

起業家主導型カーブアウトの実務について

森・濱田松本法律事務所

パートナー 増 島 雅 和

増 島 雅 和 (ますじま まさかず)

森・濱田松本法律事務所 パートナー (弁護士 (日本・NY州) ・弁理士)

- 2001 弁護士登録
- 2006 米国ウィルソン・ソンシーニ法律事務所 (シリコンバレーオフィス)
- 2007 ニューヨーク州弁護士登録
- 2010 金融庁監督局保険課 (銀行第一課兼務)
日経CSISバーチャルシンクタンク・フェロー
- 2013 経済産業省 新事業創出支援関係者会議 委員
- 2015 IMF 外部カウンセラー (米国FSAP: 金融破綻処理法制担当)
- 2016 内閣官房ベンチャー・チャレンジ2020 アドバイザリーボードメンバー
内閣官房IT総合戦略本部 シェアリングエコノミー検討会合 委員
- 2017 経済産業省 研究開発型ベンチャー企業と事業会社の連携加速に向けた調査検討会 委員
- 2018 内閣府 革新的事業活動評価委員会 委員
特許庁 知的財産国際権利化戦略推進事業有識者委員会 委員
- 2019 総務省 AIインクルージョン推進会議 委員
経済産業省 Society5.0における新たなガバナンスモデル検討会 委員
内閣官房 デジタル市場競争会議WG委員
特許庁 オープンイノベーションを促進するための支援人材育成及び契約ガイドライン研究会 委員
内閣府 規制改革推進会議 専門委員
- 2020 内閣官房 ブロックチェーン官民推進会合 委員
内閣官房 Trusted Web協議会 委員
デジタル通貨研究会 委員
- 2021 経済産業省/特許庁 産業構造審議会 知的財産分科会委員
- 2022 内閣府 スタートアップ・大学を中心とする知財エコシステムの在り方に関する検討会 座長
- 2023 内閣府 規制改革推進会議 専門委員
デジタル庁 国際データガバナンスアドバイザリー委員会 委員
日本ベンチャーキャピタル協会顧問、日本フィンテック協会顧問、日本ブロックチェーン協会顧問、暗号資産ビジネス協会アドバイザー
金融と知財の力で我が国産業構造のイノベーションを加速する“Startup Innovators”主宰 (<http://startupinnovators.jp/>)



Facebook, twitter,
eight, LinkedIn

繰り返される失敗

□ Step1：社内ベンチャー

- ✓ 新規事業の枯渇に悩む伝統的な大企業が、自前主義の延長でイノベーション推進を検討する施策として、現業社員の有志に新規事業のアイデアを募る
- ✓ 外部業者が主催する社内起業のためのプログラムに社員を送り込み、現業社員の有志に新規事業の事業計画を作らせる。
- ✓ 関係者へのヒアリングなどにより事業仮説を構築、場合によってはPoCなどを実施してPSFの検証等を実施
- ✓ 社内開発した技術を事業化するための事業計画を社員に描かせる
研究開発ドリブンの社内ベンチャー制度

□ Step2：社長プレゼン

- ✓ プログラムの一環として経営陣にプレゼン、事業化の可否の裁定を受ける
- ✓ 早期黒字化できるか、事業規模は十分大きいかを新規事業創出経験のない経営陣に詰められる
- ✓ 時価総額の大きな上場企業の経営成績にインパクトがある新規事業のプランが、新規事業創出経験のない現業社員から出てくる可能性は極小さい

※ よくある別パターンとして、社内で事業化を決定したプロジェクトがなかなか実を結ばず、これ以上リソースを割けないとして中止する決定が出た際に、中心人物がカーブアウトの模索を開始するパターンもある。

- プロアクティブな社員が呼応、現業の傍ら時間を作りつつ、就業時間後や土日に社内外の人を巻き込みつつ事業化提案を練り上げる。
- プレゼン資料の完成度としては、スタートアップ起業家顔負けのよく練られた事業計画が作成される。
 - ✓ 新規事業のプレゼン資料や事業計画の作り方はある程度形式知化されており、マニュアルに従って作成できるようになっている。
 - ✓ スタートアップ起業家との相違は、社内リソースを活用することを前提とした計画提案となっていること。
- 多くの企画は通らず。しかしその気になった従業員がどうしてもやりたいとして直談判、資金を外部からとってくるならやっても構わない方向性に。
- 一部企業は社員の起業促進のプログラムを用意し、それに乗せて従業員の起業にGoサインを出す例も。

