

---

---

# CVC 戦略研究所 Monthly Report 第 2 号

- 2022 年 10 月・11 月合併号 -

---

## Contents

巻頭言	ウクライナのスタートアップ S Lab が 大賞を受賞 ～まきチャレ～	(株)CFスタートアップス 代表取締役/公認会計士	出縄 良人
注目CVCの【最新】投資事例とEXIT事例	「Apple 社」	(株)CFスタートアップス CVC 戦略研究所所長	福田 徹
スタートアップ投資候補案件紹介コーナー		(株)CFスタートアップス 代表取締役/公認会計士	出縄 良人
		(株)CFスタートアップス ECF 事業部長	佐藤 利洋
国内 CVC 関連最新ニュース (8/1～10/31) から	編集部		
CVC まめ知識			
～利益相反問題と DD における許認可リスクの発見～		(株)CFスタートアップス CVC 戦略研究所所長	福田 徹

---

## 巻頭言

### ウクライナのスタートアップ S Lab が大賞を受賞 ～まきチャレ～

株式会社 CF スタートアップス  
代表取締役 出縄 良人 (公認会計士)

---

CF スタートアップス代表の出縄です。

前号で紹介した「牧之原市チャレンジビジネスコンテスト」(まきチャレ)。静岡県の牧之原市が全国のスタートアップから地域企業とコラボするビジネスプランを募集し、海外スタートアップ 10 社を含む 91 社の応募がありました。9 月に行われた書類選考で 20 社のセミファイナリストを選んだ後、オンラインによる個別面談で各社のビジネスプランをブラッシュアップ。審査員に対するクローズドピッチにより以下の 10 社がファイナリストとして選出されました。

- ・ 株式会社ベンナーズ(福岡県福岡市中央区)
- ・ ロボ・スタディ株式会社(静岡県浜松市中区)
- ・ キーウェアソリューションズ株式会社(東京都世田谷区)
- ・ エイベックス・エンタテインメント株式会社(東京都港区)
- ・ 株式会社プラザクリエイト(東京都中央区)
- ・ GREENOVATOR PTE. LTD.(ミャンマー)
- ・ 株式会社といろ(千葉県市川市)
- ・ 株式会社レスティル(東京都千代田区)
- ・ フードメディック株式会社(大阪府大阪市)
- ・ S Lab(ウクライナ)

10 月 20 日のオープンピッチは、zoom による完全オンラインでこの 10 社が全国・全世界から熱のこもったプレゼンを行いました。審査委員として参加したのは審査委員長の牧之原市の杉本市長を筆頭に私を含む 6 名です。



オープンピッチ終了後の全出場者と審査委員の集合写真

審査の結果発表は 1 週間後に牧之原市相良総合センター「いーら」にて、表彰式を合わせてリアル開催されました。その様子は Youtube で全世界に配信されました。受賞者として表彰されたのは以下の通りです。

受賞	事業者名
まきチャレ大賞	S.Lab
まきチャレ準大賞	フードメテック株式会社
市長特別賞	株式会社ベンナース

※ このほか、金融機関特別賞（島田掛川信用金庫賞）に株式会社という、協賛企業特別賞（SUZUKI 賞、ハイナン賞、エノテック賞）に、それぞれ、株式会社プラザクリエイト、エイボックス・エンタテインメント株式会社、株式会社レスティルが選ばれています。

大賞を受賞した S Lab はウクライナのスタートアップです。キノコの菌糸と麻（ヘンプ）を使って発泡スチロールに代わる天然素材の緩衝材を開発。欧州ではサステナブルな循環型社会に貢献する事業として拡大して注目されています。今回、日本での事業の展開に当たり、麻に代えて、茶樹を使った製品の開発を牧之原市内の製茶業者等と共同開発するビジネスプランを提案いただきました。

牧之原市では農家の高齢化等により耕作放棄茶園が増加しています。耕作放棄茶園では伐根後に大量の茶樹の廃棄が発生します。また茶の高さを整えるため、3年に一度、台切りといって、茶を枝の部分から刈り取る作業が行われます。ここでも継続的に廃棄茶樹が発生します。全国一を誇る牧之原大茶園。茶葉として利用されない茶樹を使った製品開発の可能性に、牧之原市としても大いに期待しているところです。

