

# コーポレート・ベンチャーによる母体企業への 企業価値創造

## The Corporate value creation to Mother company by Corporate ventures

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

本論文は母体企業によるコーポレート・ベンチャーの企業価値創造について明らかにしたものである。本論文では母体企業がコーポレート・ベンチャリングの活動を通して行う企業価値創造を考察している。企業価値創造を行う手法としては、まず母体企業がコーポレート・ベンチャーを切り出すことである。次に母体企業がコーポレート・ベンチャーを再びスピン・インすることである。最後に、経営体とコーポレート・ベンチャーとの経営意思決定の統一の問題を明らかにした。また子会社であるコーポレート・ベンチャーにも一定の独立性を残す必要性を明らかにした。

キーワード (Keywords) : 企業価値創造 (corporate value creation)、コーポレート・ベンチャリング (corporate venturing) コーポレート・ベンチャー (corporate venture)、ベンチャー・キャピタル (venture capital)、スピン・イン (spin-in)

### Abstract

The paper is clarifying of the corporate value creation of corporate venture by the mother company. The corporate value creation that the mother company does through the activity of corporate venturing is considered in this paper. First of all, the mother company cuts out corporate ventures as a technique for creating the corporate value. Next, the mother company unifies corporate ventures as spin-in again. The problem of integrating the management and the corporate venture were clarified. Finally the necessity for leaving constant independence for the subsidiary corporate venture was clarified.

## はじめに

近年、日本においてもコーポレート・ベンチャリング (Corporate Venturing) が多く展開されるようになってきている。その背景としては、オープン・イノベーションを背景にするものや、企業家精神を創造するものなど多くある。本論文では事業リスクの抑制などを背景にしたコーポレート・ベンチャリングをとりあげる。近年、日本企業の多くがバブル期などに行った過剰投資の後遺症や、競争の激化などから競争力のあるコア事業に特化し、非コア事業を育てる経営資源が乏しくなる状況に至っている。ファイナンスの視点から考察を行えば、競争力のある事業に特化することは効率的であるが、経営の視点から考察すると、10年後、20年後といった将来性のある事業への投資を行わないことにもつながりかねない。コア事業に大きな経営環境の変化が起こり、競争力を失えば経営体の存続も危うくなる危険性もはらんでいる。

本論文ではこのような経営環境の中、経営体外部の経営資源を活用しながら非コア事業の育成を行う手法として、コーポレート・ベンチャリングが有効であることを検討した。またコーポレート・ベンチャリングは、非コア事業を持たないことによる事業リスクの抑制と、将来コア事業につながる新事業を持たないことになるリスクを回避できることを実践経営学の立場から考察している。最後に内部の経営資源を外部に切り出す際にも優先順位の差をつけて、スピン・オフ・ベンチャーとカーブ・アウト・ベンチャーを使い分けることによってさらにリスクをコントロールできることを検討している。

## 1. 母体企業における事業リスクの低減

### 1.1 母体企業からの切り出す意義

コーポレート・ベンチャリングによってスピン・オフ<sup>1)</sup>、カーブ・アウトといった形態で切り出されることの意義として母体企業の事業リスクの抑制を図ったものもある。多くの先行研究においては、コーポレート・ベンチャリングはオープン・イノベーションをはじめとするイノベーション論で論じられている<sup>2)</sup>。しかし本論文では別の視点からの意義があると考察する。日本の企業の多くがバブル期の投資の失敗や、海外の競合企業との厳しい競争を背景に選択と集中の戦略をとっている。日本企業の多くはバブル期において、多角化経営の失敗や、過剰投資の失敗により、選択と集中の戦略をとり、コア事業への回帰をはかっている。そのため、将来のために投資していた新事業なども辞めざるをえないものも多くなっている。競争力のある事業に経営資源を集中し、経営行動を行うことは理にかなったことである。しかしながら経営者の視点から考えた場合にこの選択が正しいのかといえれば必ずしも問題がないわけではない。コア事業に集中するということは、全事業のうちに占めるコア事業の割合が大きくなるのであるから場合によっては事業リスクが大きくなることもありえる。長期的なリスクを避けるために、選択と集中の戦略をとりながらも少ない経営資源で新事業を事業化するのが

