

# 外部指向型コーポレートベンチャリングに関する考察：

## ソフトバンク株式会社による関係会社創出の分析

|       |   |
|-------|---|
| メタデータ | 言語: Japanese<br>出版者: 日本ベンチャー学会<br>公開日: 2019-01-10<br>キーワード (Ja): コーポレートベンチャリング, F型組織, コーポレートベンチャーキャピタル投資, 大型買収, ソフトバンク株式会社<br>キーワード (En): Corporate Venturing, Type F Organization, Corporate Venture Capital Investment, M&A, SoftBank Corp.<br>作成者: 新藤, 晴臣, 秋庭, 太<br>メールアドレス:<br>所属: 大阪市立大学, 龍谷大学 |
| URL   | <a href="https://ocu-omu.repo.nii.ac.jp/records/2020639">https://ocu-omu.repo.nii.ac.jp/records/2020639</a>   |

# 外部指向型コーポレートベンチャリングに関する考察：ソフトバンク株式会社による関係会社創出の分析

新藤 晴臣, 秋庭 太

|                    |  |
|--------------------|--|
| <b>Citation</b>    | 日本ベンチャー学会誌, No.24, p.27-42.  |
| <b>Issue Date</b>  | 2014-09  |
| <b>Type</b>        | Journal Article  |
| <b>Textversion</b> | Publisher  |
| <b>Rights</b>      | ©日本ベンチャー学会. For personal use only. No other uses without permission.<br>このコンテンツは、「私的使用」や「引用」など、著作権法上認められている適切な方法にかぎり利用できます。その他の利用には、著作権者の事前の許可が必要です。   |
| <b>Abstract</b>    | <p>本研究は、日本のベンチャー企業の、外部指向型コーポレートベンチャリング（CV）について、仮説構築を行うことを目的とする。特に本研究は、母体企業グループによる関係会社創出とセグメント構成に焦点を当て、議論を行っている。</p> <p>研究方法として本研究は、ソフトバンクグループ（SBG）に関するケーススタディーを行っている。具体的にはセグメント構成、関係会社創出、投資に関するデータベースを作成し、Pajek を用いて分析を行っている。</p> <p>結論として、第 1 に外部指向型 CV のフレームは、背景（戦略的・経済的）、CV の特性（資源の移転、投資アプローチ）、成果（戦略的・経済的）、により構成される。第 2 に外部指向型 CV においては F 型（ファンド型）とも呼ぶべき組織形態がとられる。なお本研究の主な限界点としては、単一事例研究である点が挙げられるが、今後は多様な研究方法を導入し、堅牢性を高めることで対処したいと考える。</p> |
| <b>DOI</b>         | 10.24717/jasve.24.0_27   |

Self-Archiving by Author(s)  
Placed on: Osaka City University

# 外部指向型コーポレートベンチャリングに関する考察

—ソフトバンク株式会社による関係会社創出の分析—

## An Empirical Study on Outside Resource Based Corporate Venturing

—The Firm Creation Influence of SOFTBANK Corp. Group—

大阪市立大学大学院 新藤 晴臣

龍谷大学 秋庭 太

### 要旨

本研究は、日本のベンチャー企業の、外部指向型コーポレートベンチャリング (CV) について、仮説構築を行うことを目的とする。特に本研究は、母体企業グループによる関係会社創出とセグメント構成に焦点を当て、議論を行っている。

研究方法として本研究は、ソフトバンクグループ (SBG) に関するケーススタディーを行っている。具体的にはセグメント構成、関係会社創出、投資に関するデータベースを作成し、Pajek を用いて分析を行っている。

結論として、第1に外部指向型 CV のフレームは、背景 (戦略的・経済的)、CV の特性 (資源の移転、投資アプローチ)、成果 (戦略的・経済的)、により構成される。第2に外部指向型 CV においては F 型 (ファンド型) と呼ぶべき組織形態がとられる。なお本研究の主な限界点としては、単一事例研究である点が挙げられるが、今後は多様な研究方法を導入し、堅牢性を高めることで対処したいと考える。  
キーワード：コーポレートベンチャリング、F 型組織、コーポレートベンチャーキャピタル投資、大型買収、ソフトバンク株式会社

### Abstract

The purpose of this research is to set up the hypothesis about the outside resource based corporate venturing (CV) conducted by Japanese venture enterprises. Specifically, we analyze the related companies created by the umbrella organization and the change of the segments.

In order to verify the above issues, we conducted a case study about SoftBank Corp. Group. Especially, we make the databases on

business segments, related companies and investments of the group. The databases are used for analysis by networking software “Pajek”.

In this study, the followings are the findings regarding the outside resource based CV by Japanese venture enterprises. (1) The framework of the outside resource based CV is constructed by (a) context (strategic and economic), (b) characteristics of CV (resource transfer and investment approach), and (c) outcomes (strategic and economic). (2) The formation of outside resource based CV, conducted by Japanese venture enterprises, should be called “Type-F (Fund) organization”. At the kind of organization, most of segments are replaced in the short term, like an investment fund.

There are limitations of this paper. (1) The single case study is not enough to generalize the conclusion. (2) The effect of internal corporate venturing is not researched. In order to challenge the limitation, a variety of research methods should be adopted.

Key words : Corporate Venturing, Type F Organization, Corporate Venture Capital Investment, M&A, SoftBank Corp.

### 1 序

コーポレートベンチャリング (Corporate Venturing : 以下 CV) に関する研究が近年、世界的に進みつつある。CV とは、「社内外の手段を活用し、既存または新規の分野・市場・産業で、事業を創造することに焦点を当てた (既存企業の) 組織の仕組・プロセス・実践の集合体」(Narayanan, Yang and Zahra(2009)、pp.59) と定義される。さらに CV の

手法には、ICV (Internal Corporate Venturing (=社内ベンチャー) : 以下ICV)、ベンチャー育成、スピノフ、合弁事業、吸収合併、CVC 投資<sup>4</sup> (Corporate Venture Capital Investment : 以下CVC 投資)が含まれる (Roberts(1980), pp.135-136)。

CV に関する研究の歴史は、1960 年代における、ICV 研究まで遡ることができる (榊原・大滝・沼上(1989), pp.10)。当時、3M、デュポン、エクソンといった、先駆的企業のベンチャー管理者やコンサルタントの経験について研究が行われ、また 1970 年代には ICV のデモグラフィックス研究が進むなど、ICV を中心に研究の蓄積がなされていく。

ICV に代表される社内の技術・ノウハウをもとに事業を創造する CV は、①内部指向型と呼ばれるが、反面、CVC 投資、大型買収<sup>2</sup>、技術導入、合弁事業など外部資源を活用し事業創造を行う②外部指向型の CV も存在する (榊原ほか(1989), pp.7)。これら②外部指向型 CV については、1990 年代以降、CVC 投資の分野を中心に、実証研究が世界的に進みつつある<sup>5</sup>。しかしわが国においては、外部指向型 CV に関する研究が「量」の面で不足しているほか<sup>4</sup>、大手電機メーカーを対象とした、定性研究が中心になるなど、「質」の面でも海外の研究とは異なる状況にある。これら研究は一定の示唆を与えるものの、対象とする既存企業の CV の主軸は、内部指向型となることから、外部指向型 CV を積極活用することで成長を模索する、近年のわが国のベンチャー企業を論じる上では、限界があるものと考え<sup>6</sup>。

本研究は、1990 年代以降の日本のベンチャー企業の事例から、外部指向型 CV について、仮説構築を行うことを目的とする。具体的には、関係会社創出による母体企業グループのセグメント構成の変化に焦点を当て、①外部指向型 CV に影響を与える要因、②外部指向型 CV が成果に与える影響、③その相互関係について、明らかにすることを目指している。

## 2 先行研究に関する考察

CV についてはこれまで、多様な研究が行われてきたが、それらを整理・統合した研究としては、Narayanan et al. (2009)による研究が挙げられる。同研究では、1995～2004 年に主要 18 学術誌に掲載された、CV に関する実証研究 83 本の整理を通じて、CV と CVC 投資に関するフレームを示している<sup>6</sup>。これら 2 つの分析フレームは、①内部指向型 CV と

②外部指向型 CV の関係に概ね対応することから、前者を①内部指向型 CV、後者を②外部指向型 CV のフレームとみなした上、以降ではこれらを議論の出発点とし、国内外の先行研究の整理を行う。

### 2.1 内部指向型 CV に関する考察

①内部指向型 CV について、Narayanan et al. (2009) は、a)背景、b)CV の特性、c)成果、という、3 つの要素により構成されたフレームを示している (pp.62)。同フレームの各構成要素は a)→b)→c)と影響を与える関係にある。a)の内訳には、環境 (技術、新製品需要など) と組織的背景 (経営層の支援、企業文化、プロセス、報酬/コントロール、企業戦略の概要、タイミングなど) があるとされる。また b)の内訳には、戦略、CV へのポテンシャル、社内企業家活動、ベンチャー特性、適合性/関連性、企業家活動の気質があるほか、c)の内訳には、経済、市場パフォーマンス、戦略的便益があるとされる。

