

# 日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的

## —Investment Purpose in Japanese Corporate Venture Capital—

東洋大学経営力創成研究センター リサーチ・アシスタント 清水 健太

### 要旨

本論文は日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的を考察するものである。本論文では二つのことを指摘した。一つは日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的は戦略性を重視したものが多くである。もう一つは日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルには外部のベンチャー・キャピタルと共同で設立されたものが多く、同じ投資目的を共有することは難しいことを指摘した。

キーワード (Keywords) : コーポレートベンチャー・キャピタル (Corporate Venture Capital), 投資目的 (Investment purpose), 間接投資型 (indirect type investment) 直接投資型 (direct type investment)

### Abstract

This paper considers the investment purposes of corporate venture capital in Japan. Two things were pointed out in this paper. One is that there are a lot of one that a corporate venture capital of Japan investment purpose valued the strategy. Another pointed out to the corporate venture capital of Japan shared the investment purpose as which the one established in cooperation with an outside venture capital was a lot, and was the same difficult.

### はじめに

コーポレート・ベンチャー・キャピタル (Corporate Venture Capital) の研究として長年議論されているのは、コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的である。この議論においては、大きく二つの立場にわかれる。まず一つめの立場としてコーポレート・ベンチャー・キャピタルは戦略目的を重視しないと成功しないという立場である。Gompers and Lerner (1998) ではコーポレート・ベンチャー・キャピタルの母体企業の戦略と一体となってその展開をはかっていかなければコーポレート・ベンチャー・キャピタルとしての成功はないと指摘し、キャピタルゲインの獲得を目指すコーポレート・ベンチャー・キャピタルについては、母体企業の戦略と一致しない部分が多くあり、コーポレート・ベンチャー・キャピタルとしての成功はないと主張した。

一方、Hardymon (1983) や Siegel (1988) はキャピタルゲインを意識した投資を行うことが結果的に優良な企業への投資につながり、母体企業への戦略にも寄与するとした。

また Weber (2005) も同様の指摘を行った。

本論文においては、日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルが実際にどのような投資目的のもとに投資を行っているかを分析し、そのうえで日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルが投資を行ううえで戦略性を重視した投資を行っていることを明らかにする。さらに日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルにおいては外部のベンチャー・キャピタル (Venture Capital) と共同で設立したものが多く、投資目的について課題がある。

## 1. コーポレート・ベンチャー・キャピタルに関する先行研究

### 1.1 アメリカにおけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの展開<sup>1)</sup>

コーポレート・ベンチャー・キャピタルが最初に活用され始めたのは、1960年代の中盤くらいからである。アメリカのフォーチュン500に登場するような大企業のうち、1960年代後半から1970年代前半にかけて、25%以上の大企業でコーポレート・ベンチャー・キャピタルのプログラムを導入した。このアメリカで行われたコーポレート・ベンチャー・キャピタルには二つのタイプがあった。

一つめのタイプは母体企業の外部に投資を行うタイプのコーポレート・ベンチャー・キャピタルであり、その投資目的は主に外部の有望なベンチャー企業との友好的な関係を築くことでシナジー効果など様々な戦略を持ったものであった。もう一つのタイプは母体企業の内部の事業や、母体企業の内部から起業するものに投資するタイプのコーポレート・ベンチャー・キャピタルである。これらのコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的は、母体企業の内部に対する起業家精神を育てることなどである。

アメリカにおけるこれらのコーポレート・ベンチャー・キャピタルに関する取組みは、年々活発になり、1986年には20億ドルにも達していた。

しかしコーポレート・ベンチャー・キャピタルの活動が活発になり、多くの企業が取り組みようになると、コーポレート・ベンチャー・キャピタルの活動に失敗し、退出するものも出てきた。このことなどからコーポレート・ベンチャー・キャピタルに関して多くの研究がなされるようになった。特に何をもってコーポレート・ベンチャー・キャピタルの成功とするか、またこれに関連してコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的に関する研究は多く行われている。アメリカにおけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的には、大きくわけて二つのタイプがある。