コーポレート・ベンチャリングの意義である。コア事業から外れた事業のシーズなどをスピン・オフし、外部の経営資源を活用しながら、その技術や事業が母体企業にとって重要なウェイトを占める要因なれば内部に取り込めばいいのである。多くの場合においてその技術など、最低限の投資を行い、外部のベンチャー・キャピタルの支援を受けるなどして切り出されるのが特徴である。切り出された後は、母体企業と一定の関係を保ち協力関係を保ちながら、母体企業にとってどうしてもほしい事業になれば後述するスピン・インなどによって取り込めば良いのである。逆に期待どおりにならなければ、そのまま放置でもかまわないし、持ち株分を売却しても構わないのである。コーポレート・ベンチャリングのメリットとして限られた資源による、事業ポートフォリオの構築をあげることができる。

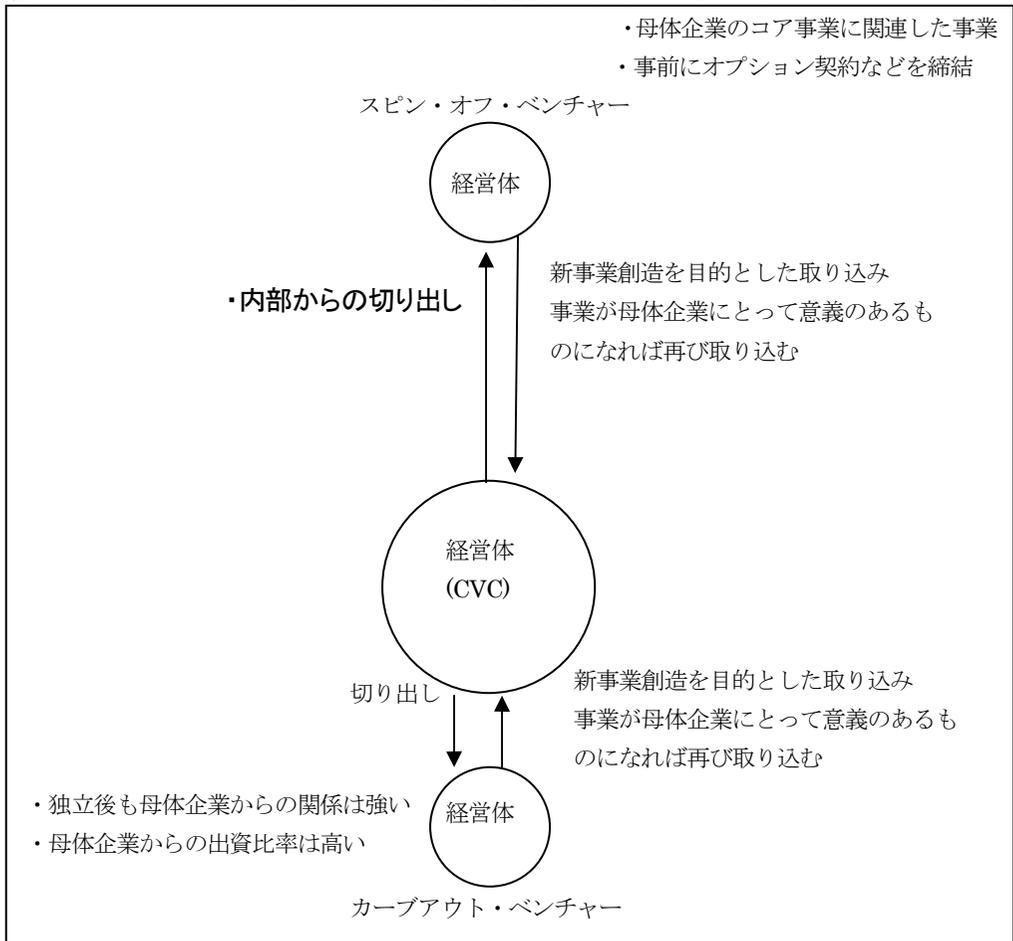
## 1.2 切り出す手法によるリスクコントロール

母体企業を外部に切り出す手法においても、その手法を使い分けることにより、さらに事業ポートフォリオのリスクコントロールをより効率的に行うことができる。母体企業から外部に切り出す手法としてはスピン・オフとカーブ・アウトという二つの手法がある。