繰り返される失敗

□ Step3：カーブアウトを模索

- ✓ 社内起業家は、独立起業の模索を開始、伝手をたどってスタートアップ開始の方法論を情報収集
- ✓ シードVCが事業や技術を前向きに評価、ますます社内起業家は事業開始熱が高まる

□ Step4：混乱の始まり

- ✓ 新規事業は出元会社のリソースを使って生み出されたので、出元会社がコントロールしつつ資金は外部から調達せよと要請される（子会社又は関連会社としてステーク維持を要請）
- ✓ 会社がうまくいった場合には買収するオプションを出元企業に寄せと要請される
- ✓ 出元企業は福利厚生を維持を約束することがある
- ✓ 人事のインテグリティ維持のために社内起業家のアップサイドを限定するよう要請
- ✓ 聞いていたスタートアップ起業の実務と全く異なる話が出てきたことに社内起業家は驚き、外部の専門家に相談を開始

- 社内リソースが想定通り使えないため事業計画を修正
- 給与や福利厚生を失う覚悟ができていないパターンと覚悟ができていないパターンに分化する局面（会社に対する失望度合）
- 多くの会社はカーブアウトの準備ができておらず、一から社内調整を開始。
- 既存事業の分離（事業会社主導型）と混同しているパターンが大半
- 利き手ではない側を使う案件であるとの認識がそもそもない
- 会社はやらない（没案件）と決めたにもかかわらず、関与しようとする
- 案件のみならず社内起業家も会社のアセットとみなそうとする
- 社内起業制度を持つ会社も、制度の設計自体を間違えている例が大半

* 社内起業する社員を応援するという総論がある分だけましではあるものの、制度が壊れているのでカーブアウトは成功しない⁴

失敗の原因は何か

□ 利き手でやるカーブアウトと逆の手でやるカーブアウトの区別がついていない

利き手のカーブアウト	逆の手のカーブアウト
社内の事業を切り出し	社内では持てない事業を切り出し*
会社の事業戦略として切り出す	中心人物が切り出しを主張して会社がこれに応ずる
会社が積極的に関与	会社は基本的に関与しない 関与するとすれば独立した起業家の支援
切り出された人材は会社のアセット	切り出された人材は社外のアセット 福利厚生はついてこない

* キャッシュフローが回っており通常の方法で価値算定できる「事業」に従業員主導で切り出す取引はEBO (Employee Buy Out) であり、これと本研究会で検討している、社内で事業化できていない、出元企業がこれ以上投資できないビジネスを起業家主導で切り出す取引とは性質が異なる。

□ 「社内ではリソースは出せないと決めた案件の社内の事業価値はゼロ」が徹底されない

- ✓ 事業の処理に必要な費用を考えるとむしろマイナス価値

□ 人材が会社の持ち物であると誤解する

- ✓ 社内起業制度における「社内起業を応援」も、人材が会社の持ち物（「仲間」という言い方で包む）であるとの前提で作られている制度はむしろカーブアウトの成功にとって害悪

Venture Financeableな案件

□ 安易に「外部の資金」といい、VCからの投資を想定するが、まともなVCが出資できる案件には条件がある

✓ 起業家がリスクをとっていること

- VCが言う「リスク」とは身銭を切れという意味ではない
- 「退路を断つこと」と「フルコミットすること」、つまりすべての時間とエネルギーを事業に集中させ、リスクヘッジをするなど言っている。これには出元企業からの給与補填や福利厚生がないことも当然に含まれる。
- フルコミット要請が緩和されるのは連続起業家のみ。

✓ 資本構成が壊れていないこと

- シードのダイリューションは8-10%程度、シリーズAまでに30%ダイリューションした案件は資本構成が壊れている

✓ 株式が塩漬けになることが予見されないこと

- ファンドの満期は10年、ビンテージ等も考慮して1案件は3-5年でエグジットすることを前提に出資
- エグジットを必要としない、起業家以外の中途半端な大株主が、買収もせずに影響力を行使し続ける会社には投資できない
- 創業当初から、起業家に上場のディスインセンティブとなりうる要素が見えている会社には投資できない