まず一つの立場としては、コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的は、母体企業の戦略に基づいて投資されるべきであるという立場である。この場合コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資の成功は、母体企業の戦略目的の達成となる。もう一つの立場としては、キャピタルゲインを重視する立場である。この場合コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資の成功は、キャピタルゲインの獲得となる。

本論文においては、日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルが実際にどのような投資目的のもとに投資を行っているかを分析し、そのうえで日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的について考察する。

## 1.2 コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的に関する先行研究

コーポレート・ベンチャー・キャピタルは戦略目的を重視しないと成功しないという立場である。Gompers and Lerner (1998) ではコーポレート・ベンチャー・キャピタルの母体企業の戦略と一体となってその展開をはかっていかなければコーポレート・ベンチャー・キャピタルとしての成功はないと指摘し、キャピタルゲインの獲得を目指すコーポレート・ベンチャー・キャピタルについては、母体企業の戦略と一致しない部分が多くあり、コーポレート・ベンチャー・キャピタルとしての成功はないと主張した。Chesbrough (2002) も事例をあげてキャピタルゲインを重視するコーポレート・ベンチャー・キャピタルは株価が高くなれば大きく増え、株価が低くなれば減るだけと指摘し、これらのコーポレート・ベンチャー・キャピタルの母体企業には明確な戦略がないと指摘した。

一方、Hardymon(1983)や Siegel(1988)はキャピタルゲインを意識した投資を行うことが結果的に優良な企業への投資につながり、母体企業への戦略にも寄与するとした。また Weber (2005) も同様の指摘を行った。ここで Hardymon らが指摘するコーポレート・ベンチャー・キャピタルがキャピタルゲインの獲得することを投資目的とすることについては、あくまでも戦略性を持つコーポレート・ベンチャー・キャピタルが同時的にキャピタルゲインの獲得も目指すというものであり、コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的そのものがキャピタルゲインの獲得のみを目指すというわけではない。

なお本論文におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの定義はChesbrough(2002)より引用する。Chesbrough(2002)は、「コーポレート・ベンチャー・キャピタルとは一般事業企業がベンチャー企業へ直接投資する活動」と定義づけ、また近年においてもコーポレート・ベンチャー・キャピタルにおいて、「単なる財務目的を超えて、既存戦略を推進させたり、既存商品の補完を図ったり、さらには新たな市場を創発させたりとより高次元の目的に向けた投資が進められている。」と指摘している。

## 2. 日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資形態<sup>2)</sup>

日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルは、1990年代においてバブル崩壊を経て、全ての研究開発を自前で行えなくなったことなどを背景に多く取り込まれるようになってきている。以下のとおり、日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルは、日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルは大手の製造業や情報産業などが中心となっている。またアメリカのコーポレート・ベンチャー・キャピタルと比較すると、あまり規模が大きくないものが多いが、活動するコーポレート・ベンチャー・キャピタルの数は多くなっている。

図表1. 戦略性を重視する日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタル

| 1 母体企業      | 2 名称                             | 3 ファンド規模 | 4 コーポレート・ベンチャー・キャピタルへの出資形態 |
|-------------|----------------------------------|----------|----------------------------|
| 1. ニフティ     | WING                             | 15 億円    | 間接投資型                      |
| 2. ニッセン     | ニッセン・ベンチャー・ファンド                  | 非公表      | 間接投資型                      |
| 3. NEC      | BIGLOBE ファンド                     | 30 億円    | 間接投資型                      |
| 4. リクルート    | 株式会社リクルート<br>インキュベーション<br>パートナーズ | 20 億円    | 直接投資型                      |
| 5. デジタルガレージ | DG インキュベーション<br>ション              | 15～20 億円 | 間接投資型                      |

