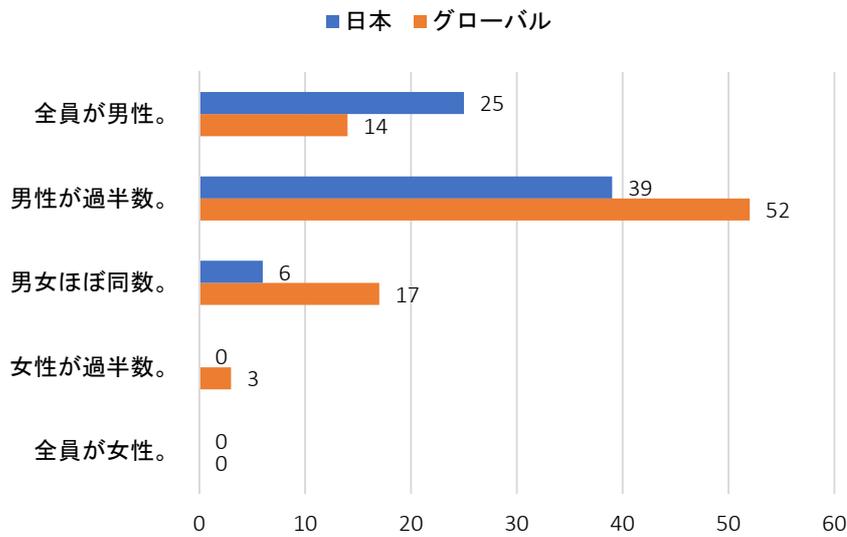


設問 33. 御社のベンチャー投資・協業を担当する組織の平均年齢は何歳ですか？



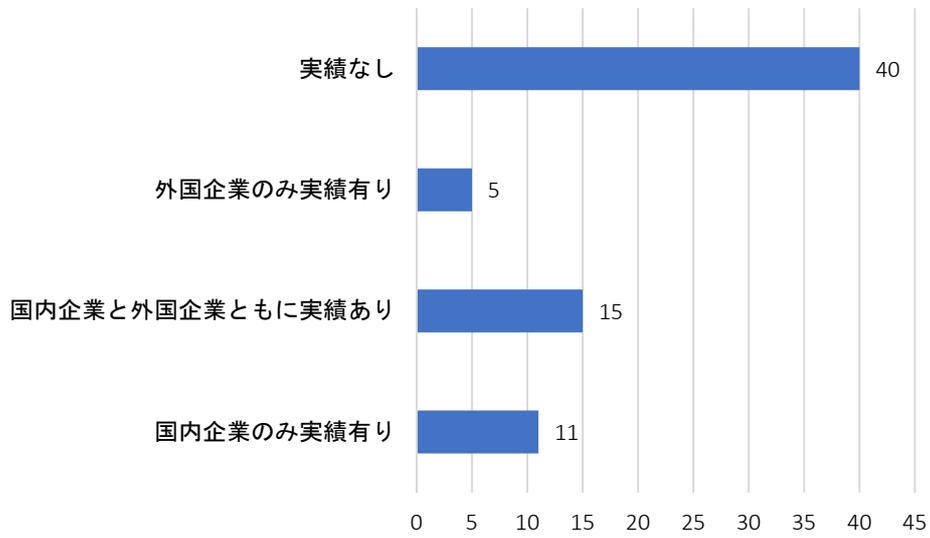
(日本：n=70、グローバル：n=85)

設問 34. 御社のベンチャー投資・協業を担当する組織の男女比は以下のどれですか？



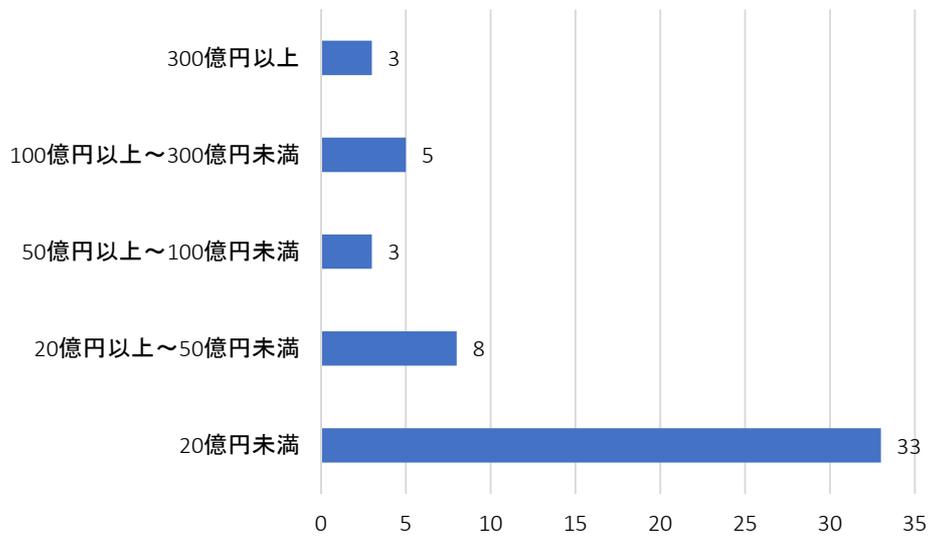
(日本：n=70、グローバル：n=86)

設問 35. 御社では、これまでにベンチャー企業の M&A 実績はありますか？（日本のみ）



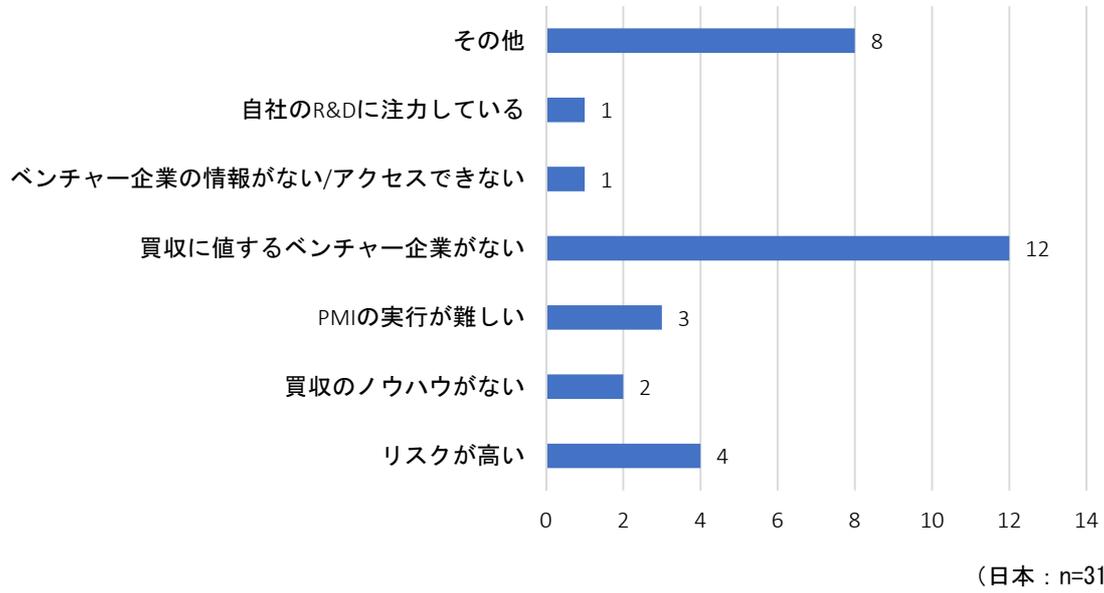
（日本：n=71）

設問 36. ベンチャー企業の M&A に関する年間予算はどれくらいですか？（日本のみ）

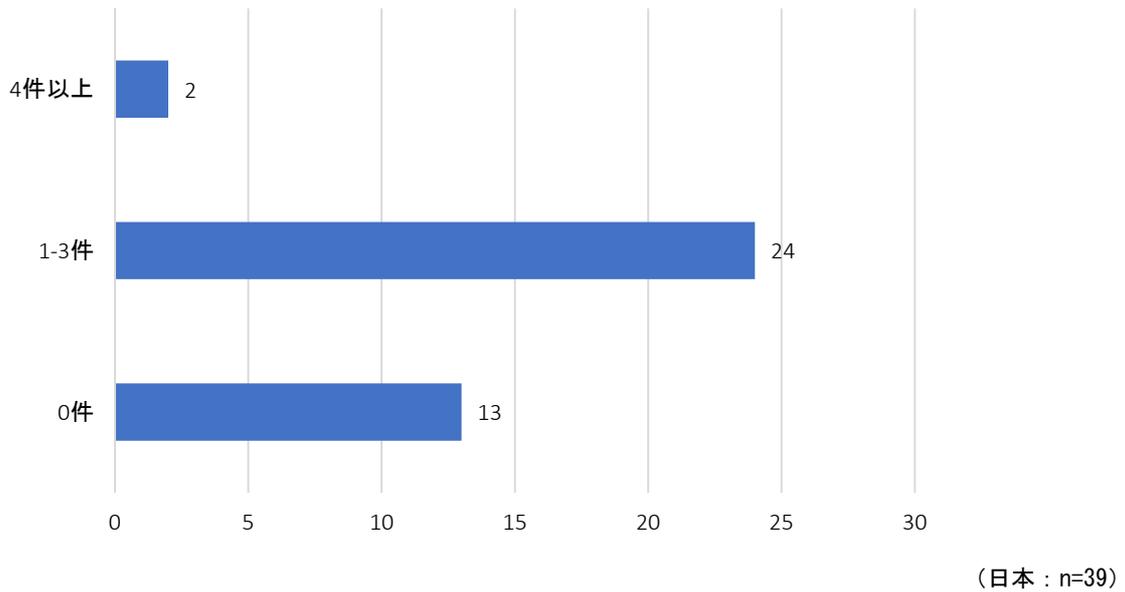


（日本：n=52）

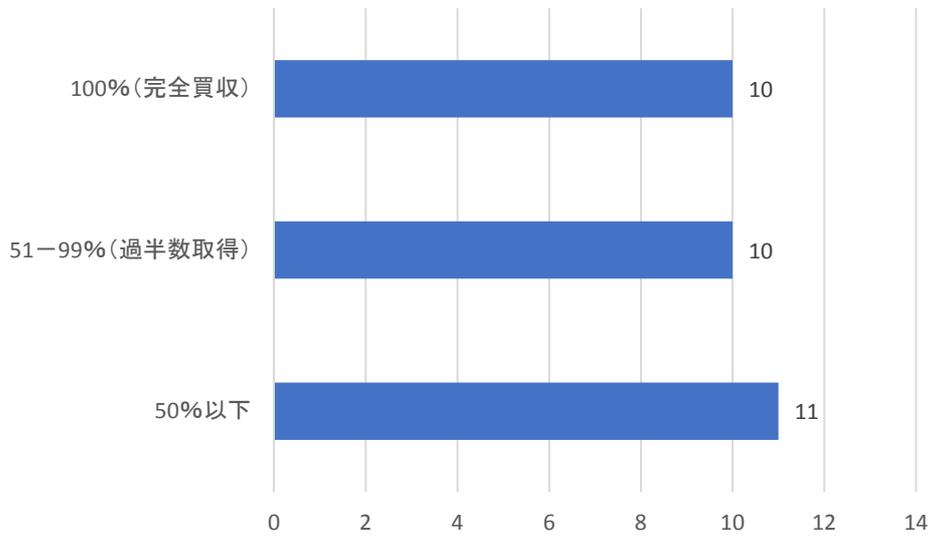
設問 37. (設問 35 で「実績無し」と回答された方にお伺いします) ベンチャー企業の M&A を過去行っていない理由は何ですか? (日本のみ)