□ 特異な案件、変わった投資決定をするVCがあることは否定しないが、それを前提とした議論は政策論としてすべきでない

ベンチャーファイナンス理論に沿ったカーブアウトモデルの分析

1 切り出しの対象となる資産

- ✓ 起業家
- ✓ 起業家以外の人材（エンジニアなど）
- ✓ 社内で没となったプロダクト（無形資産）

} 会社の持ち物ではない
— 会社にとってSankした資産
※ Sankは無形資産の資産としての特徴の一つ

2 VCによるバリュエーション

- ✓ シード企業のバリュエーションは一声1億円だが、これはスタートアップが持つアセットを評価した価格ではない
- ✓ 同様に、一定の開発が進んでいるスタートアップに数億円のバリュエーションをつけることがあるが、これもアセットの評価額ではない
- ✓ 強いて言えば、シード期のスタートアップはマーケット、事業の発射角度、起業家に投資をしている。これらはいずれも出元企業の持ち物ではない。
- ✓ PMFが検証されていないプロダクトは単なる仮説検証の道具、これに価値を見出すことはない
- ✓ 特許についても基本的に同じ

ベンチャーファイナンス理論に沿ったカーブアウトモデルの分析

3 構図は大学発スタートアップ（大学知財の事業化）に近い

大学発スタートアップ	起業家主導型カーブアウト
事業化を目的としない組織が無形資産を創出	事業化を断念した組織が無形資産を創出
組織の研究者OR外部の事業化のプロ（起業家）が主導してスタートアップを創出	社内の事業責任者OR外部の事業化のプロ（起業家）が主導してスタートアップを創出
組織の拠出は無形資産	組織の拠出は無形資産
資金はVCによる調達を前提	資金はVCによる調達を前提

4 大学による無形資産移転の実務は日本でもそれなりに形になってきている

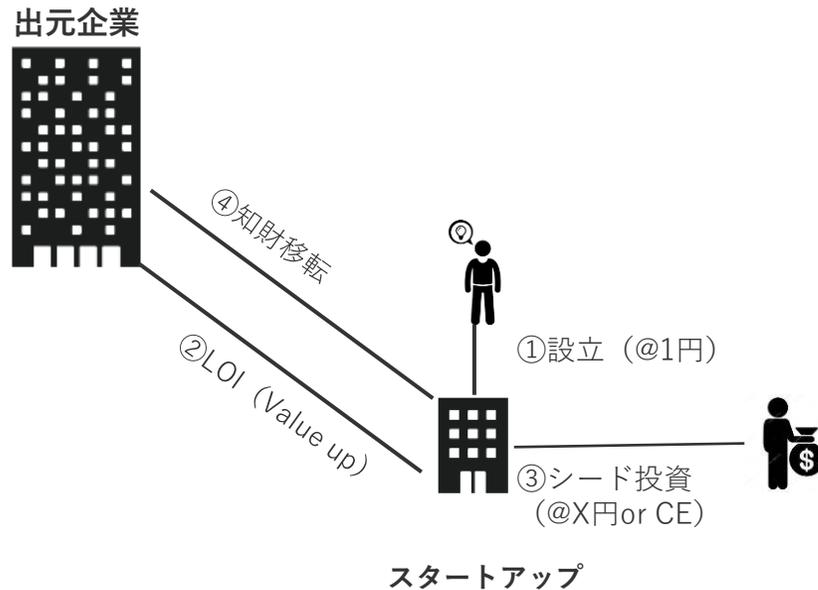
- ✓ 無形資産移転の対価はエクイティ（株式OR新株予約権）
- ✓ 研究開発型スタートアップの中核となる知財の移転でもエクイティは10%いくことはほぼない（エグジット時点でせいぜい1ケタ台前半%）
- ✓ 無形資産移転の方法は譲渡とライセンスの双方がありうる