一方で、①内部指向型 CV の代表例である ICV は、「異なる市場への進出、異質な製品開発を目的とし、既存企業が別個の事業部・独立体を社内に設定する状態」(Roberts(1980), pp.136) と定義されている。また定義の条件としては、既存事業と異なる新規性の高い事業創造、大企業内の独立性の高い事業創造単位、権限・資源の社内企業家への付与が挙げられる (山田幸三(2000), pp.12)。これら定義の条件と、①内部指向型 CV の a)背景、b)CV の特性とは概ね重なるため、以降では ICV の研究を中心に議論する。

①内部指向型 CV の、b)CV の特性に関する議論の中で、社内企業家 (Intrepreneur) の先行研究は、重要な部分を占めている。社内企業家は管理職と比べて、事前調査～業務確立という幅広い役割を担うとされ、中でも事業開始～業務確立の空白を埋めるとされる (Pinchot(1985), pp.34-35)。また従来の管理職と比較して、調整・交渉の役割は共通するが、企業家的側面が異なるとされる (橋本(2013), pp.42)。

a)背景と b)CV の特性とを結ぶ議論の 1 つとして、先行研究では、既存企業の組織形態である事業部制 (D 型)、マトリックス制 (M 型) に対し、「新事業を創造する際に、そのための新しい組織を「従来の組織」から分離」するサテライト制 (S 型) の存在が示唆されている (榊原ほか(1989))。さらに近年、取締役 (board) が ICV の活発度に影響を与える (Zahra, Filatotchev, and Wright(2009))、経営層の支援や業務裁量は、末端管理職によるアイデアの

事業化よりも上級管理職のアイデアの事業化に対し、よりプラスに働く (Hornsby, Kuratko, Shepherd, and Bott(2009))、経営チームの規模と身分保障の差が大きいほど、新製品導入が早い (Srivastava and Lee(2005)) といった結果も示されている。

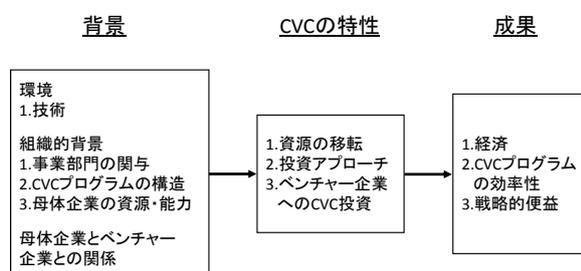
b)CV の特性と c)成果との関係についても、研究が進められている。例えば、c)成果のうち経済面の議論としては、探索志向型よりも開発志向型の方が CV 部門の生存期間は長いとされている (Hill and Birkinshaw(2008))。また c)成果のうち戦略的便益との関係では、母体企業のドメインの内側に ICV を創出する「フォーカス」と、外側に創出する「サテライト」のパターンが存在し、プロトタイプ的设计思想、ドメインの深耕可能性、既存事業との資源の関連性、変革インパクト、変革プロセスの進捗について異なるとされる (山田幸三(2000))。その他に、ICV の推進主体であるチャンピオンが、環境の悪化に直面することで、アンタゴニスト (反対者) へと変わる可能性も、示唆されている (伊藤(2011))。

ここまで①内部指向型 CV の代表分野である ICV を中心に議論してきたが、以降では②外部指向型 CV、中でも CVC 投資を中心に議論を行う<sup>7)</sup>。

## 2.2 外部指向型 CV に関する考察

CVC 投資とは「戦略・財務の両目的に基づき非金融企業によって行われる、ベンチャー企業への株式投資」と定義される (Narayanan et al.(2009)、pp.59)。CVC 投資のフレームは図 1 の通り、a)背景、b)CVC の特性、c)成果により構成され、a)→b)→c) と影響を与える関係になっている。

図 1 CVC 投資に関するフレーム例



出所 : Narayanan et.al.(2009)、pp.65

a)背景のうち、環境と組織的背景が含まれる点は①内部指向型 CV と同じであるが組織的背景の内訳はやや異なっている。具体的には、事業部門の関与の重要性が指摘されているが、これは CVC 投資で

は独立系 VC の投資とは異なり、財務・法務機能のほかに、研究開発、新製品開発、製造、販売・マーケティングまで母体企業が支援することに起因する (Dushnitsky(2006)、pp.418)。このように、母体企業がカギとなる CVC 投資では、その資源・能力やベンチャー企業との関係も重要となる。また CVC の投資形態には、直接投資、完全子会社による投資、専門 CVC による投資があるとされ、先方より順に、一般的かつ母体企業の管理も厳密とされる (Dushnitsky(2006)、pp.408) <sup>8)</sup>。これらの議論は CVC プログラムの構造に含まれると考える。

c)成果のうち、経済と戦略的便益は、CVC 投資の定義にある、戦略・財務の両目的に概ね対応すると考えられる。財務的目的とは、CVC 投資の ROI や キャピタルゲインなど財務的リターンを意味するが、戦略的目的には新技術の獲得、社内イノベーションの促進、事業機会の追求など多様な要素が含まれる (湯川・西尾(2011)、pp.131)。戦略的目的と財務的目的の関係については、CVC 投資では両方の目的が追及されるほか (長谷川(2008))、新技術の追求などの戦略的目的により焦点を当てた CVC 投資の方が、財務的目的に焦点を当てた CVC 投資よりも大きな企業価値を創出するとする研究も存在する (Dushnitsky and Lenox(2006))。

a)背景、b)CVC の特性、c)成果、の 3 者の関係についても議論がなされている。例えば、母体企業とベンチャー企業との戦略的関係の維持 (=背景) とポートフォリオの多様性の増加 (=CVC の特性) により、投資先ベンチャー企業の将来の企業価値 (=成果) が増加するとされる (Lin and Lee(2011))。

a)背景、b)CVC の特性の関係に絞った場合、研究開発投資が多い産業 (=背景 (環境)) ほど、CVC 投資数は増加する (=CVC の特性) とされる (Sahaym, Steensma, and Barden(2010))。また、技術変化が早く先行者優位性の少ない産業に所属し (=背景(環境))、技術、マーケティング、ベンチャー経験などを持つ企業の (=背景(組織的背景))、CVC 投資の規模は大きい (=CVC 投資の特性) とされる (Basu, Phelps, and Kotha(2011))。

さらに b)CVC の特性と c)成果の関係について、投資先の産業の多様性 (=CVC の特性) はその選択能力 (=成果(CVC プログラムの効率性)) と、投資ステージの多様性 (=CVC の特性) は投資先の評価能力と、それぞれ正の相関があるとされる (Yang, Narayanan, and Zahra(2009))。また、事業に直結

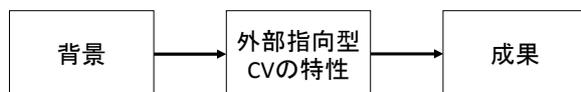
する成果を目指す場合 (=成果)、CVC が設立 (=CVC の特性) される (長谷川(2008))。

ここまで内部指向型 CV と外部指向型 CV の先行研究を整理したが、両者の間では共通点と相違点が存在する。具体的には、内部指向型 CV の研究では、ICV を運営する組織形態や社内企業家などの議論が中心になる反面、外部指向型 CV の研究では、CVC 投資やそのプログラムの議論が中心となっている。これら 2 つの CV の形態に関する議論には、対象とする経営資源の面で、共通点と相違点が存在する<sup>9)</sup>。両者の間では、ICV の組織や投資プログラムなど、組織資本が議論の中心となる点では共通している。また相違点としては、内部指向型 CV の研究では、社内企業家など人的資本が議論の中心になる一方、外部指向型 CV の研究では、CVC 投資など財務資本に関する議論が中心となっている。

### 3 分析フレームと方法

#### 3.1 本研究の分析フレーム

図 2 分析フレーム



出所：筆者作成

本研究における分析フレームは図 2 の通りとなる。本フレームは基本的に、図 1 のフレームをベースとするが、Narayanan et al.(2009)が論じる通り、各ボックスの内訳は意識するもののバイアスを避ける観点からあえて変数として設定しない。また本研究は、外部指向型 CV を通じて、母体グループ全体に与える影響を明らかにすることを目的とするため、図 2 の外部指向型 CV の特性→成果の関係が、議論の中心となる。しかし外部指向型 CV に関する先行研究のレビューから、環境や組織的背景などの背景は外部指向型 CV に影響を与えるため、背景→外部指向型 CV の特性の関係も、フレームに残している。

#### 3.2 研究方法に関する考察

外部指向型 CV に関する先行研究では定量研究が主流となっており、中でも VentureXpert Database (Venture Economic)、Compustat Data (Standard and Poor's) などの既存データベースを活用した研

究が散見される (Dushnitsky and Lenox(2006)、Yang, Narayanan and Zahra(2009))。さらに国内の先行研究においては、資本政策データベース (Japan Venture Research) を活用した研究も存在する (湯川(2012))。これら定量研究は、仮説検証に優れるものの、現時点では仮説が具象的でない段階にある。また本研究では、図 2 のフレームより仮説構築を試みるため、以降では定量研究に定性研究を加えたケーススタディーを、研究方法に採択する。