設問 38. ベンチャー企業の M&A 実績件数は年間どれくらいですか? (日本のみ)

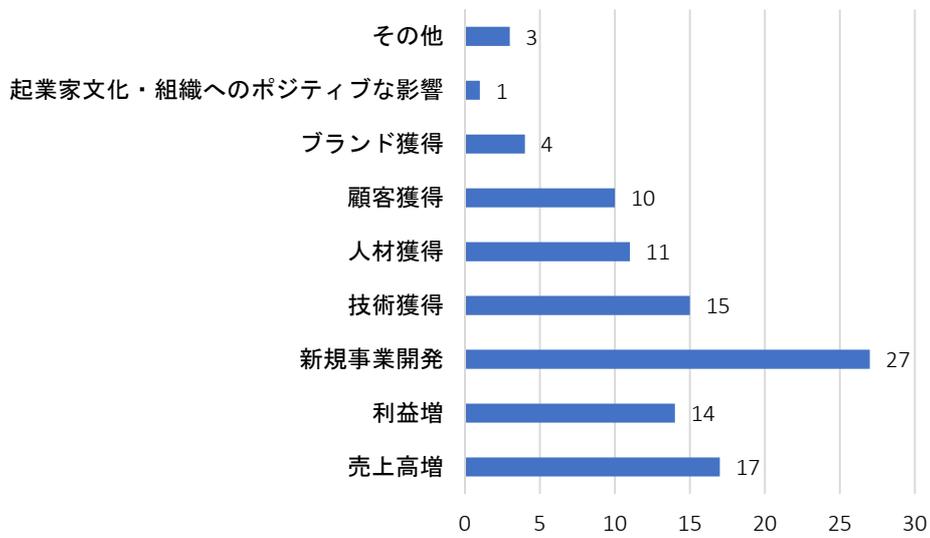


設問 39. 御社の M&A では、原則株式の何%を取得されていますか？（日本のみ）



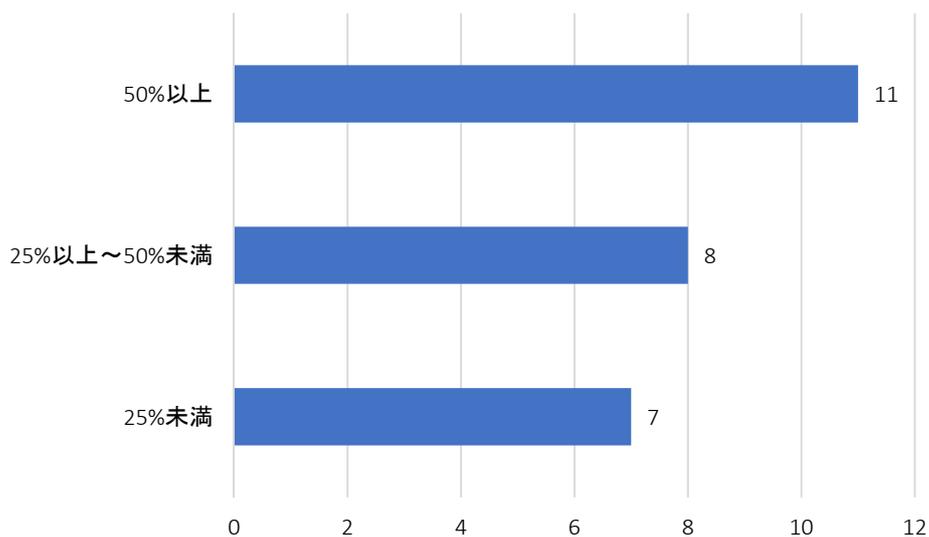
(日本 : n=31)

設問 40. 御社の M&A の主たる目的は何ですか。以下のうち 3 つまでお選びください。（日本のみ）



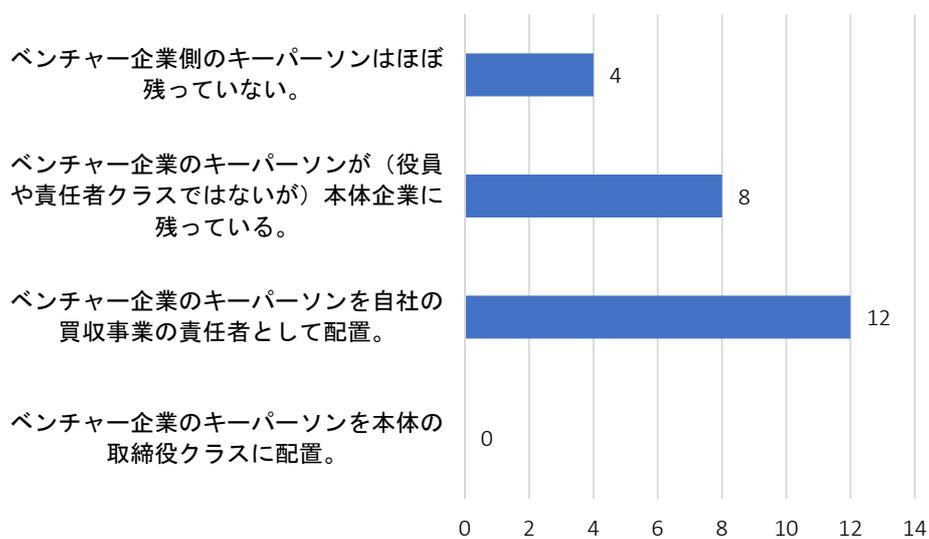
(日本 : n=36)

設問 41. 設問 40 で挙げた目的と照らして、御社の過去の M&A はどのくらい成功していますか？（日本のみ）



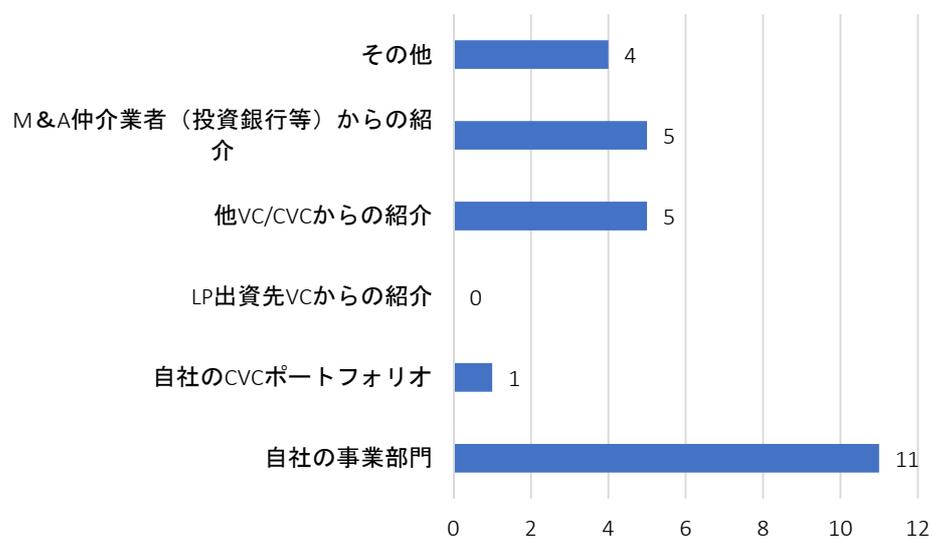
（日本：n=26）

設問 42. 買収後のベンチャー企業経営陣の処遇について教えてください。（日本のみ）



（日本：n=24）

設問 43. 買収案件はどのようなルートでソーシングされましたか？（日本のみ）



（日本：n=26）

参考資料2 Global Corporate Venturing による国際調査「The World of Corporate Venturing 2019」全調査データ

調査概要

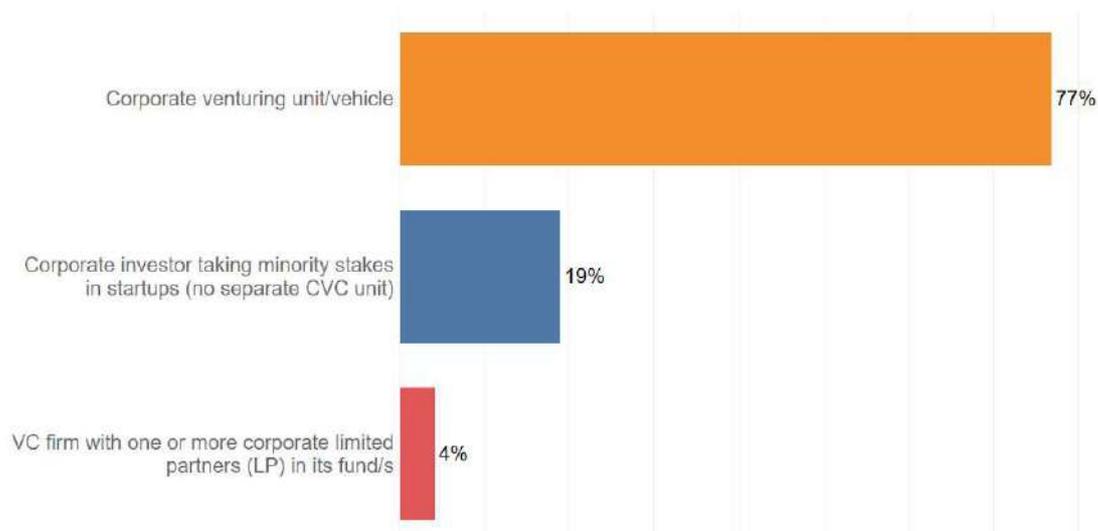
Global Corporate Venturing (Mawsonia 社) の独自調査による国際的な CVC 調査。n=95

回答企業の国名：アメリカ (31)、ドイツ (11)、日本 (9)、イギリス (8)、フランス (4)、オランダ、韓国 (各 3)、ブラジル、サウジアラビア、スイス (各 2)、アルゼンチン、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、イスラエル、ロシア、シンガポール、スペイン、台湾 (各 1)、不明 (11)