※ 「[大学知財のスタートアップ移転・ライセンスにおけるエクイティ対価に関する解説書](#)」を参照

トランザクションとしてのカーブアウトのストラクチャー

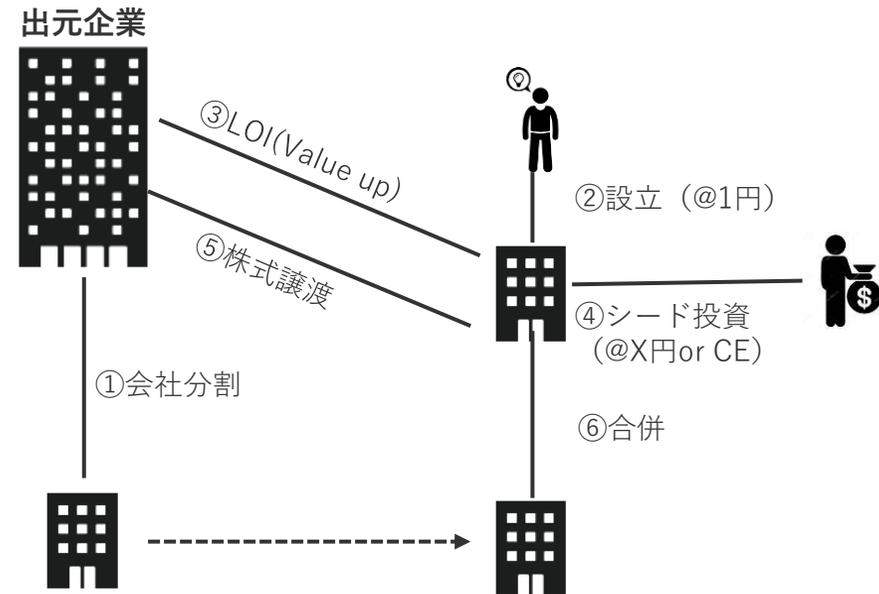
□ ストラクチャーの型は大きく2つ（メイン・サブ）

メインストラクチャー



CE : Convertible Equity. 日本では有償新株予約権を用いる。
日本ではJ-KISS雛型が良く知られている。
バリュエーションを付さずに調達できるので、シード期の
ダイリューションを押さえたり、高すぎる株価をつけて
次ラウンドでいきなりダウンラウンドすることを防げる。

サブストラクチャー



本質的には異ならないと見ることもできるが

- サブは端的に手間がかかる（＝取引費用が高い）
- サブは i) 人員込みの「事業」を切り出して ii) 事業全体としての「株式」を売ることになるので、テクトランスファーのみのメインに比べて高値となりやすい
- サブは人員込みの「事業」を切り出しているため、基本的にはEBO案件のためのスキームと思われる。

トランザクションとしてのカーブアウトにおける無形資産移転の実務

□ 無形資産移転の取引形態は譲渡OR排他ライセンス

- ✓ 無形資産の特性から、本質的にはどちらでもよい（排他的に利用できれば良い）
- ✓ 東証新規上場ガイドブックは譲受けが望ましいとの立場
- ✓ 事業をやらないと決めた以上は処分（譲渡）が原則と思われるものの、対価との関係や別領域で同一知財を使っている場合にはライセンスが選択される

□ 無形資産の移転対価は金銭AND/ORエクイティ

- ✓ 取引形態と対価の種類は原則として連動しない
- ✓ 無形資産の譲渡の対価として生株を提供する場合、現物出資規制に注意

Q53: 大学が保有している特許などの知的財産権を利用して主要な事業を行っている場合、上場承認までに当該知的財産権を譲り受けることが必要でしょうか。

他者が保有する特定の知的財産権を契約により独占的に利用して主要な事業が行われている企業(注1)については、当該知的財産権にかかる契約が解除された場合には事業の継続が困難になる等の理由から、上場に際しては、原則として、当該知的財産権を保有先から譲り受け、自社で保有することが望まれます。

しかし、大学については公的な性格を有することから、その研究成果は社会への還元が求められており(注2)、譲渡後に当該知的財産権が活用されなかったり(知的財産権の死蔵化)、大学が想定していない目的(注3)に使用されたりする懸念は現状においては相当程度排除されなければならないと考えられることから、当該知的財産権の保有先からの譲り受けが困難であることが想定されます。その場合には、当該知的財産権の実施にかかる申請会社の権利の保護が上場後においても大学との契約において適正に講じられていることを、以下のようなポイントを踏まえ、合理的に説明していただく必要があると考えられます。