### (1) スピンオフ・ベンチャーによる切り出し

コーポレート・ベンチャリングの形態として日本でも一般的に行なわれていたのは社内ベンチャーであった。この制度は、既存の企業内部において、社内公募等で新事業プランを公募し、審査を通過したものに対して、新規事業やベンチャービジネスを行うための専門の部門を設ける（子会社として設立することもありうる）ことである。従来の枠組みを越え、新しいベンチャー組織を社内を作り、大企業では醸成しづらいイノベーションを発揮することを目的としている。社内ベンチャーは、事業化が認められれば、事業化における母体企業からの資金調達も比較的容易に行なわれる場合が多い。また母体企業がこの制度を利用しているため、事業化後、母体企業との連携は強く様々な面で社内ベンチャーは、母体企業からの恩恵を得ることができる。それに対してスピン・オフ・ベンチャーによる切り出しは図表1のとおりである。カーブ・アウトと同じように外部による切り出しではあるが、両者にはいくつかの異なる点がある。まずカーブ・アウトは、母体企業の意思によって行われるものである。よって出資比率も高く、独立後も母体企業との関連が強い。一方、スピン・オフの場合においては出資比率もそこまで高くない場合が多く、独立後も母体企業との関係はカーブ・アウトに比べれば緩いものになる。図表1では独立後の母体企業との連携の強さを比較するために、カーブ・アウト・ベンチャーは母体企業から近いところに位置しているのに対して、スピン・オフ・ベンチャーは母体企業から遠いところに位置させた。

図表1 コーポレートベンチャリングによる事業リスクのコントロール



(筆者作成)

## (2) カーブ・アウト・ベンチャーによる切り出し

カーブ・アウト・ベンチャーには大きくわけて二つの大きな意義がある。まず第一に、母体企業との強い連携である。特に母体企業から事業化に関する支援を積極的に受けることができる。母体企業は、カーブ・アウト・ベンチャーの事業化にあたり、経営資源を供出する。特に技術シーズをもとに独立するカーブ・アウト・ベンチャーにとって、事業化の資金を母体企業からも提供されるのは、非常に意義のあることである。

第二に、カーブ・アウト・ベンチャーに経営主体があることである。カーブ・アウトというコーポレート・ベンチャリングの形態にとって重要なのは分離するカーブ・アウト・ベンチャーの経営の成否であると理解している。カーブ・アウト・ベンチャーは母体企業からの支援を受けつつ経営主体を構築し、経営の自主性を持つことである。

上記のような手法の違いがあるが、端的に示せばスピン・オフが比較的緩い連携なのに対して、カーブ・アウトは強いつながりを持つものである。図表1のように一般的に強いつながりを持つものであるから、母体企業の出資比率や経営支援の度合いもスピン・オフよりカーブ・アウトのほうが強くなるのが一般的である。図表1のように独立後も母体企業との連携は強くなるのでスピン・オフ・ベンチャーよりも母体企業から近い位置に配置した。

このようなことから外部に切り出し、コーポレート・ベンチャーとして外部の経営資源を活用して事業を継続するものに関してもその優先順位をつけることができる。すなわち、将来有望となりそうな大事な事業であれば比較的出資比率をあげて、切り出し後も密接に協力しあい展開すればよい。逆にそれほど重要でないと判断すれば、スピン・オフのように出資比率を下げて、比較的緩い連帯のもとで展開をはかればよいのである。