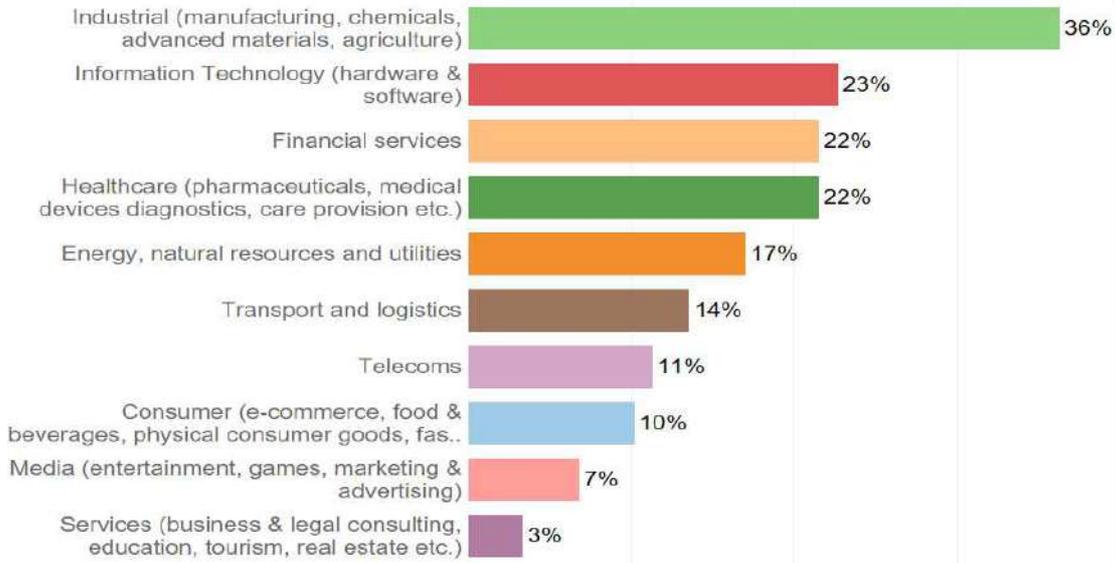
(本国際調査と日本調査とは、設問番号ならびに設問内容が一部異なっている)

The global corporate venturing survey 2019

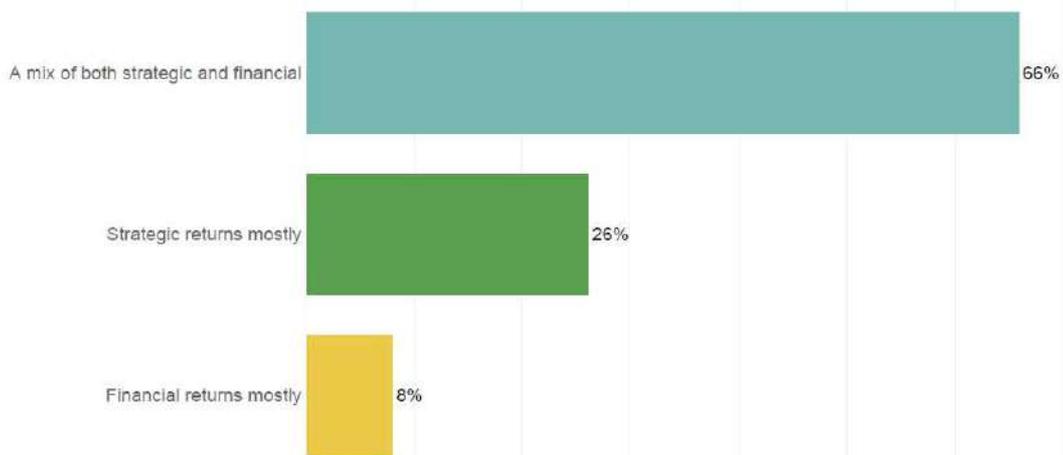
Q5. Which of the following best describes your organisation?



Q6. Which sectors would you use to describe your parent company?

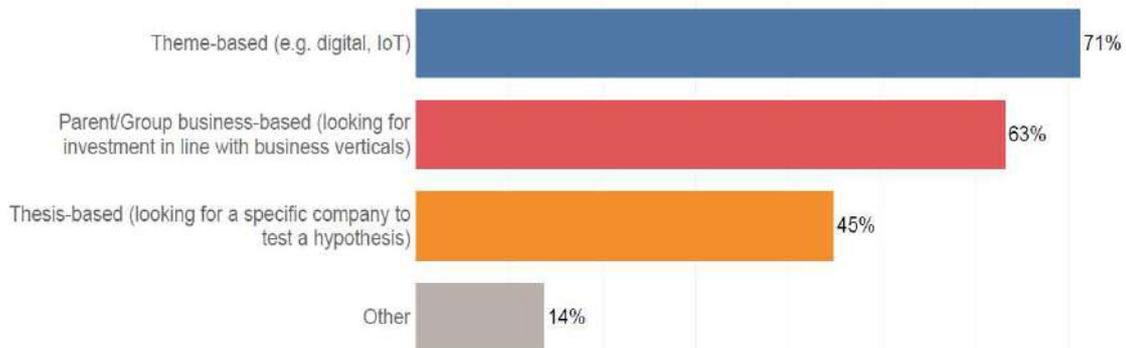


Q7. What is your priority, financial or strategic returns?



Respondents (n=) 88

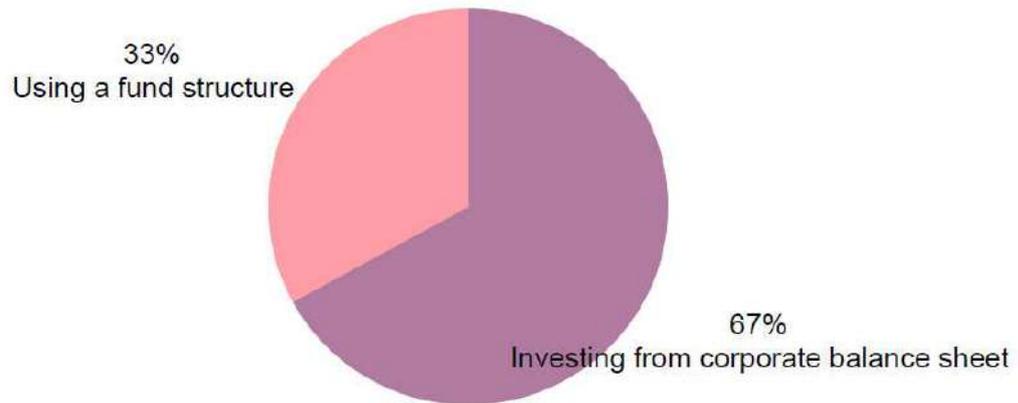
Q18. How do you search for investments? Please select all that apply.



Respondents (n=) 87

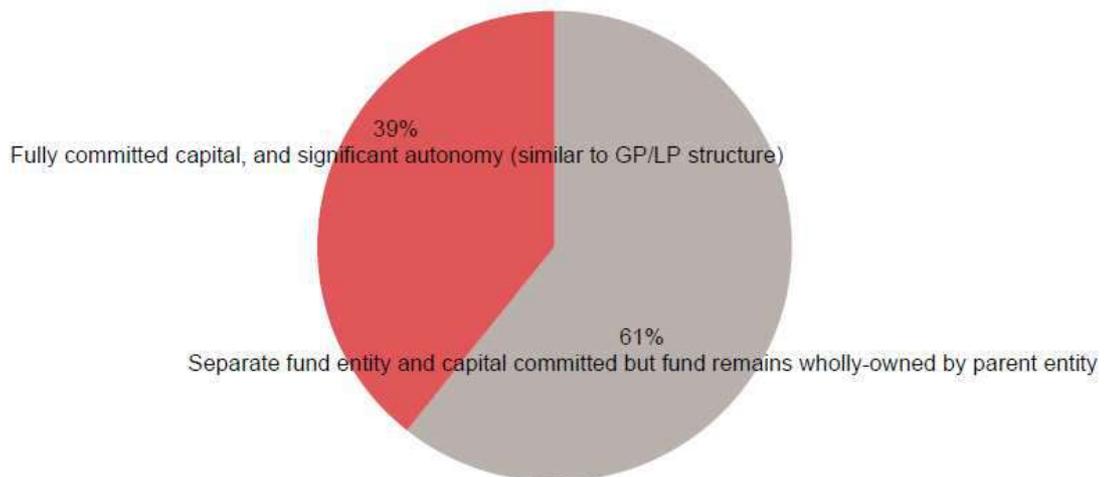
Structure

Q8. How are you structured?



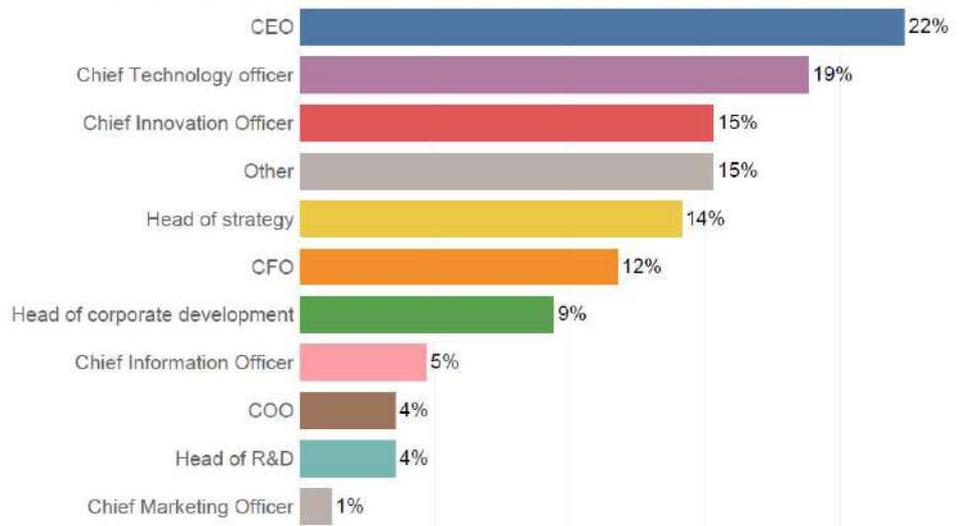
Respondents (n=) 88

Q9. If you have a fund structure, what type of fund structure?



