

〈論文〉

早稲田大学 WBS 研究センター
早稲田国際経営研究
No.47 (2016) pp.83-88

CVC 投資の新たな投資分類カテゴリーの提示

樋原 伸彦*

Modeling New Categories of CVC Investments

Nobuhiko Hibara

要 旨

本研究は、CVC 投資のこれまでの分類を紹介した上で、より実践的で説得力のある分類カテゴリーを、補完性 (complementarity) と代替性 (substitution) の概念を用いて提示する。その新たな分類により、従来からの CVC 投資を巡る、戦略的リターン (strategic returns) と投資リターン (financial returns) はトレードオフである、という議論を回避することが可能になる。

Abstract

This study introduces CVC investment models and proposes a more practical and convincing one based on the concepts of complementarity and substitution. Compared to Chesbrough (2002)'s model, we can avoid the trade-off; strategic and financial returns, which may not be conflicting in practice.

1. CVC 投資の意義

事業会社の新たな投資機会の探索の一つの方法として、コーポレート・ベンチャー・キャピタル (Corporate Venture Capital、以下では CVC) という組織を設立し、それを通して事業会社の外の企業 (主にベンチャー企業) へ投資する事例が近年増加してきている。

背景として、特に ICT あるいは製薬・バイオのようないわゆるハイテク・セクターでは、事業会社の中に既にあるリソース及び技術シーズには限界があり、事業会社内での投資では魅力的な新規事業を開拓するのが難しくなっているという状況がある。その状況を克服するため、いわゆるオープン・イノベーションが多くのある事業会社で求められる中で、CVC という投資のための組織形態へのニーズが高まってきている。そのことは、これまでの先行研究によって、例えば、Dushnitsky and Lenox (2006) は CVC 投資を多くしている事業会社のほうが企業価値が相対的に高いことを示したように、徐々に明らかにされつつある。

* 早稲田大学大学院商学研究科 准教授

また、一方、投資を受けるベンチャー企業の側でも、CVC からの投資を受け入れることへの期待が強まっている。2000年に入ってからの IT バブルの崩壊、2008年以降のリーマンショック、と資本市場が頻繁に危機に見舞われる中、機関投資家の資金を原資としたベンチャー企業への資金提供機能（特に通常のベンチャー・キャピタル、以下では VC、の機能）が低下する中、それを補完するように、事業会社の内部資金が CVC を経由して有望なベンチャー企業に流れるようになってきている。

元来、ベンチャー企業は、CVC を通した事業会社からの資金提供には懐疑的であった。というのも、CVC 投資が、資金提供した事業会社が自社の既存事業とのシナジー（あるいは、将来競合相手となる可能性の排除）を目的とした戦略的誘因（Strategic Motivations）ではないかと警戒する場合が多かったからだ。特に、IT バブル崩壊前の90年代後半の IT セクターにおいては、通常の VC からの資金提供がふんだんにあったため、事業会社からの投資は受け入れるべきではないという風潮が非常に強かった。特に IT セクターでは、知的財産の保護に限界があったため、なけなしのベンチャー企業の技術が投資した事業会社に事実上持って行かれてしまう事象は少ないとは言えなかった。例えば、Dushnitsky and Shaver (2009) はそのような実例を確認している。

しかしながら、ベンチャー企業にとって CVC は悪い影響をもたらしているだけではない。通常の VC に比べて、実際にそのベンチャー企業の事業内容とより関連性の高い事業を自ら既に行っているわけで、技術シーズの評価能力、その事業と適合性の高い人材の発掘能力、事業の運営へのアドバイス力等々は、相対的に高く、ベンチャー企業の事業の成功確率及び企業価値を高める傾向が現実にある。米国の IPO 企業での実証分析でも、CVC が IPO 前から投資していた企業の企業価値は、通常の VC が投資していた企業に比べて高いという結果が出ている（例えば、Maula and Murray 2002）。また、日本の IPO 企業のデータを用いて、Hibara and Wang (2012) は、CVC が投資していた企業が相対的に高い企業価値を実現したことを示している。

更に、最近の金融危機の後で IPO 市場が不振に陥った際、投資のエグジットとしての IPO のチャンスが減ってきてしまった場合、投資のエグジットとして M & A のシェアは増えてきている。CVC からベンチャー企業が投資を受けている場合、CVC の親会社である事業会社はそのベンチャー企業を買収する場合もあり、ベンチャー企業からみるとその可能性を手に入れておくことは魅力的であり、CVC からの投資を欲する一つの理由となってきた。

以上のように、CVC 投資は、投資を受けるベンチャー企業に対して、様々な影響を与える。また、それと同時に、CVC 投資は当然のことながら、投資を行う事業会社自体にも大きな影響を与える。