**解決策**

キノコ菌糸体 + 麻 = 天然発泡スチロール

**拡張性を確保**

顧客の敷地内で40フィートコンテナに設立できる小規模工場

**役員**

**Julia Bialetska**  
代表取締役および共同設立者  
リーディングの役員10年、バイオテクノロジーの修士

**Eugene Tomilin**  
総括技術取締役および共同創設者  
組立製造主任、新入材料の作成

**Dasha Yesenka**  
タスマネーザ  
6ヶ月でファッションブランドを持続可能な包装に転換

**Vasyi Tymoschuk**  
産業エンジニア  
産業化実行

**牧之原市から日本全国、アジアへ事業を拡大**

後の計画としては、まず牧之原市に100%出資子会社（S Lab JAPAN）を設立、麻に代え、茶の木（耕作放棄地の根絶した茶の木や根含む）と、キノコの菌糸を組み合わせた発泡材を、牧之原市内の事業者とのコラボレーションにより共同開発したいと考えています。コラボレーションパートナーとしては、小茶園、高野製茶、荒畑園等製茶業者、粗粒物産等の地域産社、エム・スクアードなどの研究開発企業、梱包産装を手掛ける物流工業などの製造業者を想定しています。共同開発にあたっては、S Lab JAPANがコンテナの第1号工場を牧之原市内に設置。その後、産地から資本参加と地域金融機関からの資金調により、工場を建設。牧之原市の環境に優しい原材料を日本全国そしてアジアへと広げて参ります。

準大賞受賞のフードメディックは、茶葉の有効成分のカフェインやカテキン等が、エナジー飲料の成分と近いことに注目。茶葉を丸ごと粉末化した上でゼリー状にしたドリンク剤の試作品開発に成功しました。社長の藤村氏は大手食品メーカーでヒット商品の開発をしてきた経歴を持ちます。製品化にあたり、製茶業者との提携を前提としています

市長特別賞のベンナズ。大量に廃棄されている未利用魚の問題に着目し、加工調理した冷凍の未利用魚をサブスクにより消費者にお届けするサービスを開始。急速に業績を伸ばされています。今回は南駿河湾漁協様と連携して、牧之原産の未利用魚マーケットを広げるビジネスプランをご提案いただきました。水産資源が豊富なはずの日本ですが、漁業従事者が減少、魚の消費が減少している中、漁業・水産業を活性化しマーケットを拡大することに期待したいところです

まきチャレの大きな目的は、各地のスタートアップが牧之原市に事業拠点を設けていただき、地域の経済資源を活用して成長いただくことにあります。そのため、ファイナリスト、セミファイナリストの多くが牧之原市に新会社を設立して地域企業との資本業務提携等により事業を拡大するプランをご提示いただきました。しかも単なる机上のプランではありません。

S Lab は早ければ年内に子会社として S Lab Japan を牧之原市に設立。地域の製茶業をはじめとする地域有力企業からの資本参加を得つつ、地域の運送会社の倉庫を借りて試験プラントを開設する方向で話を進めています。欧州事業の本体では、VC または CVC からの資本調達も進めています。サステナブルな循環型社会に貢献する素材として、その製品は、緩衝材に留まらず建築資材等、他の分野にも利用を広げられる可能性があります。当社としても S Lab Japan 及び欧州の親会社に対しても資本調達支援等を通じて継続的に成長をサポートする所存です。

受賞は逃したもののマンマーの農業アプリ開発の GREENOVATOR も、日本の事業パートナーの GIANT と共同出資で年内に牧之原市に新会社を設立します。GREENOVATOR のアプリは、農家の生産計画、生産報告、物流及び販売支援を行うスマホアプリでマンマーのほかタイの農家に広く普及しているアプリ。その日本版の開発を進めます。このほか、フードメディック、レスティル、ロボ・スタディも牧之原市に新会社の設立を準備し、牧之原市を拠点としてビジネスプランに示された新事業を展開する予定です。