ケーススタディーは、①特定の組織・部門を対象、②複数の場への着目、③多様なデータ収集方法、④コンテキストの強調を特徴とする (Bryman(1989)、pp.171-172)。研究方法としての優位性としては、①調査手法の多様性、②質・量ともに優れた情報の獲得、③豊かな洞察力の獲得、が挙げられる一方で、定性研究を中心とすることによる、妥当性に対する批判も挙げられている (新藤(2006)、pp.16)。

調査方法の多様性といった、ケーススタディーの優位性を活用しつつ、定性研究の妥当性への批判を回避するため、本研究は定量研究の視点も取り入れている。具体的には、Lin and Lee(2011)をヒントに、『有価証券報告書』を基にセグメントと関係会社に関するデータベースを作成・分析している。

### 4 ケーススタディー

本研究では 1994~2010 年度を対象期間とする、ソフトバンクグループ (ソフトバンク株式会社及び関係会社：以下 SBG) のケーススタディーを行う。SBG を選択した理由としては第 1 に、CVC 投資や大型買収などを通じて創出・保持された関係会社数が年平均 200 社以上に達するなど、外部指向型 CV に積極的に取り組む日本のベンチャー企業であることが挙げられる。第 2 に、IR 資料を初め、関係会社に関する資料の多くが開示されていることから、定量研究を含む多様な研究方法を採択できることが挙げられる。なお同社の概要は以下の通りとなる。

【社名】ソフトバンク株式会社<sup>10)</sup>

【設立】1981 年 9 月 3 日

【代表】孫正義

【本社】東京都港区

【資本】2,387 億円

【売上】3 兆 3,783 億円

【社員】24,598 名

【沿革】<sup>(11)</sup>

- 1981年 9月 株式会社日本ソフトバンク設立  
パソコン用ソフト流通事業開始
- 1982年 5月 『Oh! PC』『Oh! MZ』創刊
- 1990年 7月 ソフトバンク株式会社に社名変更
- 1994年 7月 日本証券業協会に店頭登録  
12月 Ziff Communication Companyの  
展示会部門買収
- 1995年 2月 株式会社パソナソフトバンク設立
- 1996年 1月 ヤフー株式会社設立  
12月 ジェイ・スカイ・ビー株式会社設立
- 1998年 1月 東京証券取引所第1部に上場  
6月 イー・トレード株式会社設立
- 1999年 1月 ソフトバンク・テクノロジー株式  
会社設立
- 2001年 9月 「Yahoo! BB」サービス開始
- 2004年 7月 日本テレコム株式会社子会社化
- 2006年 4月 ボーダフォン株式会社子会社化

4.1 SBGに関する先行研究

SBGの経営は、インターネット財閥経営（投資を通じた関係会社の支配構造）や、タイムマシン経営（世界的ネットサービスの日本展開）など全く独自の経営として語られることも多いが（松田(1999)）、既存の経営理論に基づき考察する研究も存在する。

例えば山田啓一(2004)、(2006)はSBGの各事業を、市場浸透、新製品・サービス、多角化に分類した上、その成長を、ドメイン・シフトによる再拡大というドメイン戦略の変化に求めている。

ドメイン戦略の変化の背景について山崎(2007)は、長期にわたるケース分析から、キャピタルゲインを狙うように見えるSBGの事業展開の背景に、IT・インフラ事業への集中・挑戦という起業家（孫正義）の一貫した意志が存在すると論じている。さらに、新藤(2014)はSBGの『Annual Report』での起業家の発言についてテキストマイニングを用いて集計・分析している。その結果、ドメインに関する起業家の発言比率と、数年後のSBGのセグメント構成は概ね一致しており、また起業家が特に多く発言した事業の比率が、後に顕著に上昇していることから、SBGの起業家は、自らの戦略的パースペクティブの強調を通じ、ドメイン変革の流れを創るとしている。

一方で、SBGの事業創造と投資についても議論がなされている。例えば、山田啓一(2004)は、自社による事業創造→合弁・買収による事業展開→自社による事業創造というパターンの変化を論じている。またその背景の議論もなされている。例えば三浦(1999)は、公開企業と非公開企業によるグループの金融的結合構造がSBGの投資のポイントであると述べている。松田(1999)も、ソフトバンク株式会社、純粋持株会社（100%出資）、事業会社（20%～35%出資）という三層構造をとることで、ダイナミックな事業構造の変化が可能になると述べている。

以上の議論からSBGの先行研究は、ドメインを中心とする「戦略」に関する議論と、投資を中心とする「財務」に関する議論に集約されると考える。よって本ケースではこれら2点を中心に論じつつ、投資と関係会社創出を立体的に示すことを試みる。

図3 ソフトバンク株式会社のセグメント<sup>(12)</sup>

|                 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| ソフト・ネットワーク事業    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| メディア・マーケティング事業  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 展示会事業           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| サービス事業          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| インターネット・カルチャー事業 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| イーコマース事業        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| イーファイナンス事業      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 海外ファンド事業        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 放送メディア事業        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| テクノロジー・サービス事業   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| ブロードバンド・インフラ事業  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 固定通信事業          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 移動体通信事業         |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| その他事業           |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |

出所：筆者作成

## 4.2 セグメント構成の推移<sup>13</sup>

ソフトバンクグループ（SBG）の前身となる株式会社日本ソフトバンクは、1981年9月、パソコン用ソフト流通の会社として孫正義により設立される（ソフト・ネットワーク事業）。その後1982年5月にパソコン専門誌『Oh! PC』『Oh! MZ』を発刊し、SBGはメディア・マーケティング事業へ参入する。

1990年代に入ると、SBGは急成長期を迎える。1990年7月に、株式会社日本ソフトバンクは社名をソフトバンク株式会社に変更する。資金調達の間では、1994年7月に日本証券業協会に店頭登録し、1998年1月には東京証券取引所第1部へ上場するなど、直接市場からの資金調達を積極的に行う。

こうした資金調達を背景に、SBGはセグメントを積極的に拡大していく。1994年12月にSBGは、Ziff Communication Company（米国）のうち展示会部門を買収する。さらに翌年の1995年4月に、世界最大のコンピューター見本市「コムデックス」を運営するThe Interface Group（米国）の展示会部門へ資本参加するなど、展示会事業を本格化する。また1995年2月には株式会社パソナと共同により、株式会社パソナソフトバンクを設立することを通じ、サービス事業にも参入していく。

SBGはその後も、セグメントの拡張を進めていく。SBGは1996年1月にYahoo Inc.（米国）と共同でヤフー株式会社を設立することでインターネット・カルチャー事業へと本格参入する。ヤフー株式会社はその翌年の1997年11月、日本証券業協会に店頭登録し、インターネット・カルチャー事業はSBGの主力セグメントとして長期間、存続していく。

1990年代にはその他に、2つの新たなセグメントが構築される。1つは放送・メディア事業であり、その始まりは1996年12月のジェイ・スカイ・ビー株式会社の設立まで遡ることができる。The News Corporation Limited（オーストラリア）との共同で設立された同社はその後、他社との合併を通じて、スカパーJSAT株式会社へと発展する。もう1つの新セグメントであるイーファイナンス事業について、1992年1月にはSBIホールディングス株式会社の前身となるソフトベンチャーキャピタル株式会社が設立され、1998年6月にはE\*TRADE Group, Inc.との共同でイー・トレード株式会社が設立される<sup>14</sup>。

2000年代に入ると、SBGのセグメント構成は、整理・統合されていく。メディア・マーケティング事業、放送メディア事業、テクノロジー・サービス

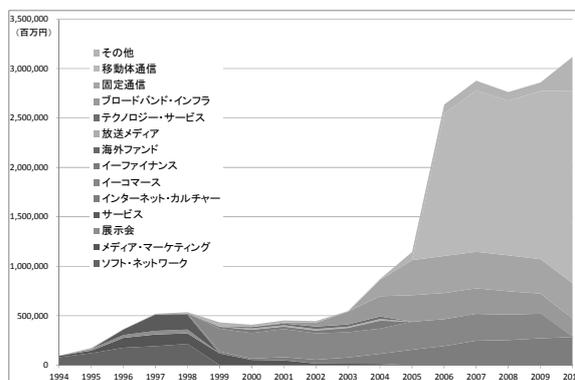
事業が、その他事業へ統合される。またソフトバンク株式会社は2006年8月、SBIホールディングス株式会社の全株式を売却し、イーファイナンス事業もSBGのセグメントから外れることとなる。

一方で2000年代に入ると、通信分野において、大型投資を中心としたセグメント構築が本格化する。ブロードバンド・インフラ事業の主体として2000年5月には、ビー・ビー・テクノロジーズ株式会社が設立され、2001年9月には「Yahoo! BB」（ADSLサービス）を開始する。2001年12月、SBGは、東京めたりつく通信株式会社、名古屋めたりつく通信株式会社、大阪めたりつく通信株式会社の3社を関係会社に加え、ADSLサービスを全国展開する。またSBGは、2004年7月に日本テレコム株式会社の子会社化を通じて固定通信事業へと参入するほか、2006年4月にはボーダフォン株式会社を子会社化することで、移動体通信事業にも参入していく。

## 4.3 財務への影響

セグメント構成の変化による財務状況への影響を分析するという観点から、ソフトバンク株式会社のセグメント別売上高と利益・損失を連結決算により集計すると、図4、図5の通りとなる<sup>15</sup>。