2. 事業会社にはどのような影響を与えるのか

CVC への研究の関心の高まりの端緒となったのは、Harvard Business Review に掲載された Chesbrough (2002) で、タイトルが “Making Sense of Corporate Venture Capital” という論文である。その論文中で、Chesbrough は下のような図に基づき、CVC 投資を四つのカテゴリーへの類型化することを試みている。

縦軸に、投資対象のベンチャー企業のビジネス内容の特性と、CVC 投資を行う事業会社の



Operational Capability との関連性の強弱でプロットし、横軸で事業会社の CVC 投資の動機付けを Strategic（戦略的）か Financial（投資目的か）かで分け、4つのスペースでの類型化を行っている。

Driving スペースは、その企業の現在の事業戦略をより押し進める可能性があるベンチャー企業への投資を意味する。例えば、現在、その事業会社が携わっているビジネスにおいて供給システムにおけるボトルネックが存在したとした場合、投資しているベンチャー企業の製品・サービスが成功すればそのボトルネックが解消され、事業会社のパフォーマンスが上がるということが予想される場合などがこれにあたる。

Enabling スペースは、事業会社が現在携わっているビジネスと何らかの経路で補完関係となるようなベンチャー企業のビジネスへの投資を意味する。Operational Capability との関連性は薄いながらも、そのベンチャー企業が成長すれば、事業会社への需要が増えると期待されるような場合が考えられる。

Emergent スペースは、Operational Capability 上は強い関連性があるものの、事業会社の現状の事業戦略を続けている限りは、あまり Strategic なベネフィットが生じるとは考えにくい領域で活動するベンチャー企業への投資を意味する。今後の事業会社の事業戦略転換、あるいは、外部環境の変化によっては、大きな strategic value をもたらす可能性はもちろんあるが、現状のところは financial returns しか期待しにくい投資とも言える。

Passive スペースは、Operational Capability 上の関連性も薄いため、かなり純粋な投資目的のみの投資として認識されるものを示す。

この類型化における、横軸の Strategic Motivations か Financial Motivations かという区分けは CVC を巡って頻繁に交わされる議論である。ほとんどの事業会社は、弊社の CVC 投資はすべて Strategic Motivations のみで、Financial Motivations からの投資は一切ない、と語る。

その言葉はおそらく真実であるのだが、このように二つの Motivations に単純化して、「CVC 投資は戦略目的のみ」と考えるのは賢いやり方なのであろうか。Chesbrough の上記の分類でも、Emergent スペースにおける投資も CVC 投資の一類型と考えられるのだが、いずれにしても、この単純な二分方は CVC 投資の本質を見誤る可能性が高い。実際、これまで最もパフォーマンスが良い CVC と言われるインテル・キャピタルの投資担当者は「当社の投資は strategic であると同時に、CVC 投資を長続きさせるためには相応の financial returns も求める。」と言っている。

3. インテル・キャピタルの投資対象

そのインテル・キャピタルの投資対象も、Fellers (2002) によれば、下記の4つのカテゴリーに分類されている。

一つ目は、いわゆる「ギャップを埋める新技術」といわれるもので、インテル本体のビジネス開発において必要不可欠あるいはそのインテルにおける開発を促進するような効果を持つ新たな技術を開発しようとしているベンチャー企業がその対象となる。

また、二つ目は、「市場開発」を目論んだ投資である。これは必ずしも技術開発への投資とは限らない。先進国では既に行き渡ってしまったインテル関連の製品・サービスを発展途上国で販売しようとしている企業などへの投資が考えられる。既存インテル製品の新たな需要開拓の方向で動こうとしている企業へのサポート投資としてとらえることができる。

三つ目に分類されているのは、「エコシステム促進」のカテゴリーに属する投資だ。その投資対象となるベンチャー企業の製品が上市され売り上げを伸ばせば、それと同時にインテルの製品に対する需要も伸びることが予測されるようなケースである。このような企業が多く生まれ、インテルのビジネスにとっての「より望ましいエコシステム」が形成されるのを狙った投資と言える。

最後の四つ目は、「耳目を引くような技術開発」への投資である。現在のインテルの事業領域とは関連性が薄いものの、世界で注目を今とにかく浴びている新技術の開発にある程度を投資をしておこうという発想からの投資と考えられる。その投資の中でいくつかは、将来インテル自体の事業領域に変更があった場合、あるいは外部環境が変化した場合、インテル社に戦略的なリターンをもたらせてくれることを期待した投資と言える。

これらインテルの四つの投資対象カテゴリーが、上記の Chesbrough の四分類のいずれにあてはまるかどうか考えてみたい。恐らく、一つ目と二つ目の「ギャップを埋める新技術」及び「市場開発」は Driving スペースでの投資と言える。インテルの既存事業との結びつきは非常に強く、投資先のベンチャー企業の成長はインテルのパフォーマンスを上げる可能性が期待される。一つ目の「ギャップを埋める新技術」はインテルの供給サイドの改善によりそれが実現するだろうし、二つ目の「市場開発」はインテル製品へより多くの需要を生み出すことによってそれを可能とするだろう。

