

第2回 研究開発成果を活用した事業創造の手法としての カーブアウトの戦略的活用に係る研究会 議事要旨

【開催概要】

日時：令和6年1月31日（水） 14:00-16:00

場所：経済産業省 別館 11階 1107会議室

出席者：鮫島座長、岩佐委員、江戸川委員、北瀬委員、高橋委員、増島委員、水本委員、棟兼委員

オブザーバー：一般社団法人日本経済団体連合会、一般社団法人社会実装推進センター、特許庁、独立行政法人工業所有権情報・研修館、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構

事務局：経済産業省、株式会社野村総合研究所

【議事】

1. 増島委員によるプレゼンテーションについて
2. 北瀬委員によるプレゼンテーションについて

【議事概要】

1. 増島委員によるプレゼンテーションについて

<プレゼンテーション>

- このプレゼンテーションは、カーブアウトの案件を毎年複数見ている中で、カーブアウトというテーマに対してどのような考えを持つ必要があるかを、無形資産の考え方などを前提としつつ、構造やシステムからアプローチして考えているというもの。
- 起業家主導型カーブアウトにおける失敗の原因は、組織の中で「利き手のカーブアウト」と「逆の手のカーブアウト」の区別がついていないことである。「利き手のカーブアウト」とは売上やキャッシュフローがありバリュエーションがつく事業を会社の事業戦略として切り出すことで、この研究会の用語でいえば「事業会社主導型カーブアウト」に近い。これに対して、「逆の手のカーブアウト」とは、会社の事業方針とは合わない事業を切り出すことである。ここで区別をつける必要があるのは、既にキャッシュフローが生まれている事業を従業員主導でカーブアウトするケースは、M&Aの考え方と言う Employee Buy Out（以下、EBO）であり、議論しようとしている起業家主導型のカーブアウトとは異なるので、これらを混同してはいけない。
- また、切り出す段階でバリュエーションがつくと、元の事業会社にとって価値のある事業であるように見えてきてしまう。その会社の事業方針と合わない事業であればその会社にとっては経済的な価値はゼロであり、

VC などがつけているバリュエーションも技術についているのではなく起業する「人」に対してつけているということが事業会社側に理解されていない。

- スタートアップ創出型のカーブアウトにおいてはベンチャーキャピタル（以下、VC）から投資可能な条件にすることが大前提である。VCが投資できる条件は3つある。1つ目は起業家がリスクを取っていることである。ここでは創業者が全ての時間をその事業に費やしているという状態を「リスクを取る」と表現している。2つ目は切り出した際の資本構成で、例えばシード段階のダイリューションでせいぜい 8~10%程度までで、シリーズ A で 30%ほどダイリューションしてしまうとその案件は基本的にはそのあとの資金調達が厳しいと思われる。3つ目は、イグジットが想定されているということである。3年から5年でイグジットすることが見据えられていないと VC としては出資できないはずである。例外はあるが、これらが一般的な条件である。
- ベンチャーファイナンスの観点でカーブアウトのモデルを分析すると、切り出しの対象となる資産については起業家、起業家以外のエンジニアなどの人材、社内で活用できていないプロダクト・無形資産の 3 つが考えられる。これらのうち、人材は会社の資産ではない。また、社内でゴーサインが出なかったプロダクトは会社にとってサンクした資産であることを理解するべき。
- これらを踏まえて、カーブアウトのモデルにおける VC のバリュエーションについて考えると、例えば、ある技術をベースに起業しようとするチームに VC は一声 1 億円という価格を付ける。元の事業会社から見るとあたかもそのスタートアップのプロダクトや知的財産（以下、知財）が 1 億円の価値を持っているように見えるが、それは正しい見方ではない。多くの場合、VC はその起業家を見て、この人・チームであればこの事業計画を成し遂げられそうという見込みの下でバリュエーションを付けている。ゴーサインが出なかったプロダクトや無形資産にバリューがついているのではなく、人についているバリュエーションであるということを勘違いしてはいけない。
- 起業家主導型カーブアウトは、大学発スタートアップの創出とその構図に近いのではないか。大学発スタートアップは、自らは事業化を目的としない組織（＝大学）が無形資産を創出していて、外部から資金を調達して無形資産を切り出している。それに対して起業家主導型のカーブアウトは、事業化を断念した組織（＝元の事業会社）がもともと創出した無形資産をベースに、社内の人又は社外の人が、外部から資金を調達しながら事業化に取り組むという構図である。
- 起業家主導型カーブアウトのストラクチャーについて、これまで支援したカーブアウトのケースをもとに、ストラクチャーをメインストラクチャーとサブストラクチャーの2つに分類した。メインストラクチャーでは、起業家が会社を設立し出元企業との間で、知財移転に関するノンバインディングの Letter of Intent（以下、LOI）を結ぶ。こうすることでバリュエーションがつけられる状態になり、その上で投資家からの出資を得る。このタイミングにおいては有償新株予約権、いわゆる J-KISS を用いてバリュエーションを付けずに資金を調達することが多いが、ここで得た資金を元手に知財移転を図るのが一般的。世界的にもこのようなストラクチャーが採用されていると認識している。
- サブストラクチャーは、事業が既に出来かけていて、利益が出つつあるような状況の場合に採用されるストラクチャーというイメージ。まずは会社分割によって新会社を設立する。次に、起業家が別の会社を設立し、出元企業と株式譲渡に関する LOI を締結し、外部の投資家からシード投資を受ける。その後、起業家が設立した会社の株式を（LOI に基づいて）出元企業に譲渡し、起業家が設立した会社は、会社分割により設立された会社と合併するというストラクチャー。EBO の際にはこのようなストラクチャーで実施することが