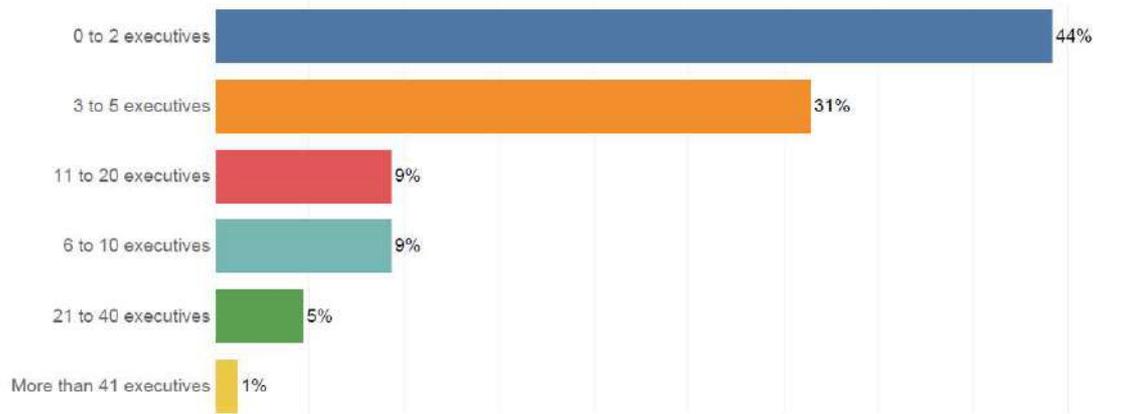
Respondents (n=) 29 (Respondents who have indicated "Using fund structure" in Q8)

Q33. Which C-level executive does the head of your unit report to?



Respondents (n=) 85

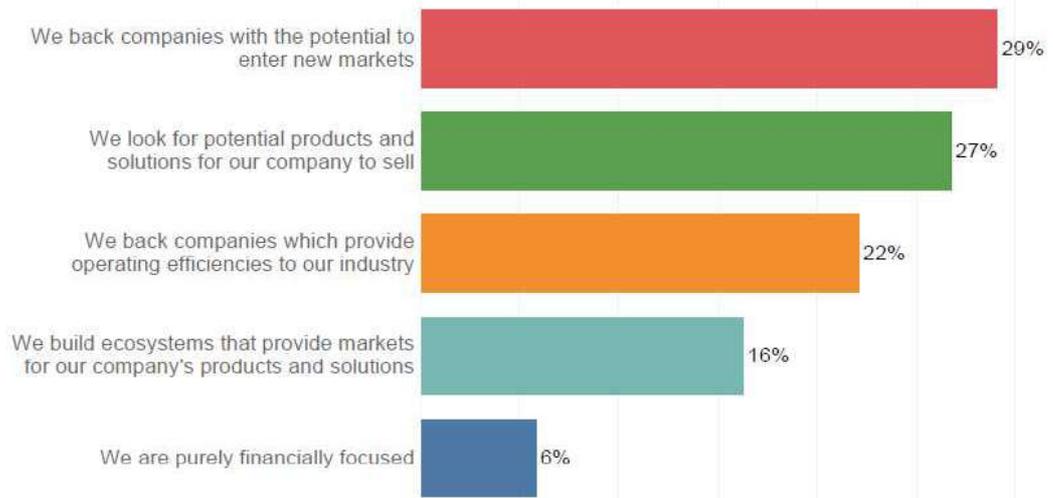
Q34. How many executives are in your corporate venturing unit?



Respondents (n=) 86

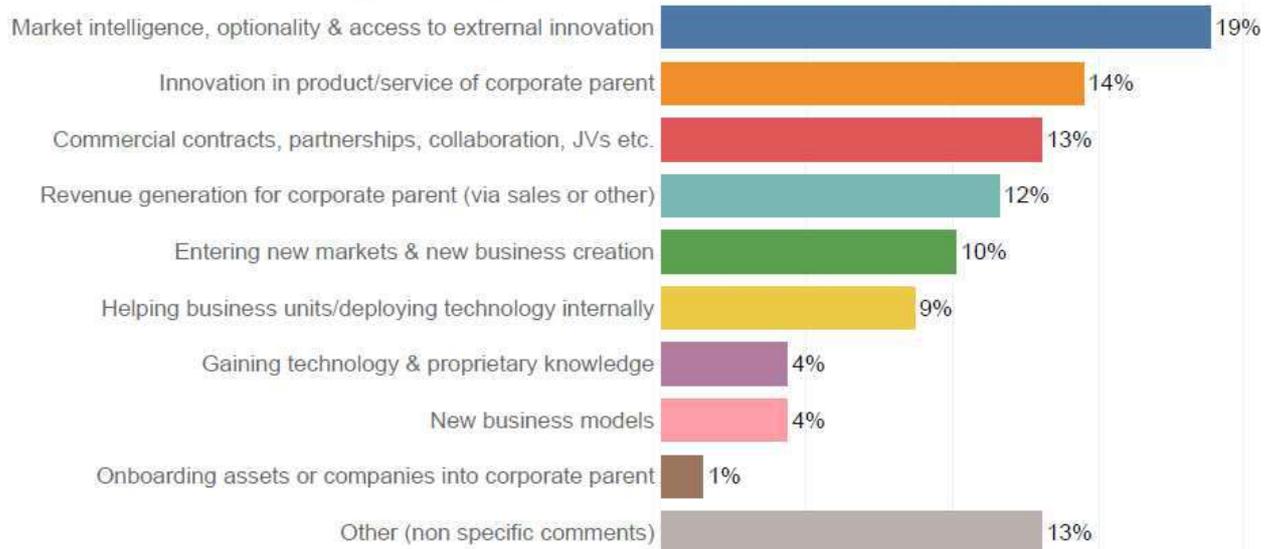
Strategic orientation

Q11. Which of the following would best describe you as a corporate investor?



Respondents (n=) 86

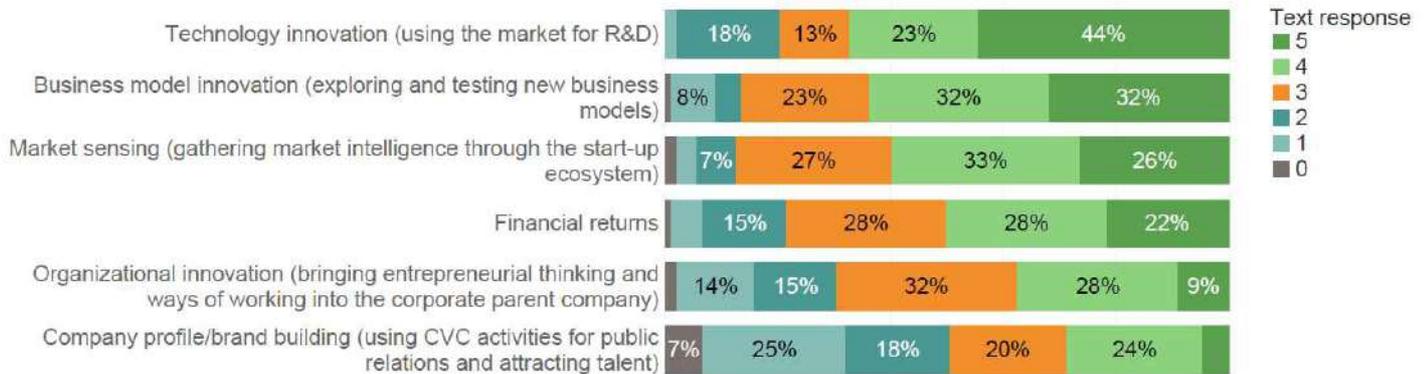
Q12. What would you define as an important strategic return?



Respondents (n=) 71

* Summary of grouped text responses to an open-ended question

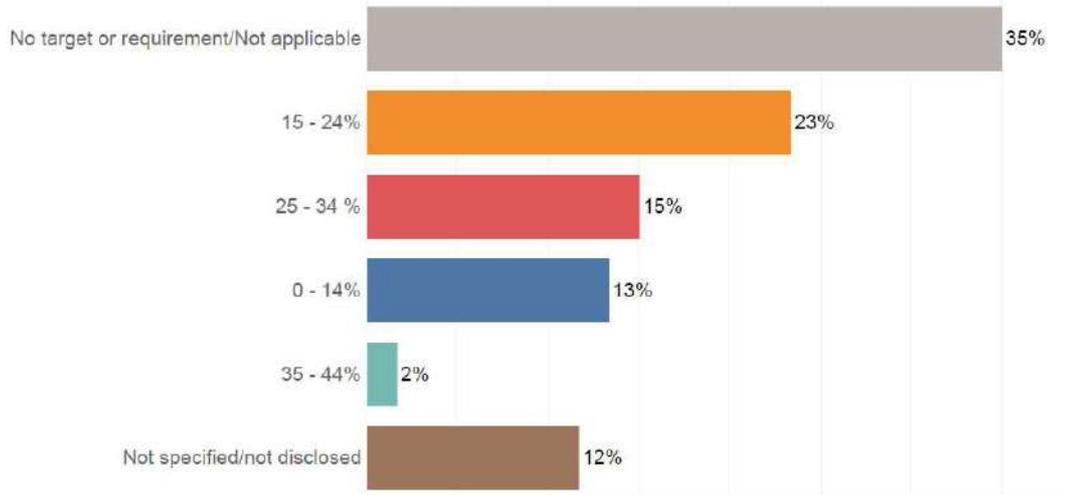
Q10. What is the importance of the following value drivers to your venturing unit?B (0 ="not relevant" and 5 = "critically important")



Respondents (n=) 88

Expectations and portfolio structure

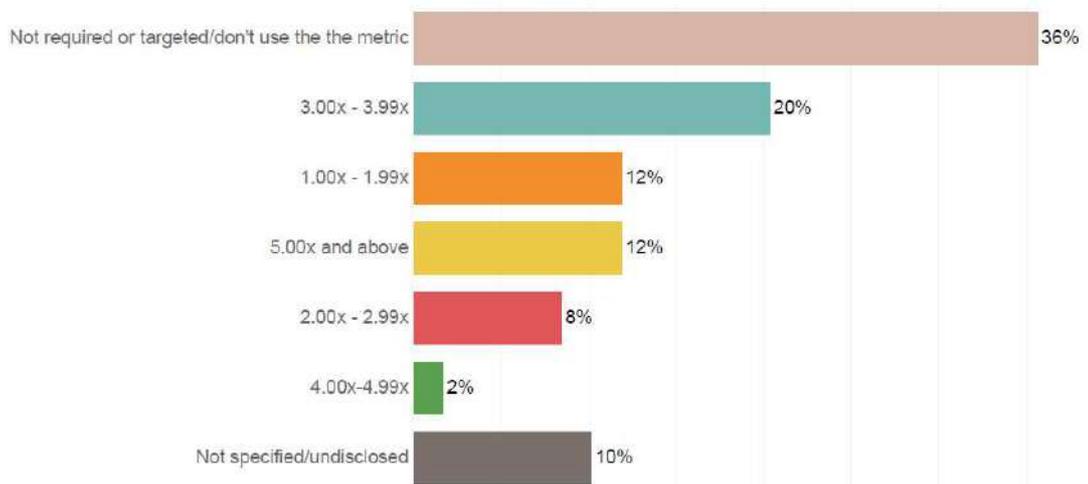
Q29. What is your required IRR for an investment?



Respondents (n=) 62

* Summary of grouped text responses to an open-ended question

Q30. What is your required gross multiple or required cash-on-cash multiple/return for an investment?

