

Title	大手企業におけるCVC投資活性化要因に関する考察
Author(s)	村上, 隆介
Citation	年次学術大会講演要旨集, 35: 110-112
Issue Date	2020-10-31
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/17342
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

大手企業におけるCVC投資活性化要因に関する考察

○村上 隆介（一橋大学 経営管理研究科 IMPP）
ba189804@g.hit-u.ac.jp

1. はじめに

1.1. 研究背景

事業会社によるスタートアップへのコーポレートベンチャーキャピタル（以下、CVC）投資は、本邦においても増加基調にあり、その裾野はビジネスサイクルの速いサービス系事業領域から、近年はベンチャー投資の中でも比較的難易度が高いとされる **Hard Tech** や素材産業領域まで拡大している。

一方で、このような領域における CVC 投資を、政策的支援が本格化する以前より継続的に実施していた企業は限られており、例として素材産業に注目すると、2010 年以前から体系的な CVC 活動を継続して来た日系企業は 2 社のみである。CVC には周期的な傾向がある事が先行研究からも確認されているが、類似産業内においても顕著な企業間の行動差異が発生するのはなぜであろうか。

本研究においては、CVC 投資の中でも特に大手企業による技術開発型ベンチャー向け投資に焦点を当て、CVC 投資活性化要因（又は阻害要因）を明らかにすることで、今後更なる拡大が期待される CVC を通じたイノベーションへの資源動員への洞察を得たい。

1.2. CVC の定義

CVC は既存企業がスタートアップとの連携を通じてイノベーションを推進する「コーポレートベンチャリング（以下、CV）」の一類型として捉えられ、CV には事業会社によるスタートアップとの業務提携、出資・買収や合弁会社設立、知的財産ライセンス・売買等の技術市場取引が含まれる。このうち、スタートアップへのマイノリティ出資の形態を伴う CV が一般的な CVC とされる。

CVC を更に分類すると、(1) 事業会社からベンチャーキャピタルへのリミテッドパートナーシップ投資を通じた間接投資、(2) 事業会社が組成した CVC ファンドを通じてのスタートアップへの投資、(3) 事業会社自体からスタートアップへの直接投資の 3 類型が挙げられ、本研究においては狭義の(2)、(3)を CVC と捉えることとしたい。

2. 先行研究

2.1. CVC 研究の全体像

CVC 研究はアントレプレナーファイナンスの一領域として経営学、ファイナンス系のジャーナルを中心に蓄積されており、その位置付けは Drover et al. (2017) [1]に、その分布は Rohm (2018) [2]に詳しい。初期の高引用度研究としては Gupta & Sapienza (1992) [3]が挙げられ、特定領域への Global 投資を行う CVC の投資性向等を明らかにしている。続いて Chesbrough (2002) [4]により CVC のオープン・イノベーション的な性質が、Dushnitsky & Lenox (2005 a,b) [5] [6]により CVC が特許測定上のイノベーション効果を高めている事、財務目的よりも戦略目的の CVC が企業価値を高める事が示され、以後多くの後続研究が生まれている。

研究の主な方向性を分類すると、①CVC 投資に至る先行要因、②CVC 投資が投資元（出資者・既存企業）に与える影響、③CVC 投資が投資先（出資先・スタートアップ）に与える影響の3つに分類することができる。

2.2. CVC 投資の誘引要素に関する研究

CVC 投資の誘引要素は人的側面、組織、産業軸からの整理が可能である。Dushnitsky & Shapira (2010) [7] は、個人への報酬の観点からベンチャーキャピタルと CVC を分析し、個人への高報酬がよりリスクの高い投資を誘引することを明らかにしている。人的側面からの分析はデータ取得の難易度等の背景から定量研究の空隙となっている。

組織軸からの分析では、Sahaim et al. (2010) [8] は出資元が過去の R&D により高い吸収能力を有していること、強い技術変化に晒されていること、余剰資源を有していることを CVC 誘引要素として挙げている。Ceccagnoli (2018) [9] は遠距離技術へのアクセスニーズ、研究段階との比較において事業化段階への接近を挙げる一方で、吸収能力面では科学力の高さよりも低さを CVC 誘引要素として示しており、議論が分かれる点として挙げられる。

産業軸からの分析では、産業内における知的財産の専有可能性の影響の解釈に差異があり、Dushnitsky & Shaver (2009) [10] では高い専有可能性が CVC 投資を誘引するとした一方で、Basu et al. (2011) [11] は低い専有可能性を誘引要素として挙げている。また、Tong & Li (2011) [12] はリアルオプションの観点から不確実性の高い外部環境において CVC の価値が M&A 比で高まり、出資者に選好されるとした。