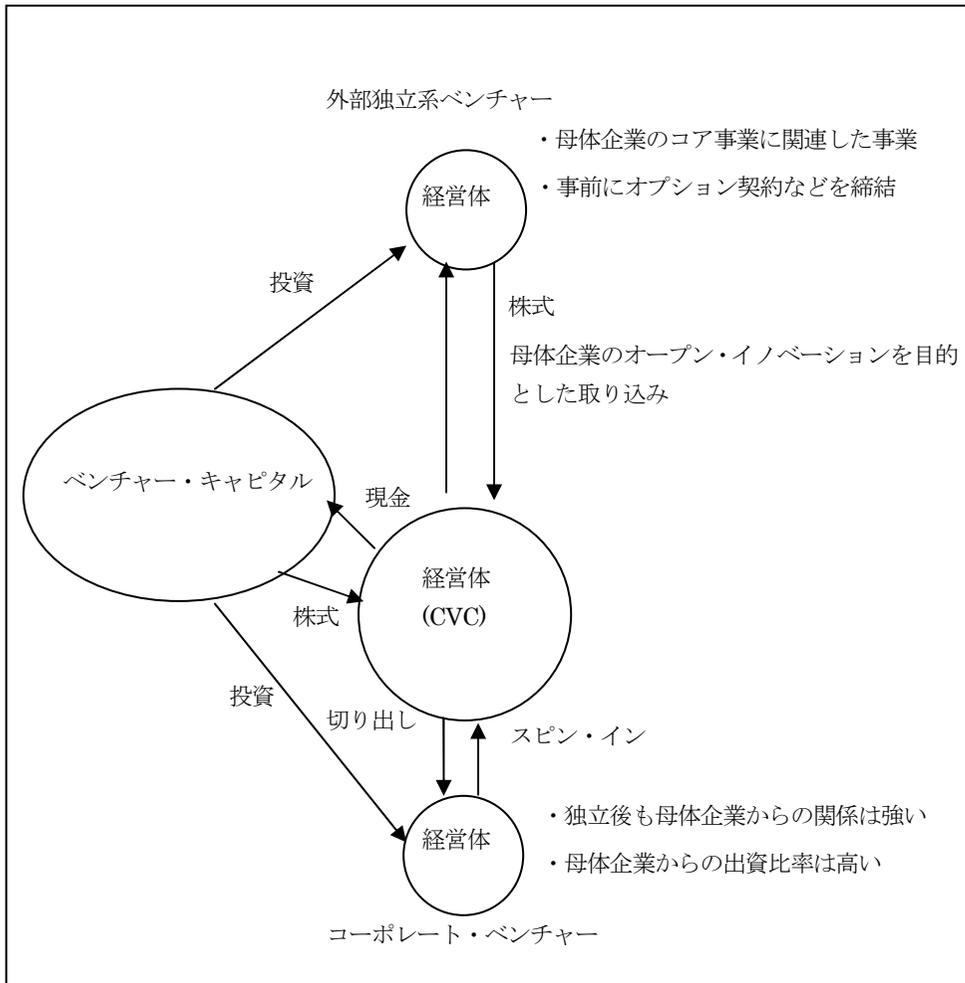
このようにコーポレート・ベンチャリングを効果的に切り出すことにより事業リスクのコントロールを図ることができる。

## 2. 母体企業によるスピン・インを活用した展開

### 2.1 コーポレート・ベンチャーのスピン・イン

コーポレート・ベンチャリングの展開において近年その意義が注目されている手法としてスピン・インがある。スピン・インとは、外部にある母体企業によって切り出されたコーポレート・ベンチャーや外部のベンチャー企業を母体企業内部に取り込むことをさす。

その目的は大きくわけて二つある。まず第一に図表2のようにコーポレート・ベンチャリングによって切り出されたコーポレート・ベンチャーの株を買い戻し、母体企業内部に取り込むことにある。図1の場合はコア事業から一度外れたために外部に切り出され、外部の経営資源によって運営されていた事業があったとする。このうち母体企業にとって再び母体企業内部に取り込む必要があるような重要な事業に関しては、株を買い戻し、母体企業内部に取り込むことができる。これにより母体企業にとっては、外部の経営資源で育成し、必要なものだけを母体企業内部に取り込むことができるようになる。また図表2のように外部からの取り込みは二つの種類があるといえる。一つは図表2の中にある独立系ベンチャー企業からの取り込みである。この場合の多くは、オープン・イノベーションが目的となる。母体企業のコア技術に関連するものを取り込むことになる。アメリカなどでは、このタイプのスピン・インについては、事前にオプション契約を結び、ある一定の事業の目的、もしくは技術の開発に成功すれば株を一定の価格において買い戻す契約を結ぶのが多い。このような取り込みにより、外部の経営資源と母体企業の技術などを融合させ、企業価値創造に結びつけているのである。

図表2 母体企業によるコーポレート・ベンチャーのスピンのイン<sup>3)</sup>

(筆者作成)

一方、図表2におけるコーポレート・ベンチャーの取り込みは、新事業創造が目的となる。近年における日本のように選択と集中の戦略をとり、コア事業以外の事業に経営資源を回せないときは、コーポレート・ベンチャーを外部に切り出し、外部の経営資源を活用しながら取り組むのである。切り出し後に、事業として有望なものになったものを、ベンチャー・キャピタルなどから株を買い戻すのである。このようにスピン・インを行うにしても、取り込むベンチャー企業によって取得する目的が異なることが指摘できる。