図4 セグメント別売上高の推移



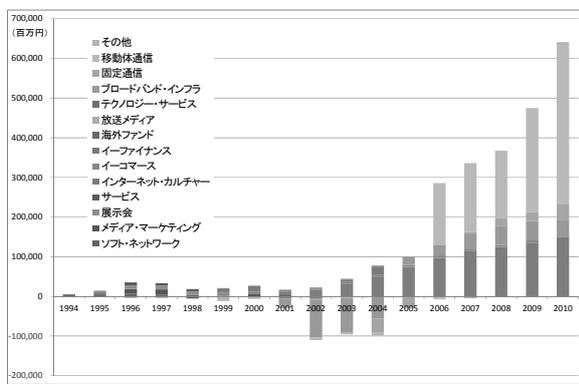
出所：筆者作成

セグメント別売上構成は図4により表されるが、1994～2010年度にかけて、SBGの主力事業は大きく変化している。1990年代にはソフト・ネットワーク事業、メディア・マーケティング事業、展示会事業、サービス事業など「サービス業」を中心に構成されているが2000年代前半に入ると、インターネット・カルチャー事業、イーコマース事業、イーファイナンス事業といった「IT事業」が主力となっている。

さらに 2000 年代後半には、ブロードバンド・インフラ事業、固定通信事業、移動体通信事業といった「通信事業」が売上の大半を占め、SBG の事業構成が大きく変化していることがわかる。

売上構成の変化に加えて、売上規模も大きく増加する。具体的には、1997～2002 年度の連結売上高は 5,000 億円前後で推移しているが、移動体通信事業への参入後、連結売上高を 2 兆円以上へと、大幅に増加させている。なお 2010 年度の連結売上高に占める移動体通信事業の割合は 64%に達し、SBG の主力事業は現在、移動体通信事業となっている。

図5 セグメント別利益・損失の推移



出所：筆者作成

次に図5のセグメント別利益・損失構成を見ると、1990年代と2000年代との間で、2つの点で違いがあるといえる。第1に、1990年代までセグメント別利益の合計は、最大値で300億円程度に留まっていた。しかし2000年代に「通信事業」へとシフトすると利益額の合計が、2010年度に6,000億円以上に達するなど、利益の規模を大幅に拡大している。

第2に、2つの期間を比較すると、利益を上げるパターンが異なっている。具体的には、1990年代にはほとんど全てのセグメントで黒字を計上している。しかし2000年代に入ると、ブロードバンド・インフラ事業で960億円(2002年度)、固定通信事業で360億円(2004年度)といった大幅な赤字を計上している。なおこれらセグメントでは、短期的に大幅な赤字を計上するものの、数年以内に黒字化を達成しており、投資回収パターンの変化を示している。

#### 4.4 Pajekによる可視化と分析

内部指向型 CV に関する先行研究では、既存事業と新規事業の位置を可視化する試みがなされている。

例えば榊原ほか(1989)は、CV の手法別の本体組織との距離を概念図という形で表している (pp.313)。また山田幸三(2000)は、既存事業に対する新規事業のドメインの位置の可視化を試みている (pp.230)。一方、外部指向型 CV には、CVC 投資の特性 (図1) に代表される特性があると想定されるため、図2の成果について、財務資本の観点から定量的にこれらを可視化することは、有効な分析と考える。

定量研究を行うに際し、本研究では1994～2010年度のソフトバンク株式会社『有価証券報告書』をもとに、詳細な関係会社データベースを構築した。関係会社データベースの合計レコード数は、のべ3,409レコードに達し、各レコードの項目は44項目に及んだ。これら44項目のうち、各セグメントの資産額、関係会社の資本金額、関係会社の出資比率を抽出し、1997年度、2002年度、2007年度を対象に“Pajek Ver2.05”による分析を行った。

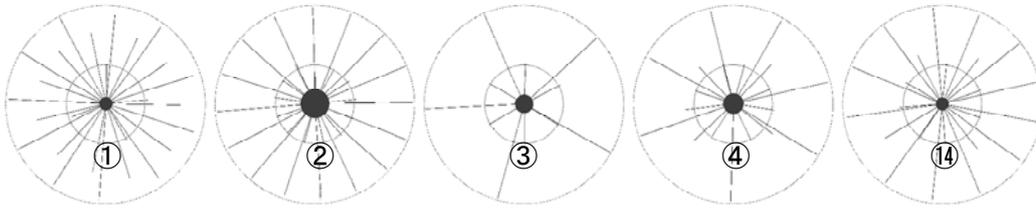
Pajek とは社会ネットワーク分野を中心に、多数のネットワークを、分析・可視化するプログラムである。適用範囲は、家族間の連絡経路から国家間の貿易に至るまで多岐にわたる (De Nooy, Mrvar and Batagelj(2005))。大量な情報が格納された、データベースを分析する方法としては、単純集計や統計的処理が一般的である。しかし SBG のセグメントのダイナミックな変化や関係会社創出の特徴といった成果を、財務資本の観点から同時に把握・分析するためには、“Pajek Ver2.05”に実装された描画アルゴリズムを活用することが、合理的と判断した<sup>(16)</sup>。

Pajek を用いた分析結果は、図6の通りとなる。図6では各セグメントとそこに所属する関係会社を①～⑭に位置づけ、その周りに補助線として、点線の二重の同心円を描いている。①～⑭の中心の円の面積は、各セグメントの資産額を表している。この円の面積は、SBG から各セグメントへの投資額を、疑似的に表している。中心の円から放射状に伸びる線は、各セグメントに所属する SBG の関係会社を表す。さらに線の先端にある円の面積は、関係会社の資本金額の大きさを表している。この円の面積は、関係会社の規模を疑似的に表すものである<sup>(17)</sup>。

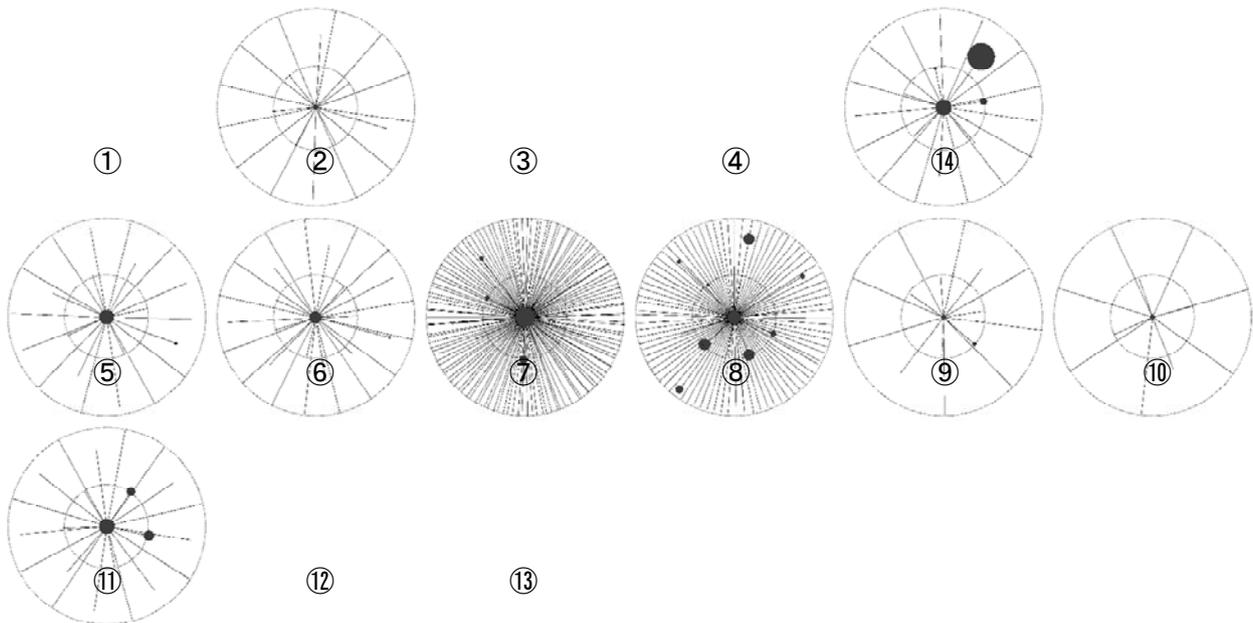
各線の中心からの長さは、ソフトバンク株式会社から関係会社への出資比率を表している。同心円のうち、内側の補助線＝出資比率 100%、外側の補助線＝出資比率 0%を意味し、出資比率が高いほど、線が短く中心に寄る構図となる。このことは SBG の関係会社への関与の度合を疑似的に表している。