多く、メインストラクチャーと混同しやすい。

- 知財移転の取引形態は、譲渡・排他ライセンス、どちらでもよいと考えられるが、東証の新規上場ガイドブックでは譲渡が望ましいとされている。元の事業会社ではその知財をベースとした事業をやらないと決めたのであれば譲渡が原則だと思われるが、領域の限定をした上でライセンスを付与することがありうると考えられる。移転対価は、金銭でもエクイティでもどちらでもよい。
- このようなノウハウの部分は様々な説明が可能であるが、howではなくwhat、つまりカーブアウトにより何を目指しているのかという点に関する共通認識が必要。それは、オープンイノベーションの世界で言われるような「プラスサム」が成り立つ世界観であり、そうした世界観を考える上では哲学や思想に立ち入る必要がある。
- まず、スタートアップ創出型のカーブアウトの基本的な考え方として以下の2点を突き詰めて考える必要がある。1つは、切り出しの対象となる技術は、自社の組織能力では事業化が不可能であるものということを確認する必要があるということ。それが可能な組織体制になっていない、あるいは能力がないため、やろうと思っても自社でできないものであるということを理解する必要がある。もう1つは、企業の使命が、社会に対してソリューションを提供することにあるということ。潜在力のある、自社ではできないビジネスではあるが、自社の外部では資金を提供する人がいるという場合に、その技術や事業をカーブアウトすることが社会へソリューションや価値を提供するものであるのならば、その会社はカーブアウトを阻害してはいけないということを理解していただくことが必要である。
- そうした世界観にどのように達するかを考えたときに、出元企業が起業家主導型カーブアウトに取り組むべきメリットや理由を言語化する必要もある。そのためにはまず、無形資産経営というものがそもそもどのようなものなのかを理解する必要がある。無形資産はコントロールするものではなく、ネットワークバリューを発揮するものであり、自社に閉じ込めるのではなくネットワークを作ってそこから価値を引き出すということが考えられる。その価値の引き出し方としては、類似するコーポレート・カルチャーや技術的発想を有する企業が群として繋がることで、全体のパイが広がっていくというモデルになるはず。そしてそれがブランディングになっていく。
- それでは出元企業は何をするべきか、という点についてであるが、出ていく人材に過度に出資する必要もないし、その人の雇用を保証する必要もないということである。これらは多くの場合、カーブアウトとして切り出されたスタートアップの成功率を下げてしまいかねないので、こういったものではなく、●●発スタートアップというブランド化による初期の信頼形成や、エンジニア等の人員、設備の提供、顧客の紹介など、そういった形でサポートいただきたい。また、カーブアウトしたスタートアップへのエンゲージメントを「利き手」ではない方が行うことで、個々のスタートアップを連携させていけば、群全体としての成功率が高まっていく。
- 起業家主導型のカーブアウトを1回だけの取引として見るとその成否の均衡点は失敗側へ傾く。スタートアップ投資も1回だけだと成功する確率は低い、全体を見れば成功していく構図を追求していけばよい。起業家主導型のカーブアウトを「繰り返しゲーム」として捉え、1回限りではない繰り返しの活動として取り組み、ポートフォリオ化した「知財ファンド」全体での成功を追求していくと結果が変わってくるのではないかな。
- そのためには、起業家主導型カーブアウトの定義を明確化すること。カーブアウトのスキームを明示し、そのスキームに則することで社内の調整コストを減らすということを政策としてやっていく必要がある。
- 数多くカーブアウトしていけばどれかはうまくいく。ポートフォリオを作っていくようにとらえていただきたいし、そのために会社の中のルールを考えていただきたい。繰り返しカーブアウトに取り組んだ方が、メリットがある、とい