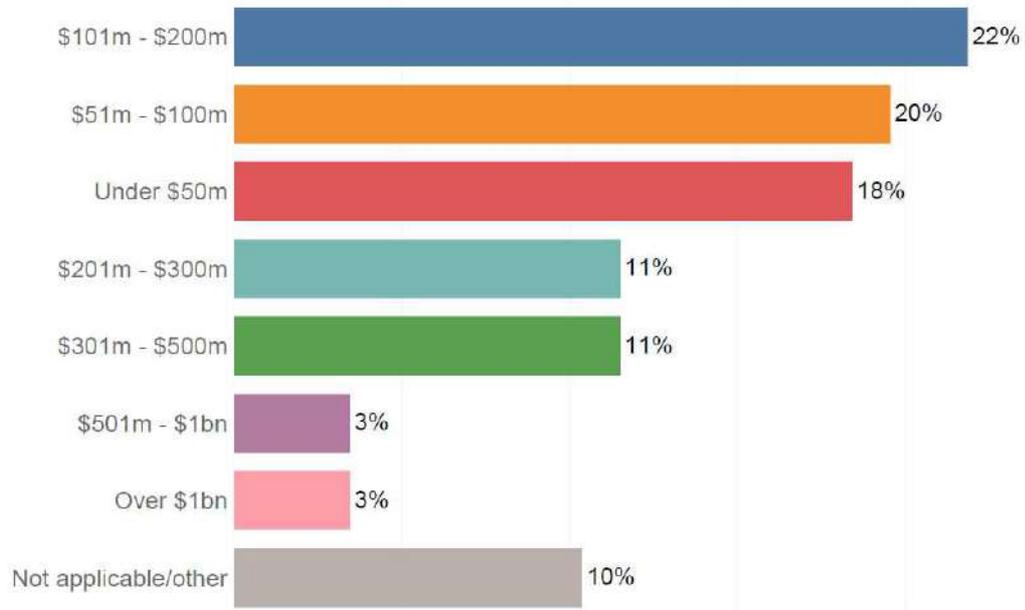


Respondents (n=) 59

* Summary of grouped text responses to an open-ended question

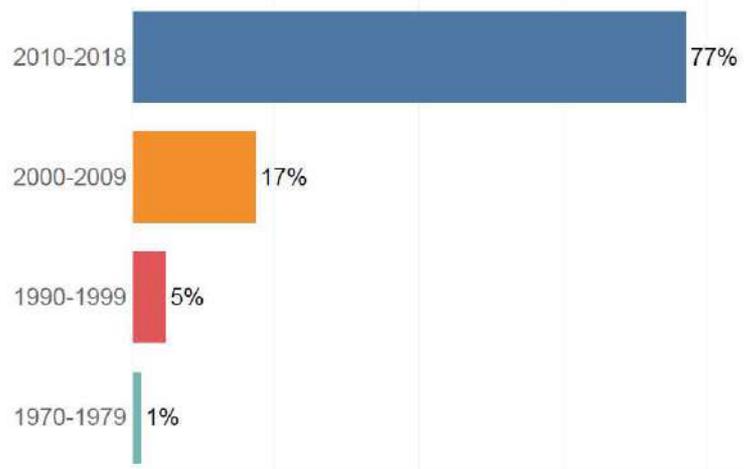
Capital deployment

Q13. What is your overall CVC fund size?



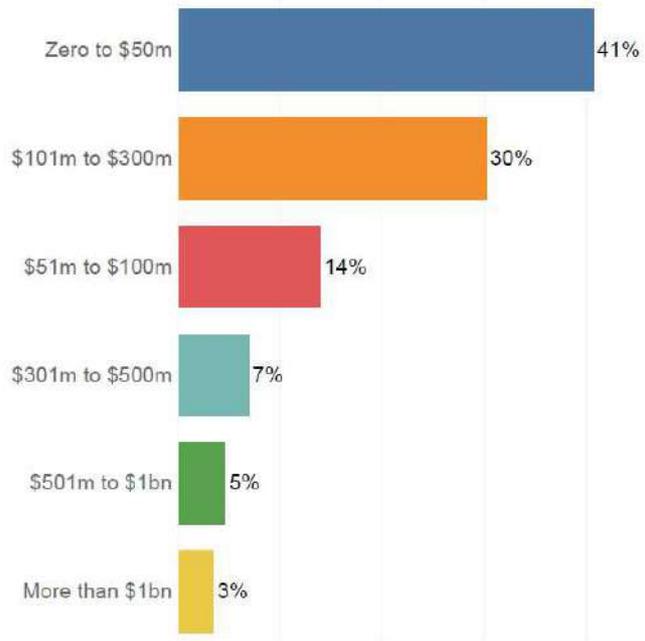
Respondents (n=) 87

Q15. When was your CVC unit set up?



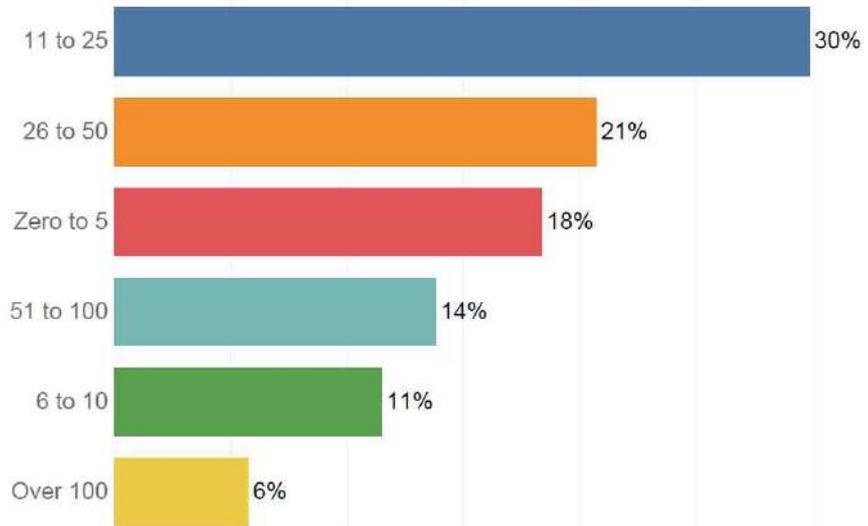
Respondents (n=) 87

Q14. How much has your unit invested in its history?



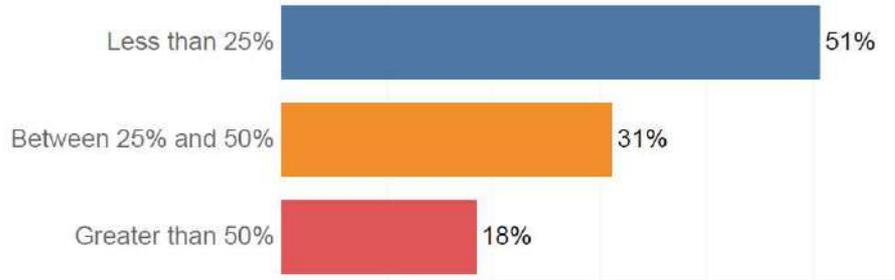
Respondents (n=) 86

Q16. How many deals has your unit backed in its history?



Respondents (n=) 87

Q17. Of the deals your unit has backed, what percentage of those deals did your unit act as the lead investor (i.e. leading or co-leading setting valuation, key investment terms and leading negotiation process)?



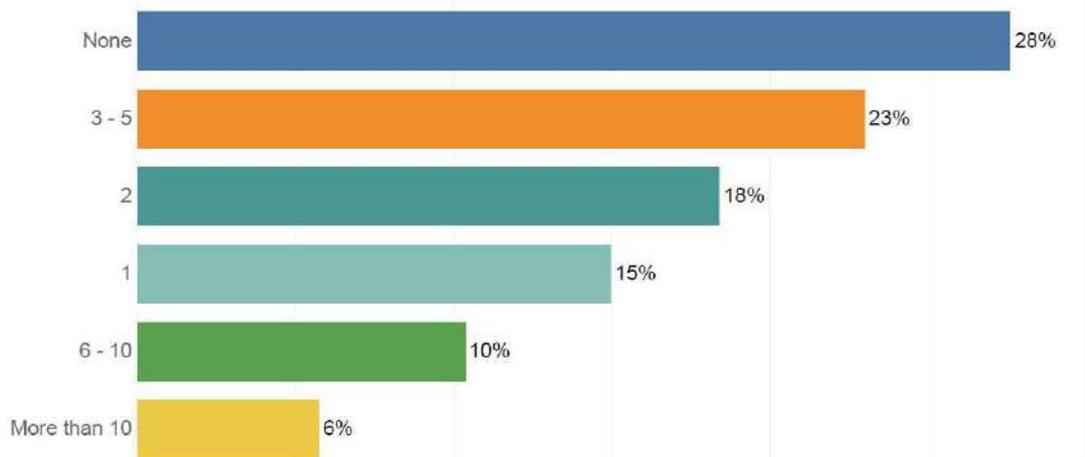
Respondents (n=) 87

Q25. Do you actively take LP stakes in other VC funds?



Respondents (n=) 87

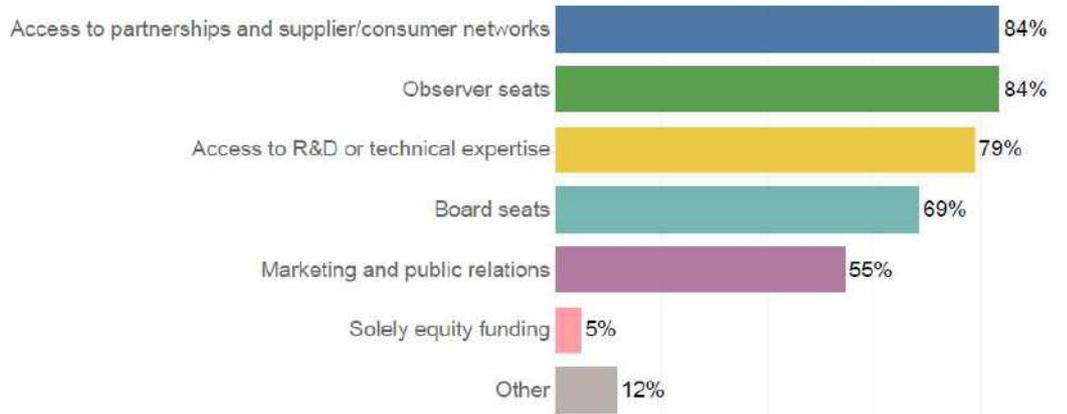
Q26. How many LP stakes do you hold?



Respondents (n=) 87

Relations with portfolio companies

**Q19. Through which of the following do you support your portfolio companies?
Please select all that apply.**



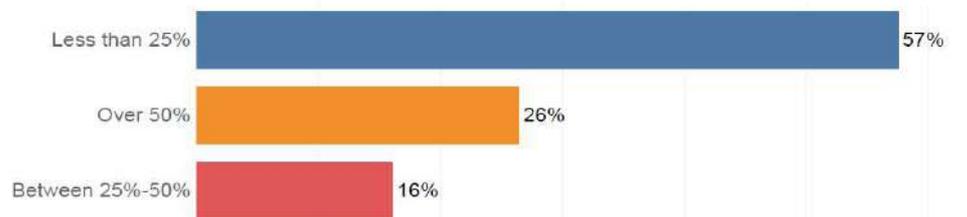
Respondents (n=) 86

Q20. Of the deals your unit has backed, what percentage of deals does your unit actively support the portfolio company through a board seat?