図6 SBGのセグメント別投資と関係会社創出

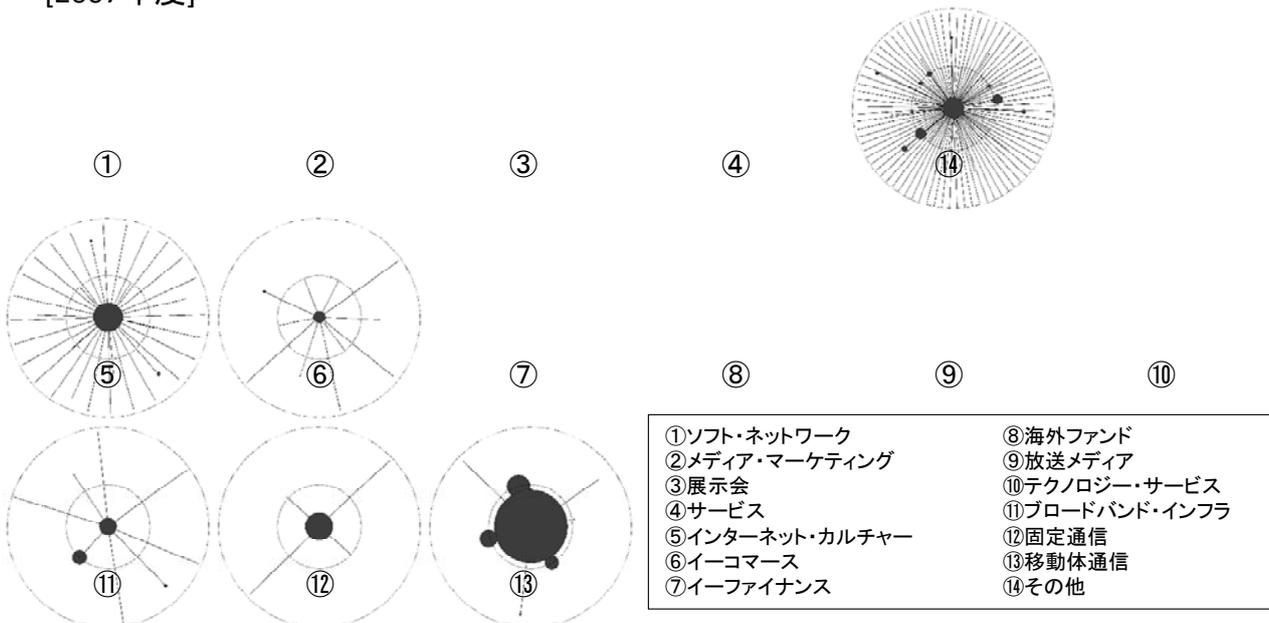
[1997年度]



[2002年度]



[2007年度]



- |                |               |
|----------------|---------------|
| ①ソフト・ネットワーク    | ⑧海外ファンド       |
| ②メディア・マーケティング  | ⑨放送メディア       |
| ③展示会           | ⑩テクノロジー・サービス  |
| ④サービス          | ⑪ブロードバンド・インフラ |
| ⑤インターネット・カルチャー | ⑫固定通信         |
| ⑥イーコマース        | ⑬移動体通信        |
| ⑦イーファイナンス      | ⑭その他          |

出所：筆者作成

## [1997 年度]

図 6 の通り、1997 年度の SBG のセグメントは、シンプルな構成となっている。具体的には、ソフト・ネットワーク事業、メディア・マーケティング事業といった当初の事業に、展示会事業、サービス事業、その他事業を加えた 5 セグメントにより構成される。

また図 6 の各セグメント間にて、中心の円の面積はいずれも小さく、放射状に延びる線の数も大差がないことから、セグメントへの投資額と関係会社創出数の規模は小さく、セグメント間の投資額の分散も少ないといえる。実数値からもセグメント別資産額は 977 億円～4,731 億円、関係会社数は 11 社～29 社であり、セグメント間の分散は少ないといえる。

さらに図 6 の各セグメント先端の円が小さいことから、投資金額と関係会社の規模は小規模であるといえる。また、データベースから資本金額の大きい関係会社は、ゲームバンク株式会社（ソフト・ネットワーク事業：4.5 億円）、ヤフー株式会社（その他事業：4.3 億円）となる<sup>48</sup>。いずれも数億円程度の資本金額であり、比較的小規模であるといえる。

最後に、関係会社への出資比率をセグメント別に比較すると、ソフト・ネットワーク事業とそれ以外のセグメントとの間には、大きな違いが存在する。ソフト・ネットワーク事業では、連結子会社が関係会社の大半を占めるが、その出資比率は 20% 台～100% まで多岐にわたっている。一方、それ以外のセグメントでは、連結子会社と他の形態の関係会社がそれぞれ一定割合を占める一方、連結子会社への出資比率は各社とも共通して 100% 近くになっている。

## [2002 年度]

2002 年度には、2 つのパターンを通じて、6 つのセグメントが加わる<sup>49</sup>。1 つは、インターネット・カルチャー事業、イーファイナンス事業、放送メディア事業、テクノロジー・サービス事業など、その他事業からセグメントが分離するパターンである。もう 1 つは、イーコマース事業、ブロードバンド・インフラ事業など、関係会社創出や大型買収を通じ、新たにセグメントが創出されるパターンである。

一方でセグメントの整理・統合も行われている<sup>50</sup>。具体的には、展示会事業→メディア・マーケティング事業、サービス事業→その他事業という形で統合が行われ、展示会事業はセグメントとして消滅する。

セグメントへの投資と関係会社創出の関係に着目すると、多くのセグメントでは関係会社数が少なく、出資比率も会社により様々となっている。しかし、

イーファイナンス事業、ブロードバンド・インフラ事業、その他事業の 3 つのセグメントでは、図 6 の通り、やや異なる形態をとっている。

イーファイナンス事業では、多額の投資が行われた結果、多数の関係会社が創出されている。具体的にはイーファイナンス事業の資産額は 2,210 億円に、関係会社数は 148 社に達している。なお創出された会社の多くは、資本金額が小さく、出資比率も低いなど、SBG との関係性は薄いものとなっている<sup>51</sup>。

セグメントへの一定規模の投資が行われる点では共通するものの、ブロードバンド・インフラ事業とその他事業では、関係会社数が少ない反面、一部の関係会社の資本金額が突出している。具体的には、ソフトバンク BB 株式会社（ブロードバンド・インフラ事業）、あおぞら銀行（その他事業）など、大型買収で取得した関係会社の資本金額は、セグメント資産額と比して大きくなっている。

## [2007 年度]

2007 年度には、大型買収を通じて 2 つのセグメントが新たに追加されている。1 つは日本テレコム株式会社への投資による固定通信事業参入であり、もう 1 つはボーダフォン株式会社への投資による、移動体通信事業への参入である。

この時期、大幅なセグメントの整理・統合も行われる<sup>52</sup>。具体的にはメディア・マーケティング事業、放送メディア事業、テクノロジー・サービス事業がその他事業へと統合される一方、イーファイナンス事業全体が SBG からスピノフしている<sup>53</sup>。

移動体通信事業、固定通信事業、ブロードバンド・インフラ事業という 3 つのセグメントと、インターネット・カルチャー事業、その他事業という 2 つのセグメントとは、図 6 の通り、セグメントへの投資と関係会社創出のパターンが異なっている。前者のセグメント（移動体通信事業、固定通信事業、ブロードバンド・インフラ事業）には莫大な投資が行われる一方、関係会社数は極めて少なくなる。それら関係会社の資本金額は、ソフトバンク BB 株式会社（ブロードバンド・インフラ事業）を除くと、移動体通信事業では BB モバイル株式会社=3,151 億円、ソフトバンクモバイル株式会社=1,772 億円、モバイルテック株式会社=1,056 億円、となっている。これら 3 つのセグメントでは大型買収を通じて獲得された関係会社が再編・集約され、巨額の資本金を保有する形態をとっている。

インターネット・カルチャー事業、その他事業の

2つのセグメントは、多額の投資が行われるものの、前述の3つのセグメントとは違うパターンを示している。インターネット・カルチャー事業では、関係会社が多数創出される一方、出資比率は比較的low、関係会社の資本金額も小さくなる。またその他事業についても、関係会社のうち海外ファンド、ホールディング会社を除き、同様のパターンを示している。

## 5 ディスカッション

ここまでSBGのケースを論じてきたが、以降は、図2のフレーム及び先行研究とケースとを対比することで、外部指向型CVの要素について議論を行う。

### 5.1 外部指向型CVの特性

CVC投資に関する先行研究では、外部指向型CVの特性に該当する部分にて、資源の移転、投資アプローチ、ベンチャー企業へのCVC投資が挙げられている(Narayanan et al.(2009))。このうち、SBGの外部指向型CVにおいて、投資アプローチと資源の移転とが、重要な役割を果たすことが確認された。

第1に、SBGの投資アプローチは、図6より、大きく2つのパターンに分類される。1つは、資本金額の小さい多数の関係会社へ、低い比率の出資を行うパターンであり、もう1つは資本金額の大きい少数の関係会社へ、100%近い出資を行うパターンである。これらのうち、前者はCVC投資に、後者は大型買収に該当すると考える(榎原ほか(1989)、pp.7)。こうした観点から、投資アプローチ別にセグメントを分類すると、インターネット・カルチャー事業、イーコマース事業、イーファイナンス事業がCVC投資に、ブロードバンド・インフラ事業、固定通信事業、移動体通信事業が大型買収に分けられる。

投資アプローチを時系列に比較した場合、1997～2007年度にかけてSBGのアプローチは図6の通り、変化してきたといえる。1997年度の時点では、SBGの関係会社へのアプローチは、少数の関係会社へのCVC投資に限られていたのに対し、2002年度には、イーファイナンス事業を中心に多数のCVC投資が行われている。またブロードバンド・インフラ事業、その他事業において、ソフトバンクBB株式会社、あおぞら銀行などの大型買収が2002年度に行われ、さらに2007年度には、固定通信事業、移動体通信事業が大型買収によりスタートするなど、CVC投資から大型買収へと投資アプローチは変化している。