今回のファイナリスト 10 社、それぞれ地域との高い親和性をもつユニークな魅力的な事業として、ハイレベルの争いとなりましたが、10 社のうち上場会社が 3 社含まれていたことにも驚かされました。「まきチャレ」ではスタートアップの定義として、個人のアントレプレナーによる創業期の企業だけでなく、老舗企業や上場会社の新規事業も対象としています。上場会社の中では、エイベックス・エンターテインメントは、位置情報によってスマホに特定の音声流れる音声 AR 事業を提案。アニメのプロデュースの実績とノウハウを生かし、NHK で大河ドラマ化も検討されている田沼意次などユニークなキャラクターを使った牧之原市ゆかりのストーリーを制作して、観光事業とコラボする案を提案しています。またプラザクリエイトは地域事業者を建設や運営に巻き込んで自らが投資を行うグランピング事業を提案。キーウェアソリューションは、農業技術が見える化するアプリを生かして農業従事者によるメンタルヘルスケア事業を提案いただきました。

人口 4 万人余りの小さな牧之原市ではありますが、全国・全世界から地域とコラボするビジネスプランを集めたこと。しかもそのプランを実現すべく、一歩を踏み出した企業が多くあることは、地域全体のオープンイノベーションを推進し、地域を活性化をする新たな手法とし大いに評価できそうです。

---

## 注目CVCの【最新】投資事例とEXIT事例

### ～Apple社～

株式会社CFスタートアップス  
CVC戦略研究所所長 福田 徹

---

今回は、米国 Apple 社を取り上げます。

#### 1 Apple社のCVCは直接Apple社から

テック系の同業と異なり Apple 社は子会社など外部の組織としてCVCを設立していません。ただ、CVCとして別の投資ピークルを持っておりませんが、Apple 社は例えば Didi Chuxing に 10 億ドルを投資するなど活発な投資活動をしています。Apple 社のCVCとしての概要はあまり知られていません。また外部組織として持たない理由は公式には発表されていません。推測ですが、CVC を外部に設立すると、Apple 社の将来戦略が知られてしまうとか、外部組織を持つと Apple 社そのもののイノベーションのイメージが崩れてしまうから、などいわれています。

実際には、投資活動やスタートアップM&Aなどの活動は、本体では数多く行ってきました。実際、過去数年で十数社の M&A を行っています。また、買収先のテクノロジーが Apple 製品の向上に役立っています。過去 10 年間で、4000 億ドル以上投資しており、そのトップが 30 億ドルで買収した Beats Electronics です。

一方で、Apple 社は昨年 Harlem Capital に 1000 万ドルを投資すると発表しています。このファンドは人種平等などに関する VC です。Harlem Capital はニューヨークにあるアーリーステージ向けの VC です。このような人権、ダイバーシティ関連に投資をしていくのが Apple 社の CVC としてのポイントです。