## 2.2 独立系ベンチャーに対するスピン・イン

これまでにコーポレート・ベンチャーなどに対するスピン・インなどについて述べたが、独立系ベンチャーに対するスピン・インもありうる。ただこの場合の

スピン・インはオープン・イノベーションの展開で述べられたコーポレート・ベンチャー・キャピタル投資の手段として用いられることが多い。通常このような場合のスピン・インは、図表 4 のように契約の段階で株を買い戻すのではなく、オプション契約を結び、コーポレート・ベンチャー・キャピタルが要求する事業水準や技術水準になれば一定の金額で株を買うという契約になっている。アメリカなどでは、ある程度事業が起動にのると創業者は事業を売却するような起業文化があり、このような手法が根付いている。

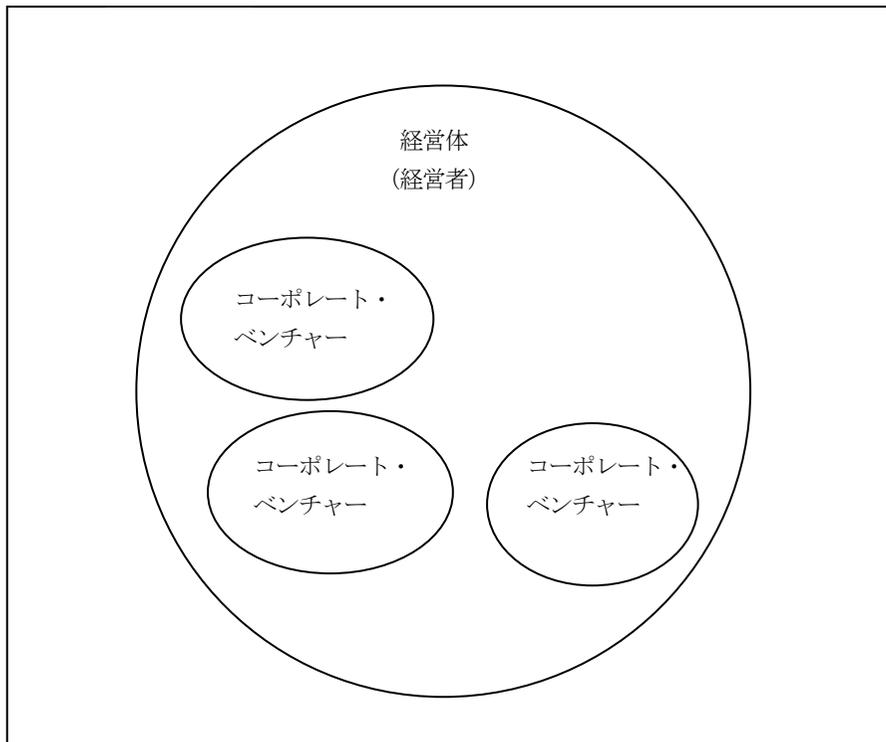
### 3. 母体企業への取り込みとコーポレート・ベンチャーの経営主体

上述したように、母体企業にとって外部の独立系ベンチャー、コーポレート・ベンチャーの取り込みは母体企業にとって意義のあることである。同時にどのように取り込むか、あるいは取り込み後における母体企業とコーポレート・ベンチャーの関係についても議論しておかなければならない。母体企業からコーポレート・ベンチャーなどを切り出すことは、外部のステークホルダーとの対境関係の構築などによって経営主体を確立することになる。これにより、母体企業の内部では管理者という立場であった事業部の代表などを経営者になることによって権限などが増し、事業経営を円滑にするのである。これは、経営環境の変化が激しい産業や事業にとっては大きな意義のあることであった。しかしその事業を再び、母体企業に取り込むときには、母体企業とコーポレート・ベンチャーの経営主体について議論しなければならない。コーポレート・ベンチャーが外部に切り出されるまでは、母体企業の中で経営主体は一つであった。しかし外部にコーポレート・ベンチャーが切り出されることにより、コーポレート・ベンチャーに経営主体が確立された。再度このコーポレート・ベンチャーを取り込むのにさいしては、この経営主体の扱いについては二つの考え方がある。