う状況を作るということが重要である。そのためには、カーブアウトしたスタートアップをリーグのような形で集積させてネットワークを形成したり、そのリーグに入っている出元企業は各スタートアップにアクセスしやすくなるようにしたりすることで、プラスサムの状況を作ることが重要。

<質疑応答>

- 起業家主導型スタートアップが大学からのスタートアップ創出の構図に近いという点に同意である。大学がスタートアップ創出を推進する理由は3つあると思う。1つ目は、大学自らがビジネスを実施していく主体でないこと。2つ目は、スタートアップ創出に積極的であることが大学のブランディングになりやすく教員や学生を集めやすくなるからである。3つ目は、政府等の外部からの資金獲得がしやすくなるからである。大学からのスタートアップ創出の構図を事業会社における構造と比較して、足りない部分を整理・検討することは非常に価値があるのではないか。
- 大企業がカーブアウトを実行するにあたって、人材の問題がある。大企業内に起業に適した人材が多くいるのであれば問題ないが、大企業では水平分業が進んでいるため、大企業で活躍する人材がスタートアップの経営ができるとは限らない。シードでの「人」に着目して資金調達が行われる段階で資金を調達できる人材が育たなければならない。起業家の視座を上げること、経験値を上げることが重要。
- 経営人材の問題はカーブアウトに限らず日本において普遍的な問題である。大学発スタートアップにおいても技術のオリジネーターである先生が経営を担うとは限らない。カーブアウトにおいても同様に、経営人材と発明者とが分離することは現実的にありうる姿かもしれない。また、違う観点から言えば、競合から経営人材などを引き抜くことができるかどうかという、現実的には難しい。大企業が、グループ会社など関係する企業から経営人材を調達できるというかもしれない。
- カーブアウトする際の企業側の対応をこの研究会から発信する方向性もありうるのではないか。そういったことも考えていきたい。
- 出元企業の組織能力では事業化することができない技術や事業シーズはカーブアウトするべきであるという点について、資金的な観点もあるのではないか。例えば、自社で事業化しようとしているテーマについて、海外では同様の技術についてスタートアップ化されていてVCから巨額の資金を調達しているケースがある。大きな競合が出てきている中では、自社だけではやりきれないという判断もありうる。
- 経営人材に関しては、大学における経営人材マッチングも非常に難しい。技術の市場性やインパクトなどが明らかにならないとマッチングが成立しないが、それに半年かかることもある。その間、経営人材候補にはチームに参加していただいてある程度コミットしていただく。この類推から考えると、外部の最適なリクワイアメントを持った人材が事業会社のシーズに長期間接点を持つことができる仕組みがあれば、よりよい成果が出てくるのではないか。
- ストラクチャーの提示は重要なポイント。大学発スタートアップでは、（元となる事業主体が存在しないため）会社分割が起こりえないことから必ずメインストラクチャーに類似した構図の中で立ち上がると思う。また、メインストラクチャーとサブストラクチャー以外の企業の選択肢として、会社分割をして起業家人材に経営をってもらうというパターンがあるが、スタートアップ・ファイナンスの観点からはカーブアウトのパターンとしてありえないという主張は重要である。サブストラクチャーのように会社分割を伴うとしても、起業家が作った会社と最後は合併するスキームがあることを明示することには意義がある。