#### 2 Apple社とCVCの歴史

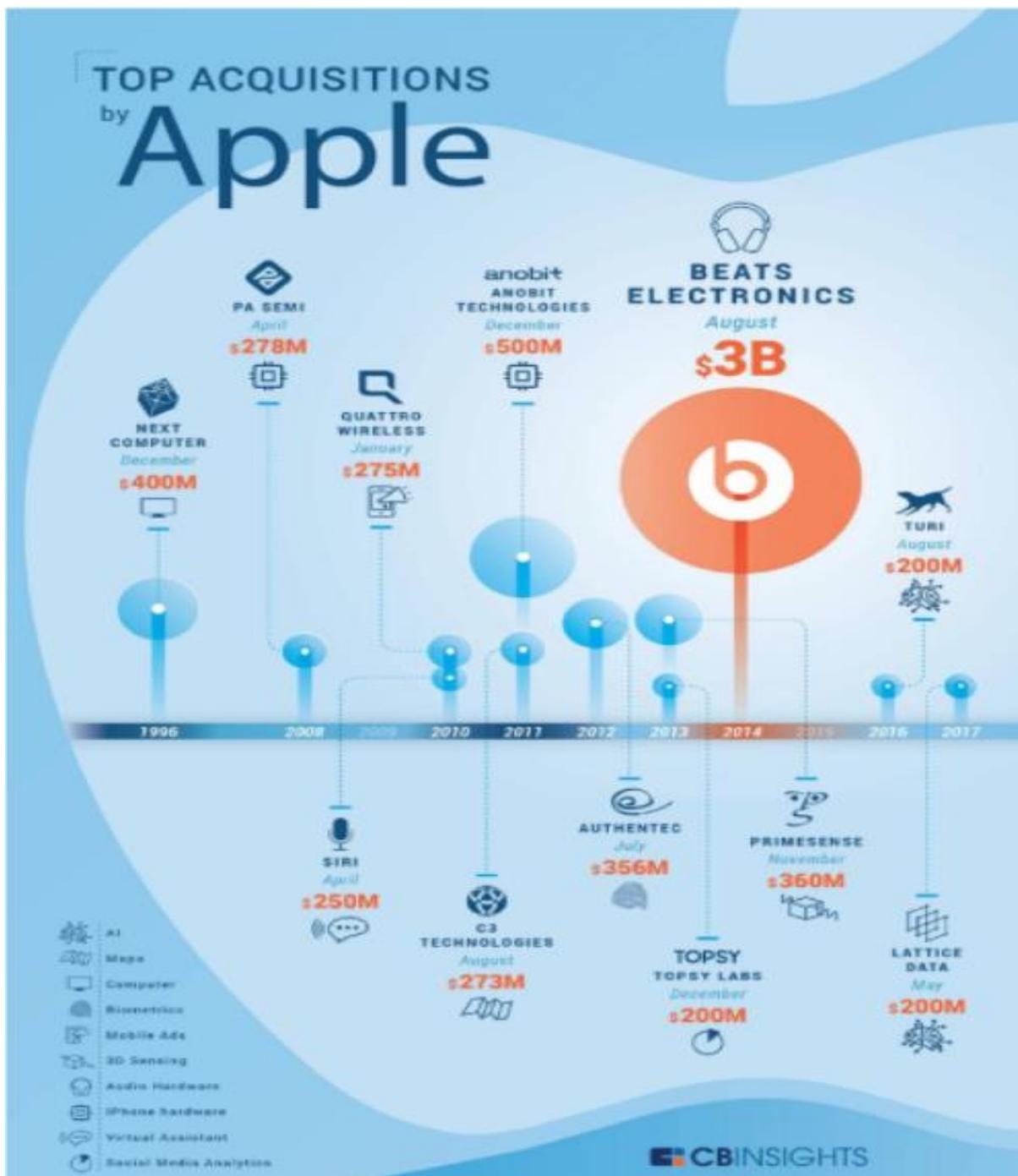
Apple は 1976 年 4 月、スティーブ・ジョブズとスティーブ・ウォズニアクおよびロナルド・ウェインによって、マイクロコンピュータの「Apple I」を販売するために創業されました。1977 年 1 月に法人化された後、同年に発売された「Apple II」が大ヒットしたことで Apple は急成長を遂げ、1980 年 12 月 12 日に IPO を果たしました。その後、Apple は革新的なグラフィカルユーザーインターフェース (GUI) を備えるコンピュータの開発に向かい、1984 年には初代「Macintosh」を発売しましたが、1985 年ウォズニアクは会社を去り、その後社内で失脚したジョブズもまた Apple

を離れ、新会社「NeXT」を設立しました。1990年代に入ると、AppleのコンピュータはインテルのプロセッサとMicrosoft Windowsを搭載するPCに対して市場シェアを失い、業績も悪化しました。1997年OS開発に失敗したAppleは、有望なOSを持つNeXTの買収を決定し、その結果ジョブズが会社に復帰し、AppleのCEOに任命されたジョブズは、1998年に「iMac」を成功させた後、2001年には「iPod」を発表し、Apple製品の地位を再び引き上げました。2007年1月、Appleがコンピュータ以外の電化製品に重点を移したことを反映し、それまでの「Apple Computer, Inc.（アップルコンピュータ）」から「Apple Inc.（アップル）」に社名が改められた。同年に発売されたApple初のスマートフォン「iPhone」は大きな成功を収め、Appleに莫大な利益をもたらした。2011年8月ティム・クックが後を継ぎました。