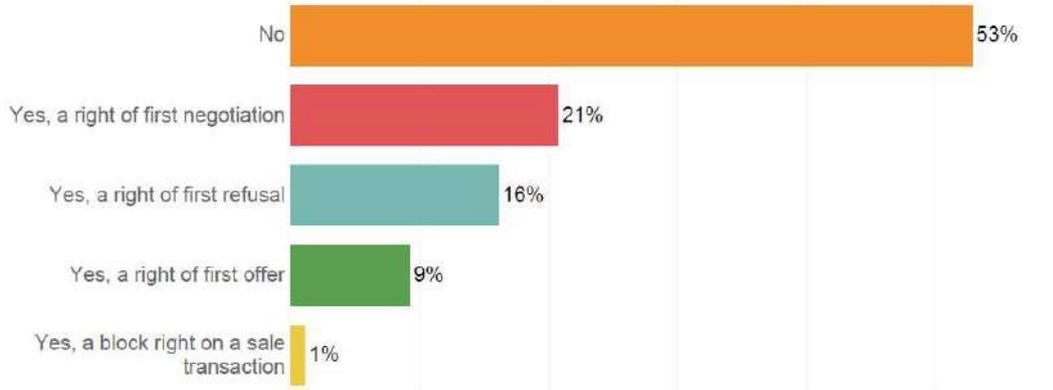
Respondents (n=) 86

Q23. What percentage of your investments are tied to the completion of a partnering or commercial deal as a condition to the investment?



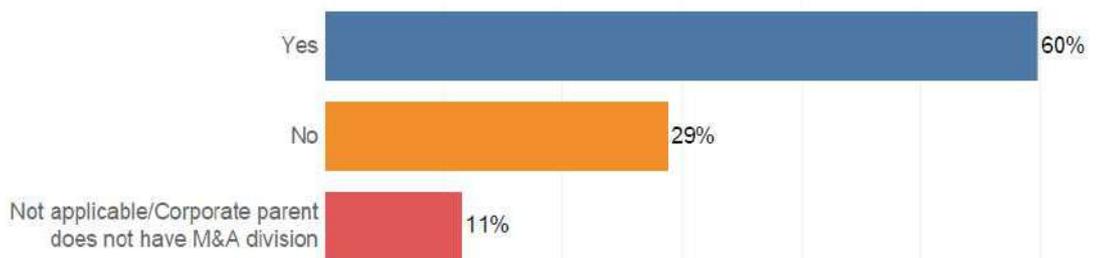
Respondents (n=) 87

Q22. Do you negotiate in your investments for specific rights related to a sale of the portfolio company?



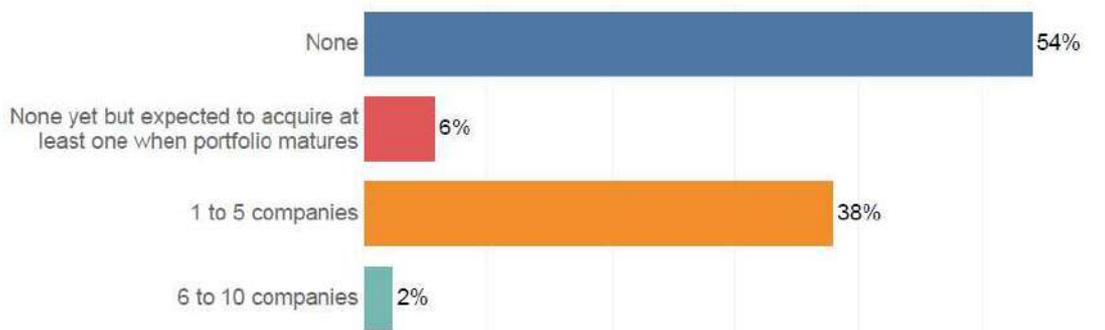
Respondents (n=) 87

Q21. Do you help your corporation's M&A team identify and buy your or other venture-backed portfolio companies?



Respondents (n=) 87

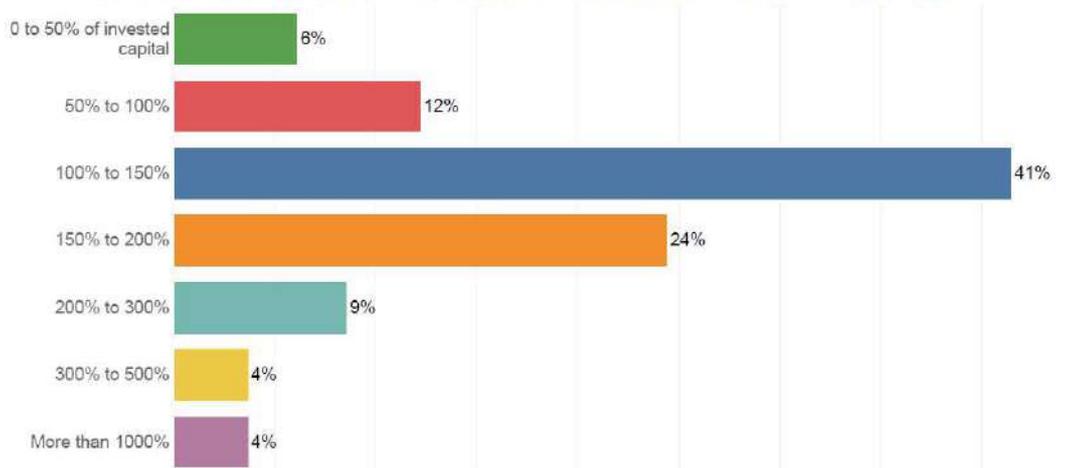
Q24. How many of your portfolio companies has your parent corporation bought?



Respondents (n=) 87

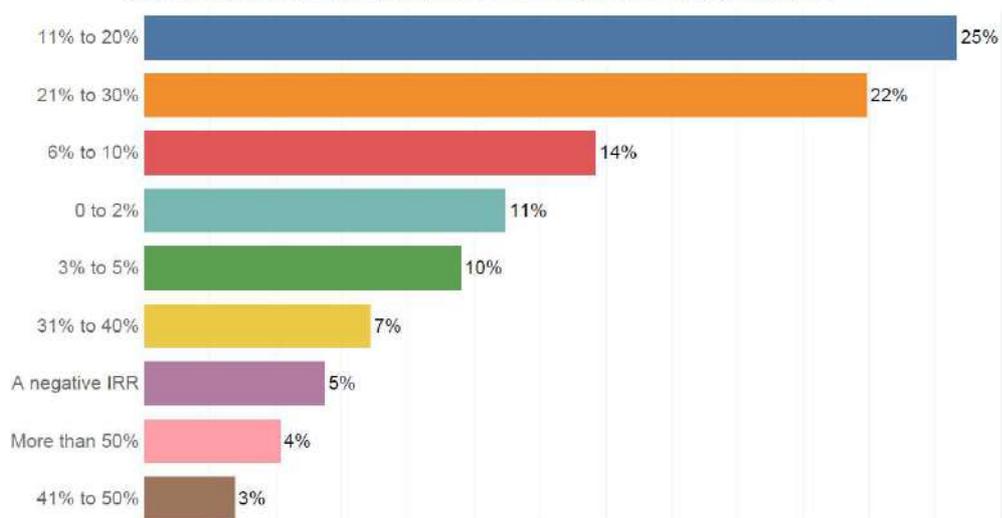
Metrics, performance and investment teams

Q27. What is your portfolio worth compared to original invested amount by multiple?



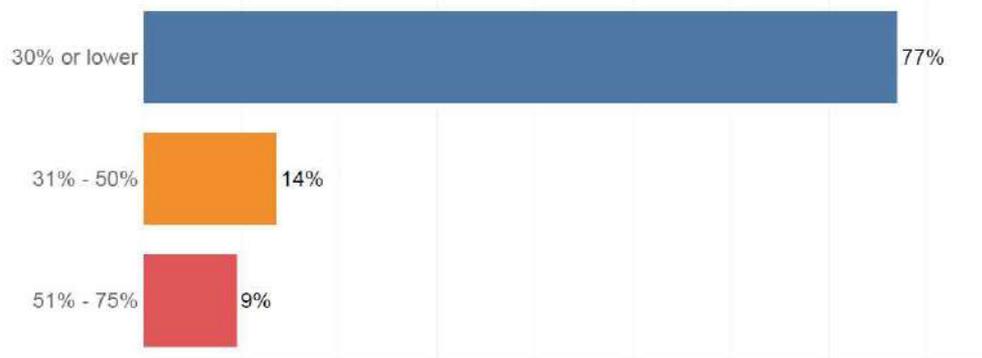
Respondents (n=) 82

Q28. What is your internal rate of return (IRR) on the portfolio?



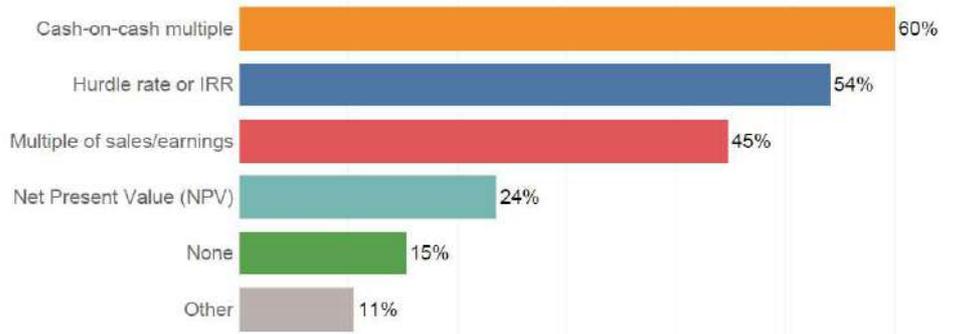
Respondents (n=) 73

Q31. What is the loss rate of your fund (i.e. the percentage of investments that fail to return the capital invested)?