(出所) 筆者作成

#### (1) ニフティ (WING)

外部のベンチャー・キャピタルと共同で設立し、ニフティと高い相乗効果が期待できる有望なベンチャー企業への投資と支援を行う。ニフティ独自の新規事業に加え、ベンチャー企業への投資を通じて技術や知識、ノウハウなどを取り込むことにより、相乗効果を発揮して事業展開の加速を狙うことを目的とする。

#### (2) ニッセン (ニッセン・ベンチャー・ファンド)

外部のベンチャーキャピタルと共同で設立し、社内外の経営資源を融合して、新規事業の開発を加速させ、母体企業の経営資産と他社の有望なビジネスモデルを融合することで、母体企業および投資先の企業価値を高めることを目標とする。

#### (3) NEC (BIGLOBE ファンド)

外部のベンチャーキャピタルと共同で設立し、ベンチャー企業への支援とアライアンスを通じて、母体企業の重点領域を更なるスピード感を持って推進することと、新規事業創出を目的とする。

#### (4) リクルート (株式会社リクルートインキュベーションパートナーズ)

様々な技術・ノウハウ・知見を持つ企業との協業・R&D を、よりスピード感を持って意思決定し推進していくべく、独立した専任の投資執行主体としてコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立した。

#### (5) デジタルガレージ (DG インキュベーション)

外部のベンチャーキャピタルと共同で設立し、インターネット関連事業において、投資先企業との提携を推進することを目的とする。

図表2. 戦略性とキャピタルゲインの獲得を重視するコーポレート・ベンチャー・キャピタル

| 1 母体企業            | 2 名称                  | 3 ファンド規模 | 4 コーポレート・ベンチャー・キャピタルへの出資形態 |
|-------------------|-----------------------|----------|----------------------------|
| 1. 日立製作所          | 日立 CVC ファンド           | 100 億円   | 直接投資型                      |
| 2. セプテーニ・ホールディングス | セプテーニ・アライアンス・ファンド     | 非公表      | 直接投資型                      |
| 3. トランスコスモス       | コーポレート・ベンチャー・キャピタル事業部 | 非公表      | 直接投資型                      |

(出所) 筆者作成

#### (1) 日立製作所 (日立 CVC ファンド)

IT 分野、バイオテクノロジー、及び MEMS 投資を通じて日立製作所の事業へ貢献する事。具体的には、先進ベンチャー企業との事業提携や、社内 R&D へのフィードバック、スピナウト支援を目的とする。なおこれらの投資によるキャピタルゲインの獲得も目指す。

#### (2) セプテーニ・ホールディングス (セプテーニ・アライアンス・ファンド)

母体企業の中期経営計画の達成に資するためのクライアントに対する提供付加価値の増大を目的とする。イグジットを狙った投資を行うだけでなく、自社新規事業開発の推進ならびに未公開企業への投資事業、さらには発行体 (投資先) 企業の行う事業への強力なコミットメントを通じて、発行体企業及び自社の企業価値を向上させること。

#### (3) トランスコスモス (コーポレート・ベンチャー・キャピタル事業部)

新技術・新ビジネスモデルを持つベンチャー企業への投資と新規事業開発の投資を目的とするものである。投資の方針としては大きく分けて二つあり、一つは連結対象として継続的拡大を目指すマジョリティー投資である。もう一つは計画的な持ち分の売却により、利益実現を目指すマイノリティ投資である。

### 3. コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的に関する考察

#### 3.1 戦略的目的を重視する日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタル

日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの特徴としては、そのほとんどが戦略性を重視した投資を目的にしているということである。多くのコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的が特に母体企業を中心となる事業の研究開発への貢献であったり、投資先企業との提携関係を構築することを投資目的としている。本論文の分析では、Chesbrough (2002) らが指摘するような母体企業の戦略がなく、キャピタルゲインの獲得のみを目的とするようなコーポレート・ベンチャー・キャピタルは見受けられなかった。これらのことから、日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルは Gompers and Lerner (1998) や Chesbrough (2002) の立場に近い形で投資を行って