- 出元企業が、カーブアウトしたスタートアップからライセンスの対価として新株予約権を受け取るスキームを考えたときに、未上場企業の新株予約権を上場企業が取得することには会計処理に課題があることを指摘しておきたい。企業会計においては、未上場企業の新株予約権について毎期末公正価値評価をしなければならない。未上場企業の新株予約権の公正価値評価は難しく、手間やコストもかかるため、その手間等が障壁になる可能性がある。
- 企業側の視点からしても、カーブアウトを考えることにはポジティブな要素もある。ディープテックを扱う事業会社では、事業化するのに相当な長期間を要する。また、社内には起業家人材が欠けていることが多い。起業することでうまく経営者と合致すればシナジーを期待できるのではないかと感じている。
- 人材をどう輩出していくかという点に関しては、スタートアップの買収を増やしていくのが本質的な解。起業家人材が最大の希少資源という状態なので、起業家としての最初のトライが終わった人が次のビジネスを作っていくという循環ができることがエコシステム的には望ましい。
- 人材の問題に関しては、経験を積むことが鍵。極端に言えば、会社を作って経営経験を積むというのは一つの手。それを子会社の形式でやることも考えられる。限られた職能しか経験していない者に最初から経営を求めることは酷であり、経営者としての最低限の経験を持たせることが極めて重要。

2. 北瀬委員によるプレゼンテーションについて

<プレゼンテーション>

- この研究会では、大企業からカーブアウトする者が議論の中心なので、「大企業アセットを活用するスタートアップ起業家」という観点が重要だと思う。
- NECでのアウトバウンド型のオープンイノベーションの取組みとして、2018年にNEC Xを米国で立ち上げた。これにより、社内の研究者からは、自らが開発した技術を事業化できるパスが広がったと認知され、その結果研究者のリテンションが高まったという効果があった。カーブアウトとしてのオプションが持てる会社であることは、研究者のモチベーションの向上に繋がる。
- BIRD INITIATIVE はジョイントベンチャーであり、事業会社が、自社では事業化できない技術の事業化を支援する取り組みを行っている。事業を起こしたい人に対して、自社を説得することの支援や投資家が投資する条件をどうマッチングさせるかを支援している。
- 「どれだけ早く顧客と競合がいる本番リングに上がるか」が重要である。これが、カーブアウトしてスタートアップとして事業化に取り組むことの意義。社内で新規事業づくりを進めている人の話を聞くと、ずっと練習しているような状態で、なかなか本番のリングに上がっていかない方が多い。また、社内での新規事業の取組みは、景気に左右されることもある。1つの独立した会社の中で、その会社のキャッシュフローの中で取り組んだ方が安定的に事業開発できる。外に出てキャッシュバーンするまでは戦える状態にすることが重要だと考えている。
- イノベティブな企業であり続けるために、人事と評価とルールを変えてきた。人事においては、新事業開発向けの職種を設け、そのキャリア専用の教育制度や飛び級制度を整えた。また、適正に業務評価がなされるよう、新事業開発部門向けに、事業のステージに合わせた業績評価制度を作った。アイデア段階で

はプロセスを、ある程度のビジネスになったものは事業価値を評価するなど。事業会社からカーブアウトしていくにあたっての理不尽な苦勞をなるべく減らすような取り組みを行ってきた。