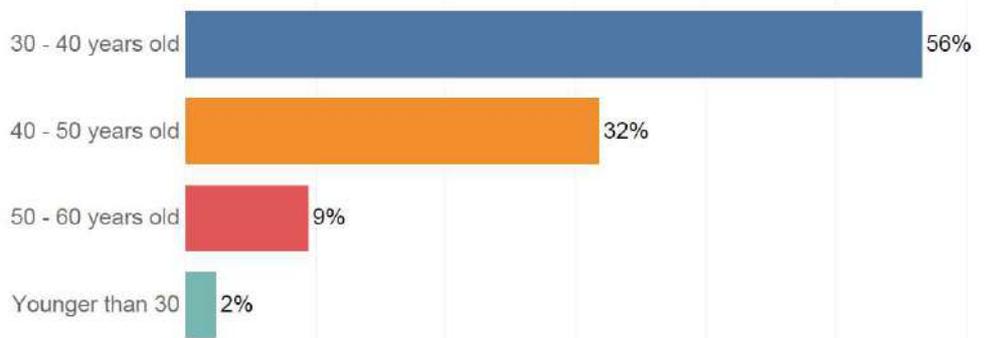
Respondents (n=) 74

Q32. Which of the following metrics do you use, if any, to analyse investments? Please select all that apply.



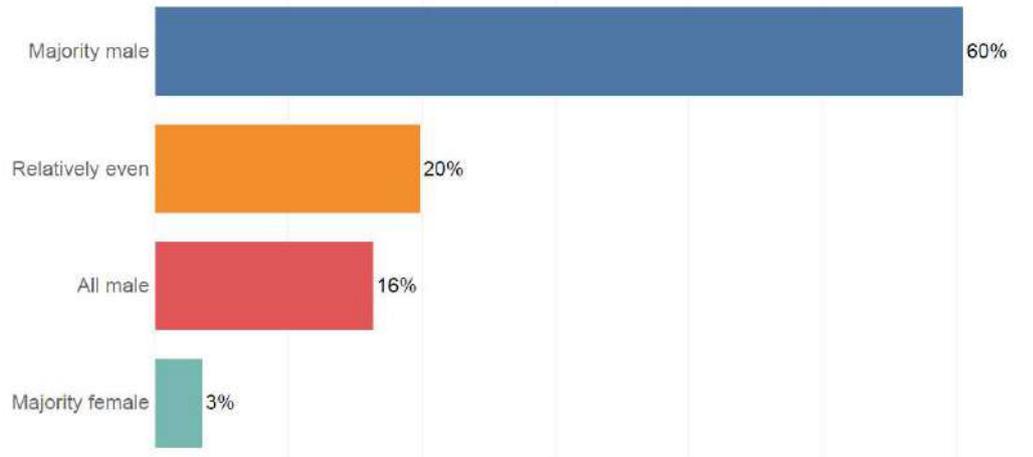
Respondents (n=) 85

Q35. What is the average age of members of your team?



Respondents (n=) 85

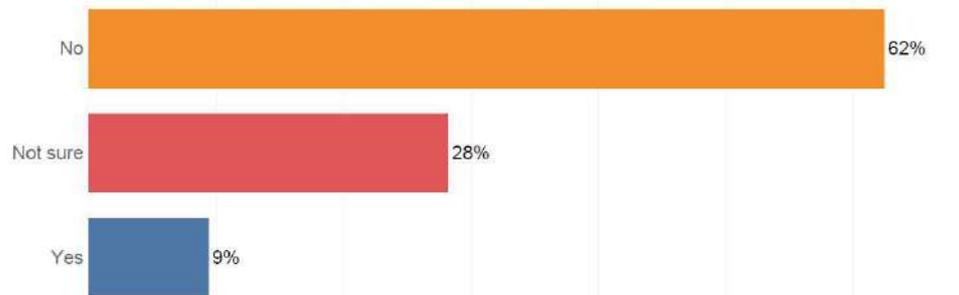
Q36. What is the male-to-female ratio in your team?



Respondents (n=) 86

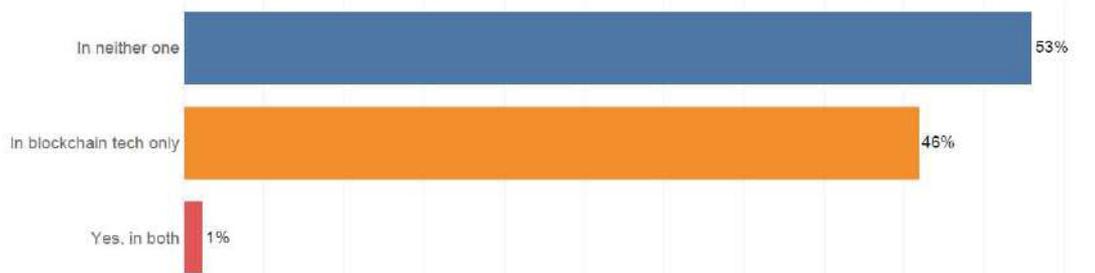
Disruption of venture capital?

Q37. Do you think ICOs and blockchain are going to disrupt the existing CVC model of funding portfolio companies and hold their securities?



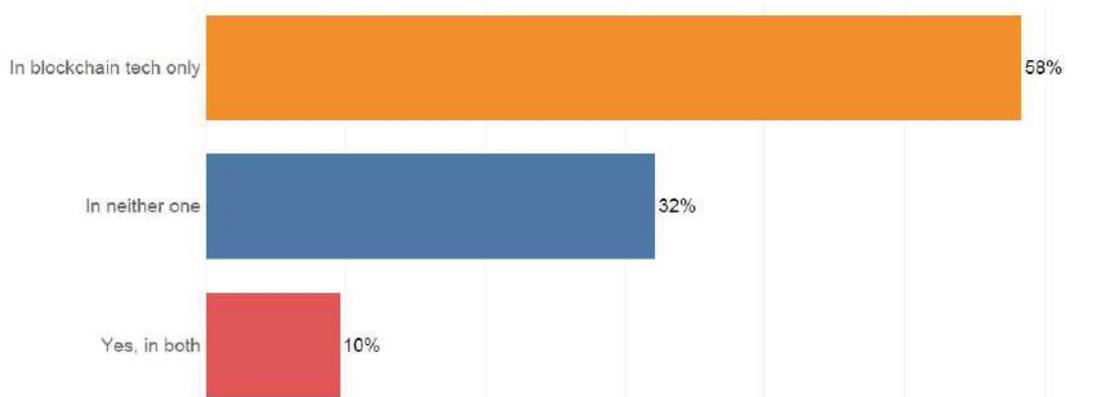
Respondents (n=) 85

Q38. Will you be investing in ICOs and/or blockchain within the next year?



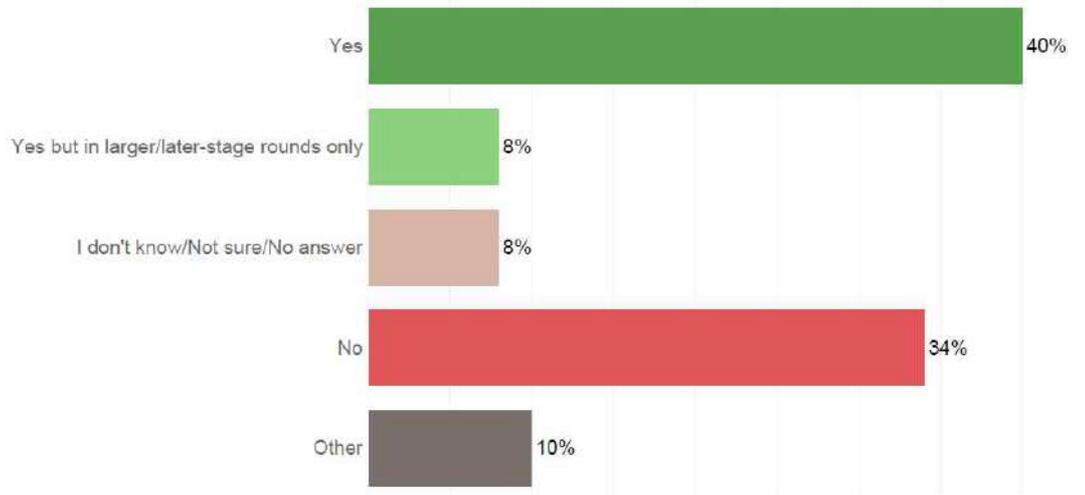
Respondents (n=) 85

Q39. Will you be investing in ICOs and/or blockchain within the next 3 years?



Respondents (n=) 84

Q40. Do you think the venture industry is starting to blur with the broader private capital markets (PCM) of private equity and, in turn, PCMs with public markets?



Respondents (n=) 50

* Summary of grouped text responses to an open-ended question

This material has been reprinted with permission and originally appeared in the World of Corporate Venturing 2019 report.

参考資料3 Global Corporate Venturing による国際調査「The World of Corporate Venturing 2018」定性回答データ

当該調査の1年前に Global Corporate Venturing (Mawsonia 社) にて実施された国際調査において、各種測定指標に関する定性回答が寄せられた。我が国の CVC にとって参考になる内容であり、同社の許諾を得てここに掲載する。

Open-ended responses on measuring value drivers

The following tables include anonymised verbatim answers from survey respondents.

How do you measure the performance of business model innovation?	What KPIs do you use to measure business model innovation?
Innovative, releastic and business growth	Number of customers, number of competitors, market share
Traction with termsheets, even if does not get executed	
Adoption, utilisation and/or commercial collaboration	
Model assessment, adoption	Speed to market success
Scalability	
Partnership contracts / collaborations with businesses	Number of commercial contracts with business
Ability to execute an innovative business model at scale	Scale
	New value chains
New business created	Dollars
Not evaluated	
Development of new markets or customer acquisitions	
Qualitative	
Degree of disruption	Long-term upside
Number of partnership contracts and its contribution to revenue and profit	Number of partnership contracts
Did we implement the startup's solution?	Did we implement the startup's solution?
Don't really	
Not measurable	
Exploration of and exposure to new business models	
Dealflow, new business creation	Dealflow, new business creation
Strategy development	Percentage revenue growth
New offerings	
Number of investments in companies with new business models	
Use of new technology	
Revenue stream	
Using some of the startups business model in one of our product lines	Number of business models implemented
Identifying transformational concepts and business model extensions that will transform our industry. Several have been identified already	TBD
Market success	
Magnitude of impact and disruption on existing value chain	
Acceptance and utilisation	
New to market	Customer adopt
Collaboration with business units	Number of collaborations
New sales channels or product influencers	Partnership with a new sales channel
Number of new external technologies/startups introduced to corporate R&D and business units	
Onboarding	
Commercial agreements implementing new business models	Commercial agreements implementing new business models
New business lines or partnerships	Revenue growth
New offering / market positioning	
Learnings	
Addressable market	Market size
Not quantifiably measured	
Level of difference compared with existing business	Qualitative
As nearly every industry is being digitised, we can evaluate startups that deliver new efficiency and disruption and engage early in the transformations. Data is transforming business like never before and we are at the heart of how data is collected, analysed, secured, stored and used across industries beyond our own. Measures include market TAM and share in new and adjacent verticals. For example, recent reports about the computer power in autonomous driving show how data is transforming transportation.	Executive grade