第一に、再び母体企業の内部に完全に取り込んでしまい、母体企業と外部の経営体をつ一つにしてしまうことだ。この場合における母体企業の取り込みの形態としては、図表 2 のようにコーポレート・ベンチャーの株主であるベンチャー・キャピタルなどから、株をほぼ完全に買い占めることが必要となる。このような場合、母体企業とコーポレート・ベンチャーの関係は図表 3 のとおりである。コーポレート・ベンチャーは母体企業内部に完全に取り込まれることにより、母体企業との結びつきは強くなる。この場合において、母体企業とコーポレート・ベンチャーの経営主体は一体となる。また図表 3 のようにコーポレート・ベンチャーは母体企業の内部における一つの事業部としての位置付けとなる。このように完全な形で取り込むことの背景としては、母体企業との一体化と、事業の整理統合の必要性がある。母体企業によるコーポレート・ベンチャーを吸収する目的は、新事業の創造や母体企業におけるコア技術の開発など様々であるが、母体企業にとってコーポレート・ベンチャーの経営資源を有効活用することが重要である。そのためには母体企業とコーポレート・ベンチャーが一体となり、コーポレート・ベンチャーは母体企業の一部という認識に基づき、経営の意思決定がなされる必

要がある。よってコーポレート・ベンチャーを内部に取り込むにあたり、重要な意思決定などを母体企業が行い、母体企業全体にとって最善な意思決定を行うことに意義があるといえる。またもう一つの背景としては、母体企業とコーポレート・ベンチャーの事業を整理することである。コーポレート・ベンチャーが母体企業から独立してある程度の期間がすぎれば、母体企業とコーポレート・ベンチャーにおいて事業の重複が起きることがある。このような事業の重複などの整理統合を行うには、完全に経営主体を一致させ、母体企業による意思決定に基づく経営を行うことが必要となる。

**図表 3 コーポレート・ベンチャーを母体企業に取り込む形での経営主体**

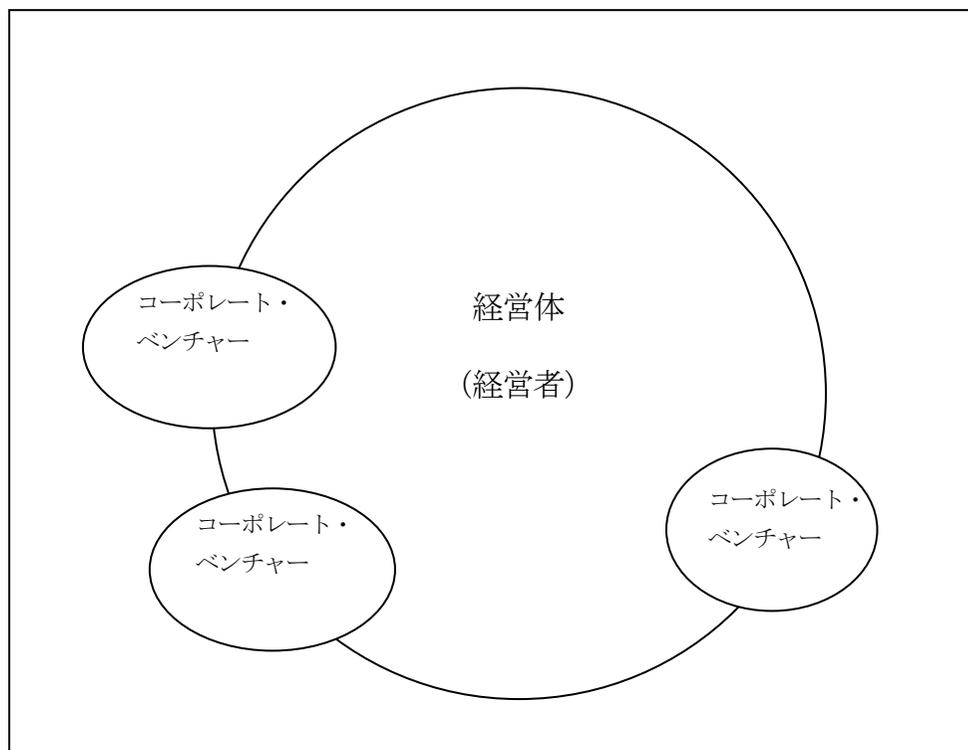


(筆者作成)