Apple社は自らCVCを別動隊として持ちませんが、Apple本体からは投資をすることも多く、ベンチャーキャピタルにも積極的に投資をしているようです。例えば、ソフトバンクのビジョンファンドⅡに投資したとされています。金額は10億ドルとされています。1号ファンドでは62%のキャピタルゲインを得たそうです。

### 3. Apple社の戦略的投資グループの特徴

Apple社の投資戦略はどのようなものなのでしょうか。Apple社の投資の特徴は以下の通りです。Apple社は独特な”CVC”の投資戦略を行ってきています。Apple社内でベンチャーキャピタルの部署を持って投資戦略をもち投資をしてきました。多くのCVCが、外部に設立した場合に陥る投資家としての立場と投資を受ける起業家との利益相反などの落とし穴を避けるためApple社は数多くの投資先のポートフォリオに対して干渉をしないための多くのコミットメントを作りました。利益相反についてはのちの豆知識に譲りますが、Apple社は実は多くの初期のCVCがファイナンシャルリターンを生むことに失敗してきました。Apple社は社内での投資のオペレーションで見事なファイナンシャルリターンを創出しました。しかしながら、このコミットメントにより、戦略的なリターンを得たとは限りません。その結果、Apple社の戦略的投資グループは終焉しました。



図表 Apple の主な投資先(CBINSIGHTS より)

#### 4. Apple 社の近年の動き

Apple 社のティム・クック CEO は、「我々は、より正義で、より平等な世界を急いで構築するために説明できるような新しいプロジェクトが、当社の持続的なコミットメントであるという明白なシグナルとなる」としています。

##### \*Apple 社はイノベーションセンターを設立

同社は 2021 年 1 月にイノベーションセンターを設立する旨を発表しました。その目的は、人種差別を克服するためのファンドを設立するためのもので、学生や開発者も取り込んだものとなります。デトロイトに開発者のアカデミーを設立し、有色人種の起業家、開発者や学生に差別を克服してもらうためのものです。2020 年には人種平等と正義のためのイニシアティブ設立のために 1 億ドルの供与を発表しましたが、今回はその動きの一部となります。

##### \*Siebert Williams Shank のクリアビジョンインパクトファンドに 2500 万ドル出資

同ファンドは、特にマイノリティーの方々所有している中小、中堅企業の会社に出資します。特に歴史的に黒人の多い大学に Prosper Center と呼ばれるイノベーションとラーニングのハブを設立することに投資します。それによりデトロイトの Apple Developer Academy を設立し、有職者のプログラマー、クリエイターや開発者のコミュニティにメンタリングと力を与えることになるでしょう。

#### 5. 過去の履歴

では、Apple 社は過去どれくらいの資金調達をしてきたのでしょうか。同社は過去 7 ラウンド行い 62 億ドルを調達してきました。直近では、2022 年 1 月 15 日に Private Equity ラウンドとして調達しました。同社のファンドは 7 人の投資家によるもので、直近ではパークシャーハザウエーが投資しました。

一方、同社の投資先は 26 社で直近では 2021 年 12 月 6 日に Trala 社が 690 万ドルの調達をしたときに投資をしました。同社はダイバーシティ投資を 2 回行っており、直近では 2021 年 8 月 26 日に Vamos Ventures に投資しました。また 11 社のエグジットを果たしておりその中には、Corning, Adobe, Zomato があります。買収は 127 機関に対して行いました。昨年は、Alabama A&M University, Morgan State University など教育機関への出資も盛んに行っているようです。ダイバーシティインベストメントして、昨年は Vamos Ventures にヒスパニックが設立した企業、南米の女性が創業した企業に出資し、また SweetBio は、黒人、アフリカンアメリカン、ヒスパニック、南米の女性が創業した企業に投資をしています。

---

## スタートアップ投資候補案件紹介コーナー 「Milk.株式会社」

(担当) 株式会社 CF スタートアップス  
代表取締役 出縄 良人 (公認会計士)  
ECF 事業部長 佐藤 利洋

---

今回ご紹介するスタートアップは、先般の牧之原市チャレンジビジネスコンテスト「まきチャレ」でセミファイナリストに選ばれた Milk.株式会社 (以下「Milk.」といいます。) です。