るということである。投資目的にキャピタルゲインの獲得を含むコーポレート・ベンチャー・キャピタル

一方、キャピタルゲインを目的としたコーポレート・ベンチャー・キャピタルがないわけではないが、キャピタルゲインの獲得のみを目的とするコーポレート・ベンチャー・キャピタルは少なく、基本的には戦略性を持つ投資とキャピタルゲインの獲得の双方を投資目的に持つというものである。

### 3.2 他のベンチャーキャピタルとの利害関係と投資目的

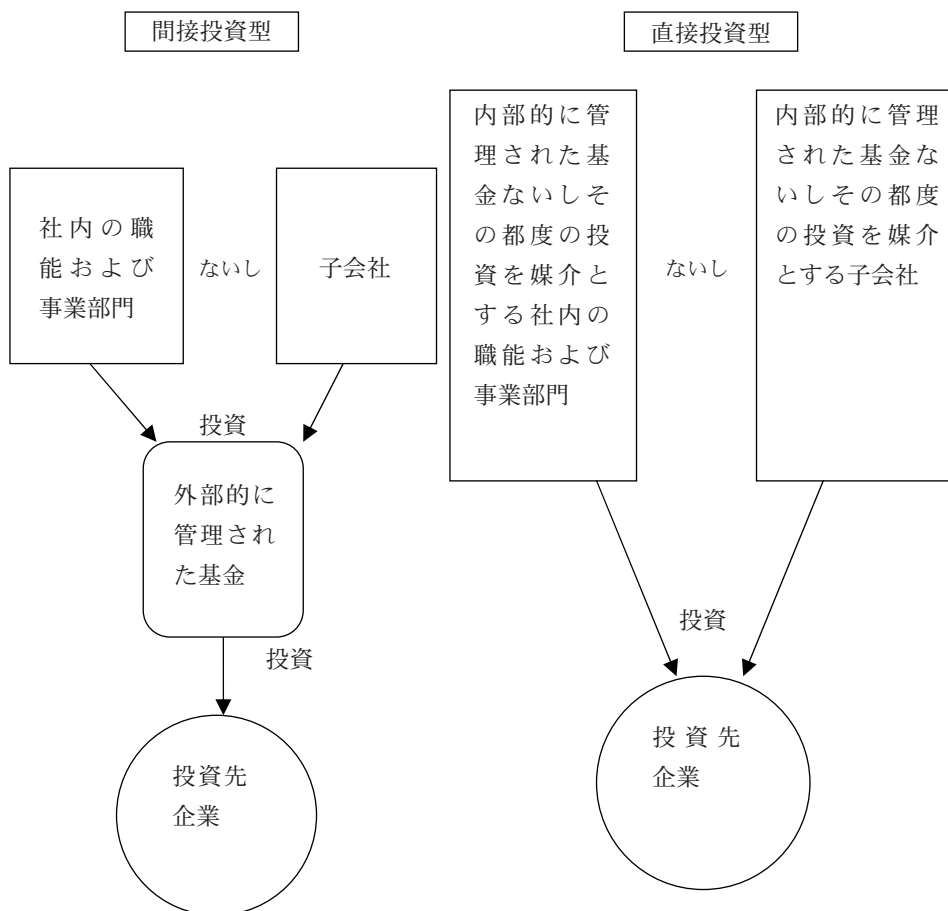
コーポレート・ベンチャー・キャピタルには図表3に示すように直接投資型と間接投資型という二つ投資形態がある。直接投資型のコーポレート・ベンチャー・キャピタルとは母体企業が自らコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立し、運営する形態となっている。間接投資型のコーポレート・ベンチャー・キャピタルとは外部のベンチャー・キャピタルなどと共同でコーポレート・ベンチャー・キャピタル設立するなどし、他の外部主体にコーポレート・ベンチャー・キャピタルの運営を任せるものである。本論文においてコーポレート・ベンチャー・キャピタルの設立にあたり、外部のベンチャーキャピタルと共同もしくは提携してコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立した企業が多かった。その目的としては、McNally(1997)が指摘する間接出資形態をとっているということである。間接出資形態とは母体企業がコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立するに際して、ベンチャー企業への投資ノウハウ等がないために外部のベンチャー・キャピタルに運用を任せたり共同でコーポレート・ベンチャー・キャピタルを運営することである。

アメリカにおけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルは、すでに1960年代から活用されているが、日本においてコーポレート・ベンチャー・キャピタルが積極的に活用されるにいたったのは、ここ数年のことである。このため日本企業が新しくコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立するさいに、ベンチャー企業に投資するノウハウはアメリカのコーポレート・ベンチャー・キャピタルなどに比べて乏しいのが現状である。このことから、日本企業は新しくコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立するさいに、ベンチャー企業へ投資するノウハウを持つベンチャー・キャピタルと協調することにより、ベンチャー企業へ投資する戦略的なメリットの享受と、投資に対するリスクの軽減を意図したといえる。このことは、日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルにとって大きな意義のあることであるといえる。McNally(1997)は間接投資型のコーポレート・ベンチャー・キャピタルについて投資などに関する学習を目的としているが、その意味では理にかなった手法を用いている。

またこのことから、日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの活動において外部のベンチャー・キャピタルが大きな役割を果たしていることがわかる。しかしこの外部のベンチャー・キャピタルと共同で設立されたコーポレート・ベンチャー・キャピタルには投資目的という面での疑問が残る。コーポレート・ベンチャー・キャピタルは母体企業の戦略を達成する目的で設立されたものである。しかし共同設立した外部のベンチャー・キャピタルはそもそもキャピタルゲインを求めるものである。コーポ

レート・ベンチャー・キャピタルの母体企業の戦略とは無縁であるために、投資案件によっては投資目的の違いから両者の間に利害が合わないような状況が生じる可能性もある。このような外部とのベンチャー・キャピタルと共同で設立したコーポレート・ベンチャー・キャピタルについては、意義のあることではあるが、ベンチャーキャピタルとの間に協調関係を構築し機能させていく必要がある。これらの課題をどのように調整し、展開していくかが今後の課題となる。

図表3. コーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資形態



(出所) McNally (1997) より筆者作成

## おわりに

本論文はコーポレート・ベンチャー・キャピタルの研究としてアメリカにおいて長年議論されているコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的について考察したものである。この議論においては、二つの立場があり、コーポレート・ベンチャー・キャ

ピタルは戦略目的を重視しないと成功しないという立場とキャピタルゲインを意識した投資を行うことが結果的に優良な企業への投資につながり、母体企業への戦略にも寄与するという立場である。

本論文においては、日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルが実際にどのような投資目的のもとに投資を行っているかを分析し、そのうえで日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルが投資を行ううえで戦略性を重視した投資を行っていることを明らかにした。Chesbrough (2002) らが指摘するようなキャピタルゲインの獲得のみを主目的に置くようなコーポレート・ベンチャー・キャピタルは本論文の分析では見受けられなかった。また日本のコーポレート・ベンチャー・キャピタルにおいて外部のベンチャー・キャピタルと共同で設立したものが多いということを明らかにした。このことが本論文のテーマであるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的という観点から、外部のベンチャー・キャピタルと利害が合わないような可能性もはらんでおり、なんらかの調整などを行わなければならない課題であると指摘した。

#### 注

- 1) アメリカにおけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの展開については、Block and MacMillan (1993), Fast (1978), Gee(1994), McNally (1997), Paul and Gompers (1998), Venture Economics (1986) を参照。
- 2) 日本におけるコーポレート・ベンチャー・キャピタルの投資目的については、プレスリリースやホームページなどをもとに作成。
- 3) McNally, (1997)はコーポレート・ベンチャー・キャピタルへの出資形態として直接投資型と間接投資型を分類した。直接投資型とは母体企業が直接出資し、母体企業が中心となって投資を行うものである。間接投資型とは母体企業がコーポレート・ベンチャー・キャピタルを設立するに際して、ベンチャー企業への投資ノウハウ等がないために外部のベンチャー・キャピタルに運用を任せたり共同でコーポレート・ベンチャー・キャピタルを運営することである。この間接投資型の目的は、母体企業にベンチャー企業への投資するノウハウを学習することや、補うことである。