- ① 例えば、専用実施権(注4)の付与を受けることにより、申請会社が排他的に当該知的財産権を利用でき、また、申請会社自身が特許等侵害に対抗できるような契約になっていますか。
- ② 当該知的財産権を保有している大学が当該知的財産権にかかる管理や保護を組織的かつ適正に行っていますか。
- ③ 契約期間は申請会社が上場後も継続的に事業を行っていくうえで適正な期間になっていますか。
- ④ 当該知的財産権の実施にかかる費用について、当該契約で明確化されていますか。
- ⑤ 大学(注5)から一方的に解除もしくは不利益な条件に変更されない契約内容になっていますか。

なお、知的財産権にかかる契約内容等は投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い情報であると考えられることから、当該契約内容の開示が可能となるよう事前に守秘義務を解除する等の対応が必要であると考えられます。

(注1) 代替技術の利用が可能な場合や多くの要素を複合的に使用して事業を行っている場合など当該知的財産権の事業上の重要性が低い場合はこの限りではありません。

(注2) 例えば国立大学では、国立大学法人法 22 条第 1 項第 5 号において、国立大学法人の行う業務として、「当該国立大学における研究の成果を普及し、及びその活用を促進すること。」と定められ、研究成果の社会還元が求められています。

(注3) 大学によっては軍事目的や非倫理的目的等に研究成果を利用することを禁止しています。

(注4) 専用実施権とは、特許発明を独占的に実施することができ、また、権利の侵害者に対して自ら差止請求や損害賠償ができる権利であり、特許庁への登録により効力が発生します。なお、申請会社による知的財産権の排他的な利用について専用実施権と同等に一定の保護が図られるスキームであると評価できるものであれば、必ずしも専用実施権に限定するものではなく、審査上認められるものと判断することもあります。

(注5) 申請会社の事業継続の観点から問題ないと評価できる相手先であれば、知的財産権の保有者が大学でない場合についても、審査上認められるものと判断することもあります。

オープンイノベーションとしてのカーブアウト

- 単なるトランザクションとしてカーブアウトを見るのであれば、単純な1回取引の経済性の観点からのみカーブアウト取引を検討すれば足りる。
 - スタートアップ側の資本と取引の順序（ベンチャーファイナンス理論と整合する方法で移転対象資産の対価をファイナンスする方法論）：9ページ参照
 - Sankした移転対象資産の移転価格や取引形態、取引対価の種類や支払条件：10ページ参照
- 今回議論の対象となっているカーブアウトは、単なる1回取引なトランザクションとしての意味を超えて、**出元企業とスタートアップが長期的にWin-Winの関係を築くことができるカーブアウト**なのではないか？

そのようにとらえなければ起業家主導型カーブアウト取引は構造的に失敗してしまうため（後述）。



トランザクションとしてのカーブアウトの技術的な方法論（how）だけではなく、オープンイノベーションとしてカーブアウトが成り立つように、考え方（哲学や思想:what）にまで踏み込んでカーブアウト実務のあり方を探求する必要がある。

オープンイノベーションとしてのカーブアウトの考え方（思想・哲学）

起業家主導型カーブアウトは、出元企業と起業家が以下の基本認識をまずもって共通にすることが不可欠

1 切り出し対象となる事業は、出元企業の組織的能力では実施することができない事業である

- ✓ 理由が追加投資が難しいことであれ、マーケット規模が小さいことであれ、既存ビジネスを抱えてその運営に最適化された出元企業の組織構造では、能力的・構造的にそのビジネスを実施することはできない。
- ✓ 「やれたのにやらない」ではなく「組織の限界によりできない」という点が重要。
- ✓ 「自社ができないことをやる者」として起業家を観ることによって初めて、起業家に対するリスペクトが生まれ、対等な立場からの取引交渉を行うことができる。
 - － 失敗するカーブアウトの真の原因は、起業家（多くの場合若い従業員）を、組織内の人間が安全地帯から心理的マウントをとって取り扱おうとするため。
 - － 一部の企業が「社員起業家を応援する」などとして創設するカーブアウト制度も、多くの場合そもそも従業員は会社のモノという前提のもとで「支援してやる」「社員教育の一環」という、よく言えばパターナルな、悪く言えば対等の存在として見るつもりがそもそもないような制度設計になっている