また図表 4 はオープン・イノベーションなどを目的として、取り込む場合の経営主体を表した図である。独立系ベンチャーに対するスピン・インは技術開発やある一定の経営目標をクリアした場合におけるオプション契約などである。この場合、株式を完全に買い占め、母体企業に取り込む必要はない。むしろ完全に株を買占めるのではなく、経営に影響を与える程度にとどめてリスクを抑え、どうしても必要な技術となった際に、取り込むことの方が合理的である。また独立系ベンチャーを大企業である母体企業に完全に取り込むことは、企業風土の違いなどもあるため、ある一定の経営主体を残したほうが良いケースもある。単純に

技術の取り込みなどだけであれば、母体企業と一つの経営体として展開せずに、図表4のようにある一定の経営主体を残すことケースがよい場合もある。

**図表4. 独立系ベンチャーの取り込みと経営主体**



(筆者作成)

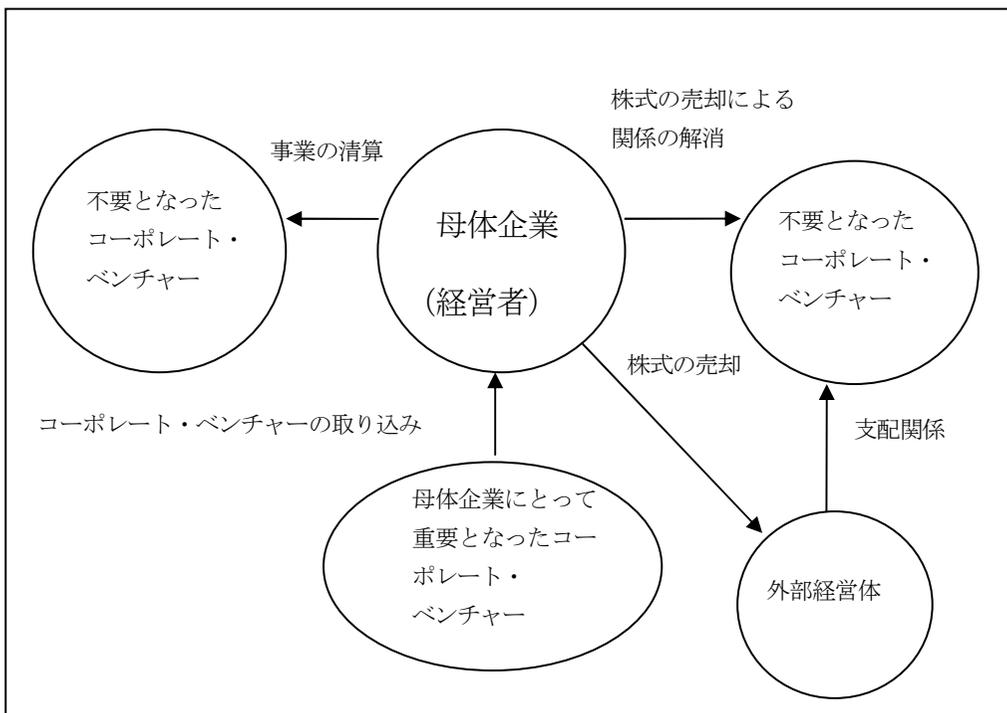
#### 4. 不要なコーポレート・ベンチャーのリストラ

上述のように母体企業にとってコーポレート・ベンチャーの取り込みは、大きな意義のあることである。しかし母体企業内部から外部に切り出したコーポレート・ベンチャーのうち全てが成功し、再び母体企業内部に取り込めるわけではない。むしろ外部に切り出し、コーポレート・ベンチャーとして展開したものの、事業として継続できなくなるものや、母体企業の戦略にとって不要なものになることのほうが多い。そのようなコーポレート・ベンチャーなどに対して救済を行う目的に母体企業内部に取り込むことは企業価値の破壊につながり、母体企業にとって好ましいことではない。企業価値創造に結び付かないと判断したコーポレート・ベンチャーは関係を解消しなければならない。母体企業がコーポレート・ベンチャーのリストラを行う手法としては図5のとおり事業の清算と株式の売却がある。まず第一に事業の清算は、コーポレート・ベンチャーが母体企業からの資金調達などの支援なくして経営が成り立たなくなった場合に生じる。コーポレ