三つ目の「エコシステム促進」型の投資は、Enabling スペースでの投資と考えられる。インテルの既存の事業プロセスとはあまり関連性は高くないものの、投資先ベンチャー企業の成長がインテルへの需要を喚起するわけで、期待される Strategic value が高い投資と言える。

四つ目の「耳目を引くような技術開発」は、Passive あるいは Emergent のスペースに分類されるものと考えることができよう。インテルの既存事業との現在の「距離」によって、どちらに分類されるか決めうるであろうが、いずれにしても、financial returns を企図した投資とは言えない。この点では、Chesbrough の四分類は、現実の CVC 投資を完全にはカテゴリー分けできていないのかもしれない。

4. 新たな分類モデルの提示

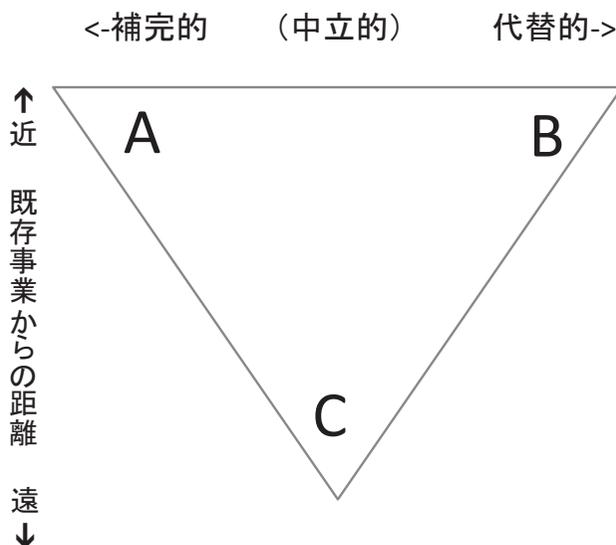
事業会社の CVC 投資は（少なくとも事前的には）Strategic な動機に基づいて行われている。当初の

段階から投資リターンだけを求めた CVC 投資は極めて限定的であろう。その意味で、Chesbrough の四分類の横軸は何らかの修正が必要と考えられる。

Hellmann (2002) では、投資先であるベンチャー企業と事業会社のビジネスの間に、補完性 (complementarity: ベンチャー企業の業績が伸びれば、事業会社の業績も伸びる関係) があれば、事業会社の CVC による投資が望ましく、代替性 (substitution: ベンチャー企業の業績が伸びれば、事業会社の業績が低迷する関係) があれば、事業会社とは一切関係のない独立系の VC からベンチャー企業は投資を受けることが望ましい、ということを経験モデルから導きだしている。

しかしながら、現実には、代替性の関係にあるベンチャー企業にも事業会社は CVC による投資を行う場合がある。一つの理由は、たとえ現状、代替性 (あるいはカニバリゼーション) が強くとも、事業会社の事業戦略が将来変更になる可能性も考慮し、その場合のオプション・バリューを念頭に置いた CVC 投資もあり得る。

これらの状況を考慮して、本稿では、下記のような新たな分類モデルを提示したい。



三角形になることの背景は、事業会社の既存事業との距離が離れれば、事業会社の事業と投資先であるベンチャー企業の事業の間に生ずる可能性のある補完性及び代替性は、両方減じていくはずで、その意味において、より中立性が増すはずだ。

この新モデルにより、インテルの四つの投資カテゴリーは、図のAからCに、補完性の程度と、既存事業との距離の程度によって、マッピング可能であるはずだ。また、代替性のあるベンチャー企業への CVC 投資は、図のBからCの方向で、同様にマッピングされよう。この新モデルによって、CVC 投資の対象及び投資基準に悩む事業会社によりベターな指針を与えうることになる。

参考文献

- [1] Chesbrough, T (2002) "Making Sense of Corporate Venture Capital," *Harvard Business Review* 80 (3): 90-99.
- [2] Dushnitsky, G and M. Lenox (2006) "When Does Corporate Venture capital Investment Create Firm Value," *Journal of Business Venturing* 21 (6): 753-772.
- [3] Dushnitsky, G and J. M. Shaver (2009) "Limitations to Interorganizational Knowledge Acquisition: The Paradox of Corporate Venture Capital," *Strategic Management Journal* 30 (10) : 1045-1064.
- [4] Hellmann, T (2002) "A Theory of Strategic Venture Investing," *Journal of Financial Economics* 64: 285-314.
- [5] Fellers, C. R. (2002) "Inside Intel Capital," *Venture Capital Journal*, April 2002