2 企業の使命は、社会に対してソリューションを提供することにある

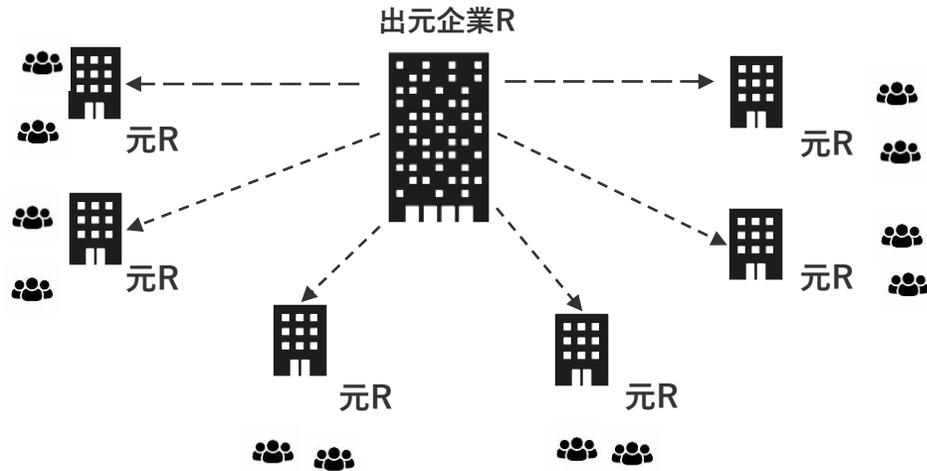
- ✓ 大企業であれスタートアップであれ、企業の使命は人々に対して課題解決の方法を届けることにある点は同じ。
- ✓ 課題解決のための新たな仮説があり、その実現にフルコミットする覚悟ができている人がいて、出元企業の追加的なリソース提供なく事業を立ち上げられる状態なのであれば、出元企業は企業の使命として、その実現を少なくとも邪魔しないこと（できれば後押しをすること）につき社会的な期待があるはず。

オープンイノベーションとしてのカーブアウトの戦略

出元企業が、起業家主導型カーブアウトの支援に戦略的に取り組むべき理由を言語化する必要がある。

1 無形資産経営

- ✓ 無形資産はコントロールすることによってではなくネットワーク効果によりバリューを引き出すもの
- ✓ カーブアウト企業を連続的に生み出すことにより、支配しない群戦略を実現し、ネットワークから価値を引き出すことができる。



- ✓ シーズが出元企業Rなので、出元企業Rのプロダクトと相性の良いプロダクトが開発される可能性が高い
- ✓ 各スタートアップが顧客を獲得すると、それが出元企業Rの収益に貢献することになる構図を創りやすい（リーチできる顧客を広げられる）
- ✓ 社長が出元企業Rの出身なので、企業文化が近い。企業文化を企業を超えて広げられることは、良い企業文化を持つ企業にとってビジネス的にもブランド的にも大きなプラス

2 レピュテーション・ブランディング

- ✓ カーブアウトを通じて切り離された事業が成功することは、正しくブランディングをすれば出元企業のレピュテーションをむしろ高める。
- ✓ カーブアウトの思想・哲学を踏まえ、「戦略」としてカーブアウトを位置づけることで、市場との対話を通じてカーブアウトスタートアップの成功を自社の利益につなげることができる。

Win-Winを創出する出元企業からスタートアップへのエンゲージメント

出元企業が、支配によることなくどのようにスタートアップにエンゲージし、その価値を高めることができるか。

1 ブランド・ネットワーク

- ✓ ○○発スタートアップとして、スタートアップが初期に調達しがたい信頼を提供
- ✓ 次々にカーブアウト・スタートアップを生むことができれば、群（マフィア）としてスタートアップに信頼を付与することができる。
- ✓ 群を意識的にネットワーク化して、スタートアップが相互に連携が取れるような仕掛けを作ることも、スタートアップの成功率を高める