2.3. CVC データに関する研究

CVC 研究の蓄積に伴い、CVC データソースおよびデータクレンジングに関する研究も進んでいる。Rohm (2020) [13] は 2018 年以前の 2,128 件の英文 CVC 研究のデータをレビューし、最も高頻度で使用されている商用データベースとして Refinitive 社 (旧 Thomson Reuter 社) による Eikon (旧名 Thomson One、VentureXpert、Venture Economics) を挙げ、同データベースと S&P Capital IQ の企業定義を掛け合わせ、フルサンプルから非公開投資、非 CVC、リミテッドパートナーシップ投資等を除外する形式でのデータクレンジングを推奨している。

この他の CVC データソースとしては使用頻度の高いものから順に CB Insights (旧 VentureSource、VentureOne)、Preqin、Crunchbase、Pitchbook が挙げられている。各データベースはそれぞれ特徴があり、特定のデータベースのみに使用を限定されるべきものではないが、CVC に関する定量研究を進める上で参考に値する。

2.4. CVC 事例に関する定性研究

素材産業のように CVC の難易度が高く普及が比較的后発であった分野においても、海外では浦木 (2011) [14] による BASF 社や木村、中西 (2017) [15] による欧米各社の事例が存在する。国内で他社に先行して継続的に CVC 投資を拡大している先進事例としては旭化成 (株) CVC が挙げられ、青島、村上 (2020) [16] のインタビュー調査からは、その成功要因をキーパーソンの存在、漸進的な社内認知の向上、初期の成功事例の重要性、現地採用人材による投資実績の蓄積、CVC の独立性と全社的シナジーの同時追及、事業多角化を尊重する企業文化の 6 要因により整理されている。

3. 仮説と研究方法

3.1. 仮説

前述の旭化成 CVC の事例のインタビューからは、過去の経営者による積極的な多角化路線が事業の新陳代謝を当然とし、新規事業や CVC に取り組みやすい組織風土 (社内人材流動文化) を醸成したのかもしれないとのコメントが得られている。旭化成だけでなく他産業事例においても、CVC 投資が活発な企業は、CVC を通じた M&A により出資先外部人材を社内に獲得し、獲得した人材を柔軟な人事制度により重用することで、レピュテーションの改善、CVC 出資好感度の上昇、被買収側ジレンマの緩和、出資成約増といった好循環を生んでいる可能性が考えられる。この点から社内外の人材流動が比較的活発であることが CV、CVC を円滑化しているとの仮説が考えられる。

3.2. データと手法

データについては、Rohm (2020) に倣い、Refinitive 社 Eikon のデータを他のデータベースで補強する形で 2000 年以降の Global な CVC 投資に関する基礎データを構成。柔軟な人事制度を代理する変数設定により、投資件数等との被説明変数との相関関係を把握する方向で解析を進める。

4. 議論

昨今、CVC 投資を通じたスタートアップとの業務資本提携は、有効な新規事業創出手法として国内各社も精力的に取り組んでいる。一方で、CVC の箱を作るだけでは不足との定性的な批判もあり、本研究は不足要因に関する考察を深めるためのエビデンスを提供できる可能性がある。

参考文献

- [1] Will Drover et al. "A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators", *Journal of Management*, Vol 43, 6, 1820-1853 (2017)
- [2] Patrick Röhm, "Exploring the landscape of corporate venture capital: a systematic review of the entrepreneurial and finance literature", *Management Review Quarterly*, Vol 68, 279–319 (2018)
- [3] Gupta and Sapienza, "Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments", *Strategic Management and Entrepreneurship*, Vol 7, 5, 347-362 (1992)
- [4] Chesbrough "Making sense of corporate venture capital." *Harvard Business Review* (2002)
- [5] Dushnitsky and Lenox "When do firms undertake R&D by investing in new ventures?" (2005a)
- [6] Dushnitsky and Lenox "When do incumbents learn from entrepreneurial ventures? Corporate venture capital and investing firm innovation rates." (2005b)
- [7] Dushnitsky and Shapira, "Entrepreneurial finance meets organizational reality: Comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalists" (2010)
- [8] Sahaim et al. "The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis" (2010)
- [9] Ceccagnoli "Corporate venture capital as a real option in the markets for technology" (2018)
- [10] Dushnitsky and Shaver, "Limitations to interorganizational knowledge acquisition: the paradox of corporate venture capital" (2009)
- [11] Basu et al. "Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why" (2011)
- [12] Tong & Li "Real Options and Investment Mode: Evidence from Corporate Venture Capital and Acquisition" (2011)
- [13] Patrick Röhm et al. "Identifying corporate venture capital investors – A data-cleaning procedure", *Finance Research Letters*, Vol 32 (2020)
- [14] 浦木 「CVC は企業の持続可能性を促進するツールになりえるか？」研究技術計画 Vol. 26 (2011)
- [15] 木村、中西「グローバルでの化学、素材産業のデジタル領域における取り組みとベンチャー企業」、*化学経済*、第 64 巻、14 号 (2017)
- [16] 青島、村上 「旭化成のコーポレート・ベンチャーキャピタルーベンチャー投資による新規事業の創出」一橋ビジネスレビュー, SUM, 68 巻 1 号 (2020)