ート・ベンチャーの経営がここまで悪化した際には、外部のステークホルダーからの支援を得るのは難しい。しかしここで母体企業が救済に乗り出すようなことになれば、母体企業の経営基盤を揺るがしかねない。コーポレート・ベンチャーを外部に切り出すことには、外部の経営資源によってコーポレート・ベンチャーの新事業の創造を行い、事業リスクを下げるのが目的の一つであった。仮にコーポレート・ベンチャーの事業存続が厳しくなったとしても、母体企業が被るはずであったリスクを外部のステークホルダーに分散できたのである。

また母体企業の経営戦略などと一致しなくなったコーポレート・ベンチャーなどについては、外部の経営体などに売却してキャピタルゲインを得るということもありうる。

図表5 コーポレート・ベンチャーのリストラ



(筆者作成)

## おわりに

本論文では、母体企業によるコーポレート・ベンチャーの企業価値創造について明らかにした。日本企業の中にはコーポレート・ベンチャーなどをスピン・インすることによって企業価値の創造を行いはじめている。本論文ではまず母体企業がコーポレート・ベンチャーをスピン・インする意義を考察した。コーポレート・ベンチャリングを活用した事業リスクのコントロールは母体企業にとって大

きな意義のあるものである。ただコーポレート・ベンチャーなどをスピン・インするにはコーポレート・ベンチャーの経営主体などについて検討しなければならない。母体企業は、経営体の外部・内部の経営資源を有効活用するために、コーポレート・ベンチャーを活用し、事業活動を行っている。しかし母体企業からコーポレート・ベンチャー切り出すことにより、コーポレート・ベンチャーの経営主体は一度確立されている。母体企業は経営主体の確立されたコーポレート・ベンチャーの経営主体を考慮しつつ取り込む必要がある。完全に一事業部のような位置づけのようになることになれば、コーポレート・ベンチャーの革新性などが失われてしまう可能性もある。経営意思決定の統一性、事業の重複排除の観点から、母体企業に経営主体を一体化する必要がある。しかしながらコーポレート・ベンチャーを取り込んだ事業体については、ある一定の経営主体を残す必要がある。

### 【注】

- 1) 本章でとりあげるスピン・オフとは母体企業が主体となって切り出すものであり、スピン・オフベンチャーが主体となって母体企業から出て行くタイプのスピン・オフは想定していない。
- 2) Chesbrough, H. (2000) pp.31-49, Chesbrough, H. (2002)などを参照。
- 3) この図表の中でコーポレート・ベンチャーに含まれるものは、スピン・オフ・ベンチャーカーブ・アウト・ベンチャーのみである。

### 【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.
- 小椋康宏 (2008) 「日本のベンチャー・キャピタルの投資評価に関する経営財務論的研究—アンケート調査を中心として—」『経営論集』第71号, 東洋大学経営学部, pp.173-196.
- 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.
- 木嶋豊 (2007) 『カーブアウト経営革命』 東洋経済新報社.
- 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.
- 清水健太 (2009a) 「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」『経営教育研究』 vol.12, No.1, 日本経営教育学会, pp.64-73.
- 前田昇 (2006) 「「カーブアウト」を促進する「スピニアウト」意欲」『テクノロジーマネジメント』2006年2月号, フュージョンアンドイノベーション, pp.68-75.
- 増田茂樹 (2001) 「経営学における研究方法について—山本・山城経営学における研究方法を基礎にして—」『愛知産業大学紀要』第9号, 愛知産業大学, pp.49-56.
- 山城章 (1970) 『経営原論』 丸善.
- 山城章 (1982) 『経営学 (増補版)』 白桃書房.
- Block, Z. and O. A. Ornati (1987) “Compensating corporate venture managers,” *Journal of Business Venturing*, Vol.2, pp.41-52.

- Block,Z.and I.MacMillan (1993) *Corporate Venturing : Creating New Businesses within the Firm*, Harvard Business School Press.
- Chesbrough, H.W. (2000) “Designing corporate ventures in the shadow of private venture Capital,” *California Management Review*, Vol.42,No.3,pp.31-49.
- Chesbrough, H.W. (2002) “Making Sense of Corporate Venture Capital,” *Harvard Business Review*, ”Vol.80,No.3,pp.90-99.
- 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、副指導教授である河野大機先生にご指導いただいたことに、心からのお礼を申し上げたい。

受付日 : 2011 年 1 月 9 日 受理日 : 2011 年 1 月 31 日