2 リソースの提供

- ✓ スタートアップの定義は「リソースがない会社」。人員の出向、施設の貸与、顧客の紹介など、出元企業が持っているリソースを、リソースがないスタートアップに好条件で提供する。
 - － ワラントなど一定のエクイティとの引き換えであれば税務的に問題のない仕組みを構築可能
- ✓ 出資だけが支援ではない。研究開発型スタートアップであれば、知財人員の専門能力の提供などはスタートアップの成功確率を大きく向上させることに寄与しうる。

出元企業が「利き手ではないほうの手」を担当する部門（オープンイノベーション部門）があれば、その部門を主担として、カーブアウト・スタートアップの成功を組織的に応援するようにするのが良い。

繰り返しゲーム化することにより均衡を動かし、戦略を変えさせる

起業家主導型カーブアウトは、1回のゲームと見ると均衡点は失敗カーブアウトシナリオとなる。

スタートアップ投資が、投資活動を繰り返しゲームとみなすことで、ポートフォリオとして見た成功を獲得することができるのと同じ発想で、起業家主導型カーブアウトを、出元企業が繰り返しゲームとみなすことができるようにするため、政策はどのような仕掛けを施すことができるか？

□ EBOでも事業会社主導型カーブアウトでもない「起業家主導型カーブアウト」という種類の取引が存在することを社会に認知させる。

- ✓ 起業家主導型カーブアウトが持つ特徴を、誤解しがちな他の取引類型の特徴との違いが分かるように整理する（特徴の明示）
- ✓ 起業家主導型カーブアウトの特徴を持つ取引類型は、他の取引類型と同じ思想で取り扱うと関係者との利害がアラインせずに必ず失敗することを分かりやすく示す（不利益の提示）
- ✓ 起業家主導型カーブアウトは知を外に出すタイプのオープンイノベーションであり、他のオープンイノベーションと同様に利き手と異なる手の思想でWin-Winを構想する必要があることを明示する（思想・哲学の明示）

□ 起業家主導型カーブアウトの典型スキームを明示する

- ✓ スタートアップ投資と同様、毎回一から作っているとコストが合わない
- ✓ 種類の明示とともにスキームを明示することで、社内の説得コストを劇的に低下させることができる

□ 繰り返しゲーム化の要諦は、一定のルールに従うことにより、これに従わないよりもメリットが得られる状況を創出すること

- ✓ 複数のカーブアウトを次々に生み出し、いわば「眠る知財の拠出によるファンドポートフォリオ」を構築できるのであれば、出元企業はポートフォリオ単位で経済的な利益を見込むことができる
- ✓ 単発のカーブアウト案件を手掛ける出元企業にルールに従ってもらう方法をインセンティブ面から考える必要
 - ルールに従って創設したスタートアップの事業成功の確率が上がる仕組みを作る
 - ルールに従って創設したスタートアップの事業成功が出元企業の戦略推進に役立つ仕組みを作る
 - 出元企業のレピュテーション向上につながる仕組みを作る

◆たとえば起業家主導型カーブアウトスタートアップを集積した「カーブアウトリーグ」を創り、これを有形無形で支援したりネットワーク化して価値創出に成功しやすい環境を整備してはどうか。

◆リーグ内のスタートアップは出元企業が分かるようにして、出元企業自体もネットワーク化してリーグ内のスタートアップにアクセスしやすい仕組みを作ってはどうか。

増島雅和

森・濱田松本法律事務所

tel. 03.5220.1812

email. masakazu.masujima@mhm-global.com



Facebook, X,
Eight, LinkedIn

- ✓ 伝統的企業によるスタートアップ買収成功のノウハウをすべて公開
- ✓ スタートアップの戦略、行動原理のエコノミクスを分かりやすく解説
- ✓ 段階的買収、スイングバイ、群戦略など最先端の買収ストラクチャと方法論をくわしく解説
- ✓ 買収時のバリュエーション実務から法務・税務に至るまで一気通貫に説明
- ✓ 多数の有力起業家、キャピタリストのインタビューも盛り込む豪華版