Milk.は、ノーベル物理学賞受賞を志す現在 28 歳の中矢大輝氏が 2019 年に創業。宇宙技術ハイパースペクトルカメラを利用したガン診断システムを開発しているメドテックベンチャーです。直近では、在タイ日本大使館とタイ財閥である CP グループが共催する「Rock Thailand#4」にも登壇するなど世界進出を視野に入れて活動をスタートしています。

2022 年 10 月には東京都の「AMDAP 先端医療機器アクセラレーションプロジェクト」のスタートアップ 3 社にも選ばれ、11 月にはプライム上場企業である日本金銭機械株式会社との共同研究開発契約の締結を発表するなど、開発も加速度的に進んでいます。

Milk.が開発している「ANSWER for Pathology」は病理診断と呼ばれるガンの最終診断をサポートするために開発されている AI ガン診断システムです。病理診断とは、患者さんから採取された組織について、顕微鏡下で病理専門医が観察し、診断を行う医行為です。この診断を行うことができる病理専門医は国内で約 2600 人しかおらず、一人が複数病院を兼任することも一般的です。人員不足により、1 件当たりの診断時間も 2～3 週間と長く、客観的な指標が示しづらいことから診断根拠を示しづらいという課題がございます。

これらの課題を解決するために Milk.が開発している AI が「ANSWER for Pathology」です。利用方法は以下の 3 ステップです。

- Step 1. ハイパースペクトルカメラによる撮影
- Step 2. 撮影したハイパースペクトル画像を独自 AI へアップロード
- Step 3. 検査レポートの出力を行う

このステップにより、検査時間を短縮し、見落としや誤診を防ぎ、数値データとして診断根拠を明確にすることが可能になります。

中矢氏は創業前より研究開発に取り組んでおり、2015年5月に北里大学医学部との共同研究をスタートし、現在は6つの医療機関と研究を進めています。すい臓がんにおいては、膵管癌と正常細胞の識別において98.0%の識別精度を得られております。さらに大腸がんにおいては、ガン化グレード4段階を98.7%の精度で識別できることがわかりました。さらに、卵巣がんにおいては4種類のガン種が知られていますが、これを95.2%の精度で識別できることもわかりました。従来のカメラでのAI画像診断の精度78.2%を大きく上回っており、ハイパースペクトルカメラの優位性を示すことができております。

ハイパースペクトルカメラは、北海道科学大学の教授であった佐鳥新教授が2003年に独自に開発した、通常のカメラよりも高い「色彩分解能」を持つカメラです。通常のカメラではRGBという光の3原色を捉えていますが、ハイパースペクトルカメラは141原色の光を検知することができ、これにより人間の目では見分けられないような色の違いを見分けることができるカメラとなっています。ハードウェアについては佐鳥氏が特許を取得しており、2021年の佐鳥氏の逝去に伴い、Milk.の子会社であるIris株式会社へ特許は譲渡されております。

がん診断のニーズは、国内においては高齢化、世界においては人口増加にともなって拡大しており、国内においては約830億円、世界においては約11兆円の巨大な市場があります。さらにこの技術は病理診断にとどまらず、内視鏡や手術カメラなど幅広い水平展開が可能であり、あらゆる医療課題を解決できるポテンシャルを秘めています。

Milk.は現在3期目であり、従業員数は非正規雇用者も含め総勢11名のエンジニア集団です。ハイパースペクトル画像に特化したAIアルゴリズムを開発しており、ソフト開発においてはセキュリティや通信、データサーバーの運用に協力いただける企業、病院グループや医療機器の販路開拓に協力いただける企業、そして、「ANSWER for Pathology」の製品化に向けた出資をいただける企業を募集しています。

宇宙技術を医療に応用するというMilk.の壮大な試みに皆様のお力添えをいただけますと幸いです。

下記の動画もぜひご覧ください。

TEDx

[https://www.ted.com/talks/daiki\\_nakaya\\_ghost\\_color\\_technology\\_to\\_show\\_the\\_invisible\\_world](https://www.ted.com/talks/daiki_nakaya_ghost_color_technology_to_show_the_invisible_world)