How do you measure financial returns?	What KPIs do you use to measure financial returns?
Business growth	Revenue growth MOM and YOY
Multiples and IRR	
IRR & MOIC	IRR & MOIC
Individual exit focused	IRR
Return on invested capital	
Hurdle rate, cash on cash	Cash on cash return
IRR	IRR
IRR	IRR
ROCE	ROCE
IRR	IRR
IRR	IRR
IRR, cash return	IRR
ROI	ROI
Valuation growth	
ROI on invested capital	ROI
ROI	ROI
ROI	ROI
MOIC, IRR, other financial metrics of the performance of the fund	
IRR and exit multiple	IRR and exit multiple
ROI	
CoC	CoC
Cash returns	Value
Revenue, profit	Revenue and Opex
TPVI, IRR, traditional metrics	
IRR and DPI	
Dollars returned to the company	Cash-on-cash, IRR
Returns in 3-5 years	Benchmark versus other Corporate VCs
ROI	
IRR	IRR a few % points above our long term WACC.
Cost savings or revenue generators to corporate parent, and financial return on exits of portfolio companies – which has not happened yet	P&L impact
Cash-on-cash returns, IRR,	Distributions to paid-in capital (DPI), total value to paid-in capital (TVPI)
Cash on cash multiple, IRR	Cash on cash multiple
IRR	
Substantial return	Return XX ROI in each stage
IRR, absolute returns (cash on cash)	IRR, cash on cash returns
ROI for the fund itself	ROI
Immaterial to us, so not measured	
Cash on cash returns	Cash on cash
Cash on cash returns	Cash on cash returns
Internal business impact plus exit cash on cash	NPV
CF / IRR / NPV	
ROI	Revenue
IRR	IRR
ROI, IRR, cash on cash	
IRR and multiple	IRR and multiple
Cash on cash	Cash on cash

How do you measure technology innovation?	What KPIs do you use to measure technology innovation?
Value proposition, new or clone	Number of customers, number of competitors, market share
Interest from internal scientists in R&D to support investment	
Adoption, utilisation and/or commercial collaboration	
Tech assessment, adoption	Speed to market success
Drive new technologies entrepreneurially	
Joint development agreements	Number of joint development agreements / platform integrations
Technical milestones	
Global customer adoption	Global MRR/ ARR
Feedback from business units	
Number of deals, deployments	No of deals
Patents applications	
Disruptive core technologies	
Exposing the business unit to new technologies	Changes to company strategy, and technology investments
New products, services	
Qualitative	
Disintermediation	Degree of disruption
the number of partnership contracts and its contribution to revenue and profit	Number of partnership contracts
Did we implement the startup's solution	Did we implement the startup's solution
Don't, really	
Not measurable	
IP opportunities	
Dealflow, new business creation	Dealflow, new business creation
POCs and trials	Volume
process kpis	Efficiency
Specific KPIs around R&D spend, build vs buy	
New areas of competency building	
Number of investments that are launched in the product lineup	
Patent, paper, collaborator	
Result of joint development agreement. Using the startup's technology.	Number of successful joint technology development and numbr of technologies being successfully used in our product lines
Bringing new technologies to corporate parent, measured by number of POCs and number of implementations	Number of POCs and implementations
Impact on revenue	
Magnitude of impact on existing value chain and high multiplier effect on output/ return/reach	
Collaboration with portfolio	
Technology that interest to parent companies	Banks accept the technology
Collaboration with business units	Number of collaborations
Influencing our product for the next 5-10 years	Partnership or acquisition of startup
Number of startups that R&D or business units decided to partner, or collaborate, with in that year	
onboarding of opportunity/fill pipeline	ENPV of onboarded assets
Commercial and collaboration agreements	Commercial and collaboration agreements
Level of internal technology implementation and impact	Number & scale of deployments
New technology / product portfolio	
Learnings	
Disruptive	Joint development agreements
Not quantifiably measurable	
Feedback from technological experts	Qualitative
Potential for disruption is hard to measure, but we can't afford to miss out.	Executive grade

How do you measure market sensing?	What KPIs do you use to measure market sensing?
Size and quality of data	Growth of mother company business in startup segment
Adoption, utilisation and/or commercial collaboration	
Research verification	Prediction timing, success
Relevant dealflow	
Feedback businesses	
Market maps	Market sizing
No evaluated	
new market development growth rate	
Providing a sense for disruptive technologies to the exec staff	Changes to company strategy, and technology investments
Key influence in driving long term strategy	
Qualitative	
Discovery of trending apps	ROI
Did it inform us of change in our industry?	Did we bring learnings back to the business?
What our BUs actually do with the startups	
Not measurable	
Exploration of and exposure to	
Dealflow, new business creation	Dealflow, new business creation
Strategy development	
Exposure to opportunities	
Number of deals analysed per year	
Identification of new trends	
TAM	
Identifying key trends to better position the corporate or one of our product line	Number of market trends identified
Quarterly reports to corporate parent	Number of internal presentations
Dealflow, number of investments, referrals of startups to business units	Dealflow
Internal reporting	
Mass market adoption	
Insight and guidance reporting	
Changes that influence product direction or discovering relevant technologies	Reviews of technology areas
Sharing of gathered knowledge within the corporation	
We don't	
Internal white paper and workshops	Internal white paper and workshops
Usefulness of intelligence vs other methods	Difficult to measure
Market penetration	
TAM, SAM, SOM validated	Potential market size
Network	Potential deals from network
Impact on strategic direction of business units	
Feedback from market experts	Qualitative
We gain insights based on sector/industry growth across verticals. For example, innovations in AR/VR are transforming sports by providing new immersive experiences.	Executive feedback on scorecard

How do you measure internal organisational innovation?	What KPIs do you use to measure internal organisational innovation?
Ability to access new technology or introduce new service	Number of new services, Capex and Opex reduction
Adoption, utilisation and/or commercial collaboration	
Projects testing innovative approaches	Projects, allocation of resources
Cooperaton startup w corporate	
Number of people exposed	
Internal survey	
E?ngagement with portfolio companies	
Qualitative	
None	None
Our responsiveness to the startup's timeline	Did we close the investment or commercial deal?
We have an incubation team that drives internal innovation	
Not measurable	
Senior management feedback	Volume
Subjective	
Adoption of innovation	New products/initiatives/pilot projects
Improved entrepreneurship in the company and product lines.	Number of new ideas, projects started in our product lines due to impact of startups
Number of internal events at corporate parent, number of internal mentions in company-wide newsletters, number of presentations to officer level, number of engagements with department leaders	Number of engagements with department leaders
Talent acquisition, secondment of employees into startups and accelerators	
Organisational structure fit to modern company	Less turnover
Openness to new technologies and working with startups	
New processes or innovative techniques that are documented and have influenced the different departments within the corporation	
We don't	
Pipeline of opportunities with each business unit	Pipeline of opportunities with each business unit
Speed of new product/service development	Shortening of timecycles
Qualitative	
People engaged with the program	Number of people engaged
Management attention	Time with top management
Impact on strategic direction of business units	
Number of joined development agreements	Number of joined development agreements
Working with technology startups is a constant reminder of the fragility and promise of new businesses. It keeps us humble when we see what it takes to help a startup accelerate their progress. And it takes a lot more than money to win in business, whether it is the startup or the parent company	

How do you measure company profile/brand building (external)?	What KPIs do you use to measure company profile/brand building (external)?
PR related to innovation and startups ecosystem	Customers base growth
Subjective	
PR, media coverage	Media impressions
Reputation at startups	
Publications / recall	Count
Share of voice	
External survey	
Speaking engagements, publications and inbound investment opportunities	
Qualitative	
Brand value	Brand value
Improved dealflow and recognition of brand in investment ecosystem	Dealflow count
Logos, newsletters	
Marketing exposure	
Senior management feedback	Volume
Peers	
Trusted adviser to customers	
Major media mentions, awards, speaking engagements	Major media mentions and speaking engagements
CB Insights and other tech media references, invitations to major tech events of senior execs, articles on media outlets	
PR and speaking opportunities	
Founder branding	Media exposure
Percentage of deals we see that others have done	
View of the parent company as a creative and entrepreneurial organisation	
Number of press releases and positive news articles	
We don't	
	External recognition
PR impact – articles , press reception etc.	Number of positive articles
PR impact	
People attracted by the program	
Media recognition (international)	Number of interviews, articles
Social media hits, quality of recruiting, press mentions	
Dealflow (quantitative)	Number of deals received / seen
We measure our share of voice relative to a peer group of VCs, and ad value delivered and share of voice for portfolio companies. Our belief is that greater visibility and brand association helps them win customers and attract and retain talent.	

Do you measure any other value drivers?	What KPIs do you use to measure other value drivers?
No	
We track the number of commercial contracts and relationships which originate through our structure	Number and value of commercial contracting
Internal acceptance of CVC activity	Company leadership publicly talking about CVC link to innovation
We have a strategic value framework that we map to	We have a strategic value framework that we map to
Growth rates, achieved turnover/margin per capital invested	Turnover/margin per capital invested
Spinouts – IRR	
Revenues to startups and to parent company	
Revenue generation in a new white space	Value or dollar revenue generation in new areas

This material has been reprinted with permission and originally appeared in the World of Corporate Venturing 2018 report.

<アドバイザーボード委員>

小林 栄三 伊藤忠商事株式会社 特別理事
松本 大 マネックスグループ株式会社 取締役会長兼代表執行役社長 CEO
東林 知隆 楽天銀行株式会社 常務執行役員
長谷川博和 早稲田大学大学院ビジネススクール 教授
国際ファミリービジネス総合研究所 所長

福本 拓也 経済産業省 経済産業政策局 産業資金課長 (兼) 新規事業創造推進室長

(敬称略 社名五十音順)

<執筆・プロジェクトメンバー>

仮屋 蘭 聡一 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長
(株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ マネージング・パートナー)
村田 祐介 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 企画部長
(インキュベイトファンド 代表パートナー)
安永 謙 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会
オープンイノベーション委員長
(株式会社 INCJ マネージングディレクター) ※CVC ユニットリーダー
野田 史恵 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 事務局長

<特別監修・執筆>

倉林 陽 DNX ベンチャーズ マネージング・ディレクター・博士(学術)
※M&A ユニットリーダー

<執筆協力>

種市 亮 インキュベイトファンド アソシエイト
百武 隆太 慶應義塾大学大学院経営管理研究科 修士課程

<事務局>

安田 修 みずほ情報総研株式会社 経営 IT コンサルティング部主席コンサルタント
鈴木 道範 みずほ情報総研株式会社 経営 IT コンサルティング部コンサルタント
稲場 未南 みずほ情報総研株式会社 経営 IT コンサルティング部コンサルタント

※ アドバイザーボードの各委員は、2 時間程度の委員会において、限られた時間の中で、意見を求められた点について意見を述べたものであり、また、本書に対して全体的な監修はしておらず、本書の内容は、各委員の意見と必ずしも一致しているものではありません。
また、本書は、各プロジェクトメンバー個人、及び各プロジェクトメンバーが所属する組織の意見を必ずしも反映したものではありません。