第2に、資源の移転については、大型買収の場合、出資比率が100%近いことから、財務資本の移転は明確に行われていると想定される。一方、CVC投資の場合、出資比率が一部に留まるため、財務資本の移転も限定的になると想定される。この出資比率の違いは、人的資本、組織資本など、他の経営資源の移転に対しても影響を与えると考える。出資比率が100%近い大型買収の場合、資源の移転元はSBGに限定される。他方、出資比率が一部にとどまるCVC投資の場合、SBGに限らず多様な出資者からの資源移転が可能となる。本ケースにおいても、株式会社パソナソフトバンク(株式会社パソナ)、ヤフー株式会社(Yahoo Inc.)、ジェイ・スカイ・ビー株式会社(The News Corporation Limited)など、SBGにとって異業種の出資者がケースから確認されている。

これらのSBGの外部指向型CVの特性は、図2の通り、その背景から影響を受けると想定される。よって以降ではその背景について、議論を行う。

### 5.2 外部指向型CVの背景

CVC投資の背景の要素として、技術、組織的背景、母体企業とベンチャー企業の関係が挙げられている(Narayanan et al.(2009))。SBGのケースからは、技術については先行研究と合致しない反面、組織的背景がCVの特性に影響を与えることが確認された。

第1に技術については、研究開発投資が多い産業ほどCVC投資数が増加する(Sahaym, Steensma, and Barden(2010))、技術変化が早く先行者優位の少ない産業に属する場合、CVC投資の規模が大きい(Basu, Phelps, and Kotha(2011))という研究結果が示されている。本ケースからは、こうした傾向を讀取ることができなかったが、その原因としては、SBGが、流通、出版、サービス、インターネット、金融、放送、通信などの「非ハイテク分野」に中核セグメントを置いたため、前述の「ハイテク分野」に関する議論が該当しないことに起因すると考える。

第2に、SBGのケースでは、組織的背景、中でも母体企業の資源・能力のうち財務資本が外部指向型CVの特性に影響を与えていることがわかる。1997～2002年度にかけて、SBGの投資アプローチは、少額のCVC投資から大型買収へとシフトしたが、その背景には営業キャッシュフローの蓄積と、上場による資金調達があったと考える。具体的には図4、図5の通り、SBGの売上・利益は一貫して増加しており、そこからの営業キャッシュフローによりSBG

は財務資本を蓄積したものと想定される。また日本証券業協会への店頭登録と東京証券取引所第1部への上場を通じた資金調達も行われている。こうした資本蓄積とともに、投資金額も大規模化しており、財務資本が投資アプローチに影響を与えたと考える。

さらに母体企業の資源・能力のうち、組織資本の蓄積も外部指向型 CV の特性に影響を与えると想定される。先行研究において、技術、マーケティング、ベンチャー経験などの資源（組織資本）を持つ企業ほど CVC 投資の規模が大きいとされている (Basu, Phelps, and Kotha(2011))。SBG のケースでも、1997 年度には出資比率が一部にとどまる、他社との共同による小規模な CVC 投資が中心であったが、2007 年度には、出資比率が 100%近い大型買収が、SBG の外部指向型 CV の中心となっている。これは 10 年の間に SBG が財務資本の蓄積とともに、技術、マーケティング、ベンチャー経験だけでなく、大型買収や CVC 投資といった投資に関する組織資本も、併せて蓄積したことを意味すると考える。

### 5.3 外部指向型 CV の成果

CVC 投資の成果としては、経済、CVC 投資プログラムの効率性、戦略的便益が挙げられる一方 (Narayanan et al.(2009))、その目的には、ROI やキャピタルゲインなどの財務的目的と、新技術の獲得、事業機会の追求などの戦略的目的、があるとされる (湯川・西尾(2011))。よって外部指向型 CV の成果も、経済的成果と戦略的成果に分類される。

SBG のケースからは、経済的成果として、売上高と利益の増加 (図 4、図 5) を読取ることができる。具体的には 1994~2010 年度の間に、ソフトバンク株式会社の連結売上高は 968 億円→3 兆 46 億円の、連結経常利益は 45 億円→5,204 億円に増加している。しかし先行研究から、経済的目的よりも戦略的目的に焦点を当てた CVC 投資の方が、企業価値を創出するとされており (Dushnitsky and Lenox(2006))、その戦略的成果について、吟味する必要がある。

戦略的成果については第 1 に、SBG のセグメント構成が短い期間に大きく変化したことが挙げられる (図 3、図 4)。SBG は発足当初、ソフト・ネットワーク、メディア・マーケティング、展示会などの「サービス業」を中心に展開したが、2000 年代前半には、インターネット・カルチャー、イーコマース、イーファイナンスなど「インターネット業」へ転換している。また 2000 年代後半にはブロードバンド・

インフラ、固定通信、移動体通信といった「通信業」へと、そのセグメント構成を大きく変化させている。

第 2 に、セグメントと関係会社創出のパターンも変化している (図 6)。1997 年度にはセグメント数も少なく、関係会社創出も限定的なものであったが、2002 年度に入ると、多数のセグメントと関係会社が創出されている。また 2007 年度にはセグメントが集約される一方、大型買収により大規模な関係会社を創出するセグメントと、CVC 投資により小規模な関係会社を多数創出するセグメントに分化している。

ここまで財務的成果と戦略的成果を区分して議論してきたが、先行研究では戦略的目的と財務的目的の両方が追及されるとされており (長谷川(2008))、SBG のケースでも、これらを組合せた結果として、時系列的に利益創出パターンが変化している (図 5)。具体的には 1990 年代に多くのセグメントで少額の黒字を計上する一方、2000 年代には、大型買収時に大幅な赤字を計上するものの、それから数年以内に大幅な黒字を計上するパターンへと変化している。

## 6 結び

### 6.1 外部指向型 CV のフレーム

外部指向型 CV のフレームについては図 2 の通り、背景、CV の特性、成果により構成され、それらが順に影響を与えることが前章の議論から確認された。

外部指向型 CV の個別の構成要素に着目した場合、第 1 に、SBG のケースでは CV の特性として、CVC 投資と大型買収という 2 つの「投資アプローチ」を、時期やセグメントに応じて選択することが、重要な役割を果たす。その際に、他社との共同出資、自社単独出資のいずれかの形態が選択され、財務資本を初めとする母体組織の「資源の移転」が決定される。なお「投資アプローチ」の選択は出資比率という形で「資源の移転」に影響する反面、自社がどの程度「資源の移転」を担うかにより「投資アプローチ」が決まることから、両者は相互に影響すると考える。

第 2 に、外部指向型 CV の構成要素のうち、成果については先行研究の通り、「経済的成果」「戦略的成果」の 2 種類があると考えられる。具体的には SBG のケースでは「経済的成果」として、連結売上高と連結経常利益の大幅な増加が確認されている。また「戦略的成果」の例としてはセグメント構成や関係会社創出パターンの変化と、それによる主力事業の急速かつ大幅な変化が挙げられる。なおこの 2 つの

成果については、相互に密接に関係することが先行研究で指摘されるほか、SBG のケースからもこれらの混合形といえる利益創出パターンの変化が観察されている。以上の理由から、「経済的成果」と「戦略的成果」も相互に影響すると考える。

第3に、外部指向型 CV の構成要素のうち、背景については SBG のケースから、母体企業の資源・能力のうち財務資本が重要な役割を果たしている。具体的には事業拡大による営業キャッシュフローの増加や、店頭市場・東京証券取引所第1部への上場による資金調達、背景にあることが確認された。

ここまで図2のフレームと SBG のケースを中心に論じてきたが、ここに SBG の先行研究の知見を加えることで、外部指向型 CV のフレーム、中でもその背景を明確に捉えることが可能になる。例えば SBG の財務について、金融的結合構造(三浦(1999))や財務の三層構造(松田(1999))など、財務資本による母体組織の支配構造について議論されている。一方、SBG の戦略的背景には、IT・インフラ事業への挑戦という起業家の意志(山崎(2007))や戦略的パースペクティブ(新藤(2014))があるとされる。

これらの議論から、外部指向型 CV の背景として、成果と同様に、「経済的背景」「戦略的背景」という2つの背景が存在すると考える。具体的には前述の母体企業の資源・能力(財務的資源)と財務資本による母体組織の支配構造が「経済的背景」に、起業家の意志やパースペクティブが「戦略的背景」に、それぞれ含まれると想定される。

以上をまとめると外部指向型 CV のフレームは、図7の通り改訂される。図7のうち外部指向型 CV の背景には「戦略的背景」「経済的背景」が含まれ、それらは相互に影響することから両方向矢印により

結ばれる。また CV の特性も「投資アプローチ」と「資源の移転」から構成され相互に影響を及ぼしている。さらに成果もまた「経済的成果」と「戦略的成果」により構成され、相互に影響する関係にある。