こちらは今月公開されたばかりの動画です。

---

---

## 今月の国内 CVC 関連最新ニュース（8/1～10/31）

---

---

このコーナーでは、国内で報道されたCVC関連ニュースを、各報道ソースから紹介しています。詳細は各報道ソースを参照下さい。

- 凸版印刷が CVC 活動で目指す事業ポートフォリオ変革 DX、SX で社会課題解決を (TECHBLITZ)  
2022/08/08
- バンダイナムコの CVC、立役者に聞いたスタートアップとの共創で目指すもの (前編) (CANVAS)  
2022/08/09
- カナダ・スタートアップのキャンバス AI、ヤマハ発動機 CVC などから 1,423 万ドル調達 (JETRO)  
2022/08/15
- 商船三井CVC(MOL PLUS)が英ロンドンに「MOL PLUS UK デスク」をオープン (PR TIMES)  
2022/08/19
- 日揮ホールディングス、CVC ファンドを通じ、植物由来のプラスチック代替素材を製造する アミカテラへ出資 (日経バイオテク)  
2022/08/22
- 三菱地所のCVC「BRICKS FUND TOKYO」が目指す未来と投資戦略 (XTECH)  
2022/08/25
- リコー、創薬スタートアップ支援の CVC ファンド設立へ。mRNA 医薬品に特化 (BUSINESS INSIDER)  
2022/08/31

- メディパル CVC ファンド、ノイルイミュンに出資 固形がんへの CAR-T 療法を研究開発 (日刊薬業)  
2022/08/31
- CVC ファンド「KIRIN HEALTH INNOVATION FUND」が米国初のカーボンニュートラル食品企業 Neutral Foods (ニュートラルフーズ) 社に出資 (KIRIN ニュースリリース)  
2022/09/05
- 商船三井 CVC(MOL PLUS)が次世代水産養殖システムを開発するリージョナルフィッシュ社への出資を決定(PR TIMES)  
2022/09/05
- オイシックス・ラ・大地の CVC 食品保存期間延長技術の AKORN Technology に投資 (事業構想)  
2022/09/09
- サザビーリーグが CVC 活動をスタート ~新しいライフスタイル領域の開拓を目指す~(PR TIMES)  
2022/09/15
- 三井化学 AI スタートアップに出資、CVC 第 1 号案件 (日刊 ケミカルニュース)  
2022/09/16
- パラマウントベッド、50 億円の CVC 設立 睡眠テック投資(日本経済新聞)  
2022/09/30
- メディパル CVC ファンド、イーベックに出資 医薬品用完全ヒト抗体の開発を後押し (日刊薬業)  
2022/09/30
- ~CVC 出資先企業 植物肉原料「ミラクルミート」の開発・生産を行う DAIZ 社と協業~キリンシティで「ミラクルミート」を使用したグランドメニューを 10 月 5 日 (水) から全 32 店舗で展開開始! (PR TIMES)  
2022/10/04
- スズキー続伸 シリコンバレーに CVC 設立 出資総額 1 億ドル (yahoo ファイナンス)  
2022/10/04

- 協和キリン、CVC 活動について発表（日本経済新聞）  
2022/10/05
  - C&R 社、CVC 子会社「C&R インキュベーション・ラボ」を設立 既存事業とのシナジーや新規事業のシーズ獲得につながる企業に投資(game biz)  
2022/10/06
  - J.フロント リテイリングとのコーポレートベンチャーキャピタル「JFR MIRAI CREATORS Fund」始動(PR TIMES)  
2022/10/11
  - 住友商事の日本国内スタートアップ向け CVC が新設、ナッジへ出資（PR TIMES）  
2022/10/12
  - 電通グループ、CVC がトレンド E x p r e s s に出資(Yahoo ファイナンス)  
2022/10/20
  - CVC ファンド「KIRIN HEALTH INNOVATION FUND」が従業員向け労働生産性向上支援サービス「ポケットセラピスト®」を展開する株式会社バックテックに出資を決定（PR TIMES）  
2022/10/24
  - 株式会社ピアズ CVC 投資事業を開始（PR TIMES）  
2022/10/28
- 丸紅、常陽銀行が出資するCVCおよびオリックス銀行とデジタル証券準備会社に出資（Yahoo ファイナンス）  
2022/10/31