#### 参考文献

- 小椋康宏 (2006) 「日本のベンチャー・キャピタルの投資行動基準—アンケート調査をもとにして—」『現代社会研究』第2号, 東洋大学現代社会総合研究所, pp.13-20.
- 柿崎洋一 (1998) 「コーポレート・ベンチャーキャピタルと企業間協調」『経営研究所論集』第21号, 東洋大学経営研究所, pp.33-51.
- 忽那憲治 (1997) 『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社.
- 忽那憲治 (1999) 『日本のベンチャー企業』日本経済評論社.
- 忽那憲治 (2003) 「新規開業時の資金調達と金融機関の役割—民間金融機関と政府系金融機関の比較分析—」『新規開業研究会 調査研究報告書』中小企業総合研究機構, pp.86-116.
- 経済同友会 (2004) 『「イノベーション」で新たな成長の基盤を築く』経済同友会.
- 経済同友会 (2005) 『ベンチャー企業による新事業創造を促進するための提言』社団法人経済同友



会新事業創造委員会大企業の行動部会。

- 清水健太(2007a)「コーポレート・ベンチャー・キャピタルによる新事業創造に関する一考察」『経営力創成研究』第3号, 東洋大学経営力創成研究センター, pp.27-35.
- 清水健太(2007b)「カーブ・アウトによるコーポレートベンチャリングに関する経営学的研究」『経営行動研究年報』第16号, 経営行動研究学会, pp.64-67.
- 飛田幸宏 (2004)「事業創造に関するコーポレート・ベンチャーの体系と課題」『経営行動研究年報』第13号, 経営行動研究学会, pp.53-57.
- 飛田幸宏 (2000)「新規事業創造の企業戦略に関する一考察」『高崎経済大学論集』43号、高崎経済大学学会、pp.45-57.
- Block, Z. and Ornati, O. (1987). “Compensating Corporate Venture Managers,” *Journal of Business Venturing*, 2,pp.41-52.
- Block,Z,and I.C. MacMillan (1993) *Corporate Venturing : Creating New Businesses within the Firm*, Harvard Business School Press.
- Bygrave,W.D (1988) “The Structure of Investments Networks of by Venture Capital Firms,”*Journal of Business Venturing*,3,pp.137-158.
- Bygrave,W.D (1989), “Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Stated 1978-1984 Networking Perspective,”*Journal of Business Venturing*,4,pp.93-105.
- Chesbrough, H.W. (2002) ”Making Sense of Corporate Venture Capital”, *Harvard Business Review*,vol.80(3), March, pp.90-99.
- Fast,N. (1978).*The Rise and Fall of Corporate New Venture Divisions*, Ann Arbor, Michigan,UMI Research Press.
- Gomoers.PA and Lerner ,J. (1988)The Determinants of Corporate Venture Capital Success : Organizational Structure,Incentives and Complementarities,NBER Working Paper W6725
- Hardymon, G., DeNino, M. and Salter, M. (1983), “When Corporate Venture Capital Doesn’t Work,” *Harvard Business Review*, 61: pp.114-120..
- Kann,A. (2000)Strategic Venture Capital Investing by Corporations : A Framework for Structuring and Valuing Corporate Venture Capital Programs,PhD Dissertation,Stanford Univ.
- Lerner,J. (2001)A Note on Corporate Venture Capital,Harvard Business School case,pp.
- McNally,K.(1997) *Corporate Venture Capital : Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector*, Routledge.

#### 【付記】

本論文を作成するにあたり、主指導教授である小椋康宏先生をはじめ、本研究センターの研究員である董晶輝先生ならびに多くの諸先輩方のご指導をいただいたことに、心からのお礼を申し上げます。