- dotData 社のカーブアウトは、当時、様々な点で会社内にて議論をした。特に議論になったのは技術・人材・経営の3点。まず、技術に関しては、会社側はコア技術を出したくないと考えるのに対して、スタートアップ側としては強い技術がなければ生き残れないため優れた技術の譲渡を要望する。人材に関しては、会社としては優秀な人材を外に出したくないが、スタートアップ側は優秀な人材がいないと勝つことができないため極めて優秀な人材を求める。経営観点では、会社側はカーブアウトしたスタートアップの経営をコントロールしたいが、スタートアップ側は事業遅延リスクはなくしたい強く要望する。また、既存事業への悪影響や競合ビジネス化する懸念もあった。そこで、大前提となる考え方として dotData 社の企業価値を高めることを調整過程の中での大原則にしようということを掲げた。これが、カーブアウトのプロセスを進める上で極めて重要であった。
- カーブアウトの類型について、起業家主導型と事業会社主導型とがある中で、NEC のケースではほとんどが事業会社主導型である。起業家主導型カーブアウトの目的は、成功のために会社の制限から逃れることで、成功の定義は CF 増加であると考えている。タム交渉論点は、競業避止・IP/ノウハウの取り扱い・アセットの使用条件などである。
- 事業会社主導型カーブアウトは、積極的成長期待と消極的成長期待との2つの領域がある。消極的成長期待は、自社での更なる投資には消極的だが投資回収に淡い期待を抱いている状態である。積極的成長期待のケースでは、成功定義は PL の増額が第一とアップサイドのキャッシュリターンにあり、スタートアップの成功のための自社のアセットを提供する。タム交渉はお互いの成長の観点から議論するので友好的な会話になる傾向がある。一方、消極的成長期待のケースでは、PL リスクがどう減少するかが議論の中心になる。自社では必ずしも成長期待が持てない事業のカーブアウトであるため、メンバーのモチベーションが下がる可能性がある。その点を上手く管理して適切なチームを作れるかが重要なポイントとなる。

<質疑応答>

- 契約交渉について調整を要した点に関して、ある程度の経験が積み重なる中で特に調整が困難になるケースは減っていったものなのか。
 - ◇ 不合理に調整が困難になるケースは減った。また、カーブアウトまでのロジックツリーも作れるようになってきた。カーブアウトまでの考え方が整理できていると、無駄な時間を使わずに、スムーズに「本番のリング」に上がることができる。
 - ◇ 本質的なメッセージは「早く本番リングに上がるべき」ということと理解。ただ、リングに上がるまでにいろいろな問題が出てくるのではないかと現場は心配するが、それほど心配する必要はないというメッセージを出していければよい。
- 自分の経験では、エース社員のような人材が声を上げて、起業家主導型カーブアウトのパターンで会社との交渉に行き着き、そこから積極的成長期待に持っていくパターンが多い。積極的成長期待の領域から始まるカーブアウトはジョイントベンチャーの設立に近いのではないか。
- NEC は将来的に注力していくコア事業をどのように決定しているか。例えば、市場規模・売上規模、利益率、黒字化までの長さが何年以内などの基準があるのか。

- ◇ 明確な基準があるわけではないが、マクロ分析を踏まえながらも、将来の成長領域選定は大きく 3 つの観点がある。1 つ目は社長や経営陣の意思、2 つ目は競争力がありそうな技術を発端にすること、3 つ目は顧客からのフィードバックなどがある。
- 15 ページのマトリクスに至るまでの戦略として、基礎研究や応用研究への予算の振り方はどうなっているか。
 - ◇ 研究予算は、基礎研究と応用研究にある一定の比率で分配されている。基礎研究は成果が得られるまで時間がかかるので、将来のことはその時が来たら考えるというスタンスを取っている。その意味で、基礎研究の領域でははじめからスタートアップを狙っているわけではない。なお、NEC では、研究所のすべての研究開発テーマが技術成熟度と事業成熟度との二軸でマッピングされ、社内公開されている。
- 知財のみであれば安く切り出すことも可能だと思うが、何らかの試作品などアセットが伴っている場合、バリュエーションにはどの程度の影響があるのか。
 - ◇ 知財を切り出す話になるとコストアプローチなのかマーケットアプローチなのかといった議論が起きがちである。カーブアウトのコンセプトを明確化して、コンセプトごとにどういう形で知財を出すべきかを検討している。

以上

お問い合わせ先

経済産業省

産業技術環境局

技術振興・大学連携推進課

電話番号

03-3501-1778