---

---

## CVC 豆知識

### ～利益相反問題と DD における許認可リスクの発見～

株式会社 CF スタートアップス

CVC 戦略研究所所長 福田 徹

---

---

前号ではファンド投資スキームに関する金融商品取引法の規制についての解説でしたが、今号では、利益相反問題と DD における許認可リスクの発見についての話題です。

#### 1 CVC スタートアップ企業に生じる利益相反問題

スタートアップ企業はどのように CVC をとらえるべきでしょうか。最近、CVC によるスタートアップ投資金額が増加傾向にあります。よく指摘されるのは、CVC の利益相反問題です。VC では、VC のインセンティブとスタートアップのインセンティブとは基本的には同じベクトルで、企業価値の最大化を目指します。一方で大きな企業が運営する CVC の場合は、必ずしもポートフォリオ企業の価値の最大化だけではなく、買収相手として魅力的であるか、スタートアップのノウハウを利用できないかという観点で投資をしている部分もあります。お互いのシナジーを求めた投資であればよいのですが、大企業の方のシナジーが優先したり、大企業の方からのアライアンスのみを最優先したりしてしまうと CVC の活用によって逆にスタートアップの躍進を阻害されたり、スタートアップ自体の成長が最優先でなくなったりする可能性があるのではないかという懸念があります。

実際には、CVC には、様々なタイプがあります。例えば、①事業提携のための投資をする戦略投資の CVC、②自社の企業ブランドを活用し資金を運用する CVC、③自社の成長させるための川上、川下部分の戦略のための投資をする CVC などです。

スタートアップも CVC の立ち位置をよく考えて投資を受けることも重要です。そのために自社に投資をして何を得ようとしているのか、それに応じてスタートアップ側も戦略的に条件を交渉することも必要となります。

また、利益相反ではないのですが、大企業の企業文化、硬直的なガバナンス、不要なレポーティング義務、多様な制度の依頼など、大企業であるが故の押し付けがあると大変ですね。また、CVC が大企業の既存事業と同じように短中長期的な時間軸で成果を求められたり、CVC 担当者が定期的に頻繁に人事異動で変わったりしてしまうことも考えられます。スタートアップとしては、自社の事業計画、経営方針を固め、CVC に例えば取締役の指名権を付与するかは慎重に検討する必要があります。

スタートアップは、どれだけ自由闊達に事業ができるのかも重要です。CVC の出資の目的次第では、

いかなる事項で事前承諾が必要になるかを慎重に検討する必要があります。CVC は、必ずしも財務的リターンを求めているわけではありません。そうすると、CVC が求めるリターンが、スタートアップの事業方針と異なってくる可能性があります。また、CVC 側が不利益になる事項にも承諾しないことも予想されます。

こうした潜在的な利益相反のリスクがあり得ることを念頭に置き、利益相反が起こったときに CVC の事前承諾を得られないことが自社にとって致命傷にならないよう、慎重に該当する事項を設計する必要があります。

## 2 DDにおける許認可リスク

デューディリジェンス（DD）の話なので CVC サイドが考えるリスクとなります。

CVC はスタートアップの株式を取得後に、事業が停止する状況にないか精査する必要があります。例えば、許認可の継続可能性、知的財産権が利用できる状態で第三者から差し止めを受ける可能性がないかどうかについて確認する必要があります。

また、スタートアップは補助金・助成金を利用して事業を行っている場合もあり、スタートアップ支援に積極的な経済産業省以外にも、対象会社の事業を所管する省庁その他の独立行政法人からの補助金・助成金についてもチェックする必要があります。同時に、M&A を契機として受給資格を喪失する可能性がないかの確認も必要です。たとえば、「スタートアップ」に該当することが補助金・助成金の交付の前提になっている場合もあります。また補助金・助成金の受給要件として認定 VC によるハズオンでの関与が求められている場合もあります。補助金・助成金に支えられているスタートアップ企業も多いので、それがなくなった場合のリスクは要チェックです。

なお、当社、CFスタートアップスでは、上場会社等が CVC ファンドを組成するにあたって、法令に準拠して、最適なファンド組成のサポートをサービスとして提供しています。その後、継続的なファンド業務指導を行っていますので、是非、ご活用ください。