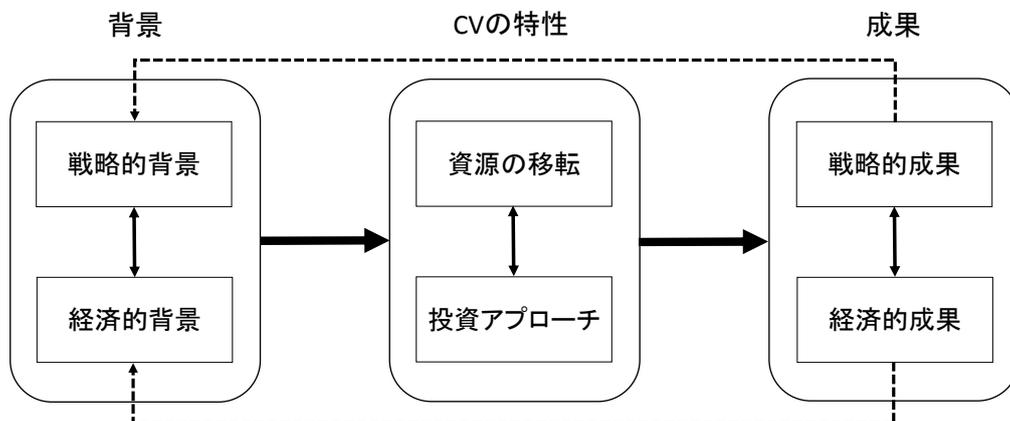
なお、背景→CV の特性→成果、という関係は、当初想定した図2の通りであるが、図7では新たにフィードバックの関係が示されている。具体的には、図7では、戦略的成果が戦略的背景に、経済的成果が経済的背景に、影響を与える意味から、それらを点線矢印で結んでいる。その理由としては、経済的成果が財務資本の蓄積という形で経済的背景に影響を与える一方、関係会社やセグメントの創出などの戦略的成果は、その後のセグメントの方向性を含む戦略的意図に影響を与えると考えられるためである。

## 6.2 F型(ファンド型)組織

本研究の結論としては第2に、SBG に代表される日本のベンチャー企業では、図7の要素を活用し、ダイナミックに事業を展開する、「F型(ファンド(=Fund)型)」とも呼ぶべき組織形態がとられている。F型組織とは「投資を柱とし、関係会社だけでなく母体組織のセグメント構成もファンドのように自由に組換え事業展開を行う組織形態」と定義する。

日本の既存企業ではこれまで「内部成長こそ経営の本堂である」という信念あるいは倫理観(榊原(1987)、pp.24)に基づき、ICV に代表される内部指向型 CV を関係会社創出の柱としてきた。しかし「内部開発と外部資源活用型の成長戦略との2つにはそれぞれ固有の異なる組織論が必要」(榊原(1987)、pp.33)とされ、既存企業にて CV を実行する組織形態として、先行研究ではサテライト型(S型)が示唆されてきた(榊原ほか(1989))。このS型組織

図7 外部指向型 CV のフレーム (改訂)



出所：筆者作成

の議論は、母体組織のドメインの内側に CV を創る「フォーカス」と外側に創る「サテライト」の間の、ドメインの深耕可能性、既存事業との資源の関連性の違いとして発展していく（山田幸三(2000)）。

しかしこれらの理論では、SBG に代表される 1990 年代以降の日本のベンチャー企業による成長を説明する上で、限界があるといえる。これら企業においては、CVC 投資や大型買収などの財務資本を積極活用する手法が用いられ、またそれらの企業においては、「本業」とも呼ぶべき中核セグメントも、ごく短期間に目まぐるしく変化している。これらの現象を説明する上では、組織論と戦略論を柱とした従来の CV に関する議論に加え、戦略論と財務論を柱とする新たな CV に関する理論が求められる。

この F 型組織は一見「経営資源の配分、特に資金の配分などの金融施策によって株主の富の極大化を図る」（大前(1984)、pp.167）コングロマリットと、重なるように見える。確かに、経済的背景をもとに投資を通じて経済的成果を追及する点は、共通していると考えられる。しかし F 型組織の場合、図 7 の通り、戦略的意図をはじめとする戦略的背景のもとで CV を行い、その結果として経済的成果だけでなく戦略的成果も創出する点では、大きく異なっている。

### 6.3 含意と課題

本研究の理論的含意としては第 1 に、外部指向型 CV のフレームにおいて、戦略的背景と戦略的成果の重要性を示すとともに、その内容を提示した点が挙げられる。外部指向型 CV に関する先行研究では、図 1 の通り、戦略的背景の重要性は想定されていなかった。しかし本研究は、そこにスポットライトを当てるとともに、その具体的内容として起業家の意志や戦略的パースペクティブを挙げている。併せて、戦略的成果についても先行研究では、新技術の獲得、社内イノベーションの促進、事業機会の追及など、イノベーションや事業戦略が論点として挙げられてきた。しかし本研究では、母体組織のセグメントの再編など、複数事業の組換を含んだグループの全社戦略も戦略的成果に含まれることを示している。

理論的含意との 2 点目としては、外部指向型 CV の実行組織として、投資を柱とし関係会社だけでなく母体組織のセグメント構成もファンドのように自由に組換え事業展開する「F 型組織」の可能性を示唆した点が挙げられる。既存の CV の実行組織として、S 型組織の可能性は示唆されてきたが（榊原ほか

(1989))、そうした議論では、中核セグメントが短期間に変わることは想定されてこなかった。また類似の組織としてコングロマリットも存在するが、投資による経済的成果のみを追求する形態であり、戦略的背景や成果は射程に含まない形態であった。

理論的含意としては、第 3 に、1990 年代以降の日本のベンチャー企業の事業創造を先行研究の枠組から考察した点が挙げられる。これらのベンチャー企業の事業創造は「インターネット財閥経営」など独自用語で語られることが多く、既存の経営理論とは乖離した存在として議論されてきた。今回、SBG の事業創造を外部指向型 CV として捉えることで、これら企業の展開を既存の経営理論の枠組を通じて、明示的に分析する道筋を提示している。

また本研究の実践的含意としては、第 1 に、外部指向型 CV によるセグメントの組換と成長において、投資パターンの変化を通じた、セグメント別投資の継続的拡大が重要となる。図 6 の分析から、SBG の事業創造は、少数企業の CVC 投資→多数企業の CVC 投資→少数企業の大型買収、と変化している。またそれに伴い、セグメント別投資も継続的に増加させており、そのことが SBG のセグメントの組換と成長に寄与しているものと想定される。

第 2 に、投資の拡大を可能とする条件としては、投資に関する経験の蓄積が重要になると想定される。これらの投資や買収は、公表時にスポットライトが当たるため一見、経験蓄積とは無縁な「一発勝負」と見られがちであった。しかし、このイメージとは裏腹に、SBG のケースから、投資・買収においても、経験蓄積が重要な役割を果たすことが示されている。

最後に本研究の限界点としては、第 1 に、SBG に関する単一事例研究であり、日本のベンチャー企業全般に普遍化する上では限界がある。第 2 に、SBG について『有価証券報告書』を中心に分析を行っており、ICV 研究に代表される組織の影響は、射程に含まれていない。こうした限界については、研究の射程を広げるとともに、比較事例分析やインタビュー調査といった手法を導入することを通じて、今後、研究の堅牢性を高めることで対処したいと考える。

#### 【謝辞】

本研究の完成に際し SE である原拓志先生と 2 人の匿名レフェリーの先生方より貴重なご助言を賜った。併せて本研究は、公益財団法人日本証券奨学財団の助成金を受けている。ここに記して謝意を表します。

## 【注釈】

- 1) 海外ジャーナルでは“Investment”を付けず、単に Corporate Venture Capital という表現で、CVCによる投資活動を意味するものが多い。また組織や体制としての CVC を意味する言葉として、CVC “Program” という用語が存在する。さらに国内ジャーナルでは、CVC Investment に近い意味で「CVC 投資」(湯川(2012))、「CVC 活動」(長谷川(2008)) という 2 つの表現が用いられている。本研究では、投資活動を意味する言葉について、湯川(2012)より「CVC 投資」を用いている。
- 2) 原文では M&A と表現されるが、M&A や買収と表現した場合、CVC 投資とは区別が付きにくい。よって本研究では CVC 投資と区別する観点から、以降、「大型買収」と統一的に表現する。
- 3) Narayanan, et al. (2009) は、1995~2004年に学術誌 18誌に掲載された CV に関する実証研究を、CV 全般、CVC 投資、創出された企業、の3種類に分類して集計した結果、CVC 投資に関する研究が一定割合を占めることを定量的に示している。
- 4) 2005~2012年に“Journal of Business Venturing”(JBV)に掲載された論文のうち、CVに関する論文は、年平均約30本に達し、うちCVC投資に関連する論文は上位10トピックの合計の20%を占めている。一方、同じ期間に『ベンチャーレビュー』に掲載されたCVC投資に関する査読付論文は、1本に過ぎない。
- 5) (ICVなどの)内部指向型の多角化戦略をとる企業と、(CVC投資などの)外部指向型の企業との間では、部門間の経営資源の共有の度合など、組織の指向性が異なる(Pitts(1977)、pp.199)。
- 6) 同研究はその他に、非営利部門のCVに関するフレームを別途提示しているが、それらは日本においては「大学発ベンチャー」の категорияとして扱われることから、ここでは割愛する。
- 7) ②外部指向型CVにはCVC投資の他に、大型買収、技術導入、合併事業などの方法もあり、これらの先行研究も議論をすべきかについては、検討の余地が存在する。Narayanan et al. (2009)はCVに関する論文を抽出する際、大型買収、技術導入、合併事業に関する論文を対象から除外していることから、ここではCVC投資に関する論文を中心に議論を行っていく。
- 8) CVCの具体例には、①アップル社・戦略グループ、②デルベンチャーズ、③アドビベンチャーズ、TIベンチャーズなどがある(Dushnitsky(2006))。Dushnitsky(2006)及び長谷川(2005)は、その他の形態として、既存のVCファンドへのLP投資も挙げているが、本形態は、独自のCVCを持たずCVとの関係も薄いと考えられることから、本研究での対象からは除外する。
- 9) 経営資源の種類には、財務資本(Financial Capital)、物的資本(Physical Capital)、人的資本(Human Capital)、組織資本(Organizational Capital)が存在する(Barney(2002)、pp.156)。
- 10) 【資本】【売上】【社員数】は『有価証券報告書』(2012年度)の連結データより抜粋した。
- 11) 同社 HP (<http://www.softbank.co.jp/ja/info/profile/history/>)及び近接年の『有価証券報告書』より、会社設立、社名変更、株式公開、セグメントの出発点となる関係会社の設立、買収、サービス開始について【沿革】に記載した。なお表記の会社には商号変更した場合も、「設立」として表記した。
- 12) セグメント名は原則として、『有価証券報告書』【事業の内容】の表記に従っている。メディア・マーケティング事業(1994~1995年:出版事業、1996~1998年:メディア事業)、インターネット・カルチャー事業(1998年:インターネット事業)、ブロードバンド・インフラ事業(2000年:インターネット・インフラ事業)は『有価証券報告書』の記載から、連続的なセグメントとみなし、最新のセグメント名で表記している。
- 13) 「4.2セグメントの変遷」にて記載のない場合、出所は注釈11と同様となる。また社名の表記はその時点のものを使用した。
- 14) 図3より、1990年代に新たに構築されたセグメントとしては、その他に、イーコマース事業、海外ファンド事業が存在する。なおイーコマース事業については、セグメント名は同一であるが、関係会社構成やその事業内容が途中より大きく変化していること、海外ファンド事業については投資ファンドであって企業ではないことから、「4.2セグメントの変遷」では取り上げないこととする。
- 15) 集計に際しては、対象期間の『有価証券報告書』報告セグメントごとの売上高、利益又は損失等の金額に関する情報のページの数値を単純集計した。その際、セグメント間取引の調整額は、数%程度であることから、集計には含めていない。
- 16) 安田(2005)によれば同種のソフトとしては、STRUCTURE、Negopyも世界的に普及しているが、Pajekでは、高速ネットワーク描画機能も本体に組込まれているため、図6の可視化・分析でのユーザビリティが高いと判断した。それに加えて、英語マニュアルを含む試用版が無料ダウンロード可能であること、De Nooy, et al.(2005)などの解説書も充実していることから、最終的に“Pajek Ver2.05”を採択した。
- 17) 1997年度、2002年度、2007年度の『有価証券報告書』では、関係会社のうち、連結子会社、非連結子会社、持分法適用関連会社のみ記載されており、それ以外の関係会社の情報としては、会社数のみが開示されている。これらの関係会社は、投資家への情報開示にて、「重要ではない」と判断される一方、会社としては実在することから、本研究では資本金額=0円、出資比率=0%に換算して、図6に含めている。

- 18) 資本金額が大きい会社にはSB Holdings (Europe) Ltd. (その他事業：8.5億円)もあるが、持ち株会社であり除外する。
- 19) 関係会社データベースを用いて、新設されたセグメント内で、2002年度に資本金額が最も大きい連結子会社をベンチマーク対象とし分類を行った。具体的には、セグメント新設前年度における対象企業の所属セグメントに基づき、母体セグメントが存在するものを「セグメントの分離」、母体セグメントが存在しないものを「セグメントの創出」として表現している。なお各セグメントのベンチマーク対象企業は、インターネット・カルチャー事業(ヤフー株式会社)、イーコマース事業(株式会社ベクター)、イーファイナンス事業(ソフトバンク・ファイナンス株式会社)、放送メディア事業(ソフトバンク・ブロードメディア株式会社)、テクノロジー・サービス事業(ソフトバンク・テクノロジー株式会社)、ブロードバンド・インフラ事業(ソフトバンク BB 株式会社)となる。
- 20) 1998年度に消滅したセグメントのうち、各セグメントの資本金額が最大の企業の翌年度の所属セグメントから判断をした。具体的には、ソフト・ネットワーク事業(Wacos, Inc.)ではデータから抹消されていた。展示会事業(ソフトバンクフォーラム株式会社)はメディア・マーケティング事業に、サービス事業(ソフトバンク・テクノロジー株式会社)はその他事業にそれぞれ統合されていた。
- 21) 2002年度の『有価証券報告書』においてイーファイナンス事業の関係会社148社のうち122社については、会社名などの具体的なデータが記載されていない。『有価証券報告書』への記載に際し、資本金額、出資比率などSBGとの関係性の基準に基づき、『有価証券報告書』への記載の可否を決定したものと考えられる。
- 22) 2004年度に消滅したセグメントは、各セグメントで資本金額が最大となる企業の、翌年度の所属セグメントから判断した。セグメントと対象企業はメディア・マーケティング事業(株式会社サイバー・コミュニケーションズ)、放送メディア事業(ソフトバンク・ブロードメディア株式会社)、テクノロジー・サービス事業(ソフトバンク・テクノロジー株式会社)となる。
- 23) イーファイナンス事業について注釈20と同様の方法によると、対象企業のソフトバンク・ファイナンス株式会社のデータは、2005年度に消滅している。SBIホールディングス株式会社の全株式の売却がHPに記載される一方、上場企業として現在も存続していることから、「スピノフ」と表現した。
- Understanding Who Makes Corporate Venture Capital Investments and Why,” *Journal of Business Venturing*, Vol.26, Issue2, pp.153-171
- Bryman, A. (1989) *Research Methods and Organization Studies*, London: Unwin Hyman Ltd.
- De Nooy, W., Mrvar, A., and Batagelj, V. (2005) *Exploratory Social Network Analysis with Pajek*, UK: Cambridge University Press.
- Dushnitsky, G. (2006) “Corporate Venture Capital: Past Evidence and Future Directions,” in M. Casson, B. Yeung, A. Basu, and N. Wadeson (Eds.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*, New York: Oxford University Press Inc., pp.387-431
- Dushnitsky, G. and Lenox, M. J. (2006) “When does Corporate Venture Capital Investment Create Firm Value?” *Journal of Business Venturing*, Vol.21, Issue6, pp.753-772
- 長谷川克也(2008)「コーポレート・ベンチャー・キャピタルに関する一考察」『ベンチャーレビュー』 No.11, pp.51-60
- Hamel, G. and Prahalad, C. K. “Strategic Intent,” *Harvard Business Review*, Vol.67, Issue3, pp.63-76
- 橋本良子(2013)「コーポレートベンチャーリング推進組織とその推進者像」『ベンチャーレビュー』 No.21, pp.33-42
- Hill, S. A. and Birkinshaw, J. (2008) “Strategy-organization Configurations in Corporate Venture Units: Impact on Performance and Survival,” *Journal of Business Venturing*, Vol.23, Issue4, pp.423-444
- Hornsby, J. S., Kuratko, D. F., Shepherd, D. A., and Bott, J. P. (2009) “Managers' Corporate Entrepreneurial Actions: Examining Perception and Position,” *Journal of Business Venturing*, Vol.24, Issue3, pp.236-247
- 伊藤嘉浩(2011)「新規事業開発におけるもう1つのチャンピオンとアンタゴニスト」『ベンチャーレビュー』 No.17, pp.33-42
- Lin, S. and Lee, J. (2011) “Configuring a Corporate Venturing Portfolio to Create Growth Value: Within-portfolio Diversity and Strategic Linkage,” *Journal of Business Venturing*, Vol.26, Issue4, pp.489-503
- 松田修一(1999)『ソフトバンク株式会社』早稲田大学ビジネススクール
- 三浦后美(1999)「ソフトバンクの財務戦略」『経営学論集』 69巻 pp.141-150
- Narayanan, V. K., Yang, Y. and Zahra, S. A. (2009) “Corporate Venturing and Value Creation: A Review and Proposed Framework,” *Research Policy*, Vol.38, pp.58-76
- 大前研一(1984)『ストラテジック・マインド』プレジデント社
- Pinchot, G. (1985) *Intrapreneuring*, New York: Harper and Row,

## 【参考文献】

- Barney, J. B. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition*, New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Basu, S., Phelps, C., and Kotha, S. (2011) “Towards

Publishers, Inc.

Pitts, R. A. (1977) “Strategies and Structures for Diversification,” *Academy of Management Journal*, Vol.20, No.2, pp.197-208

Roberts, E. B. (1980) “New Ventures for Corporate Growth,” *Harvard Business Review*, 58(4), pp.134-142

榑原清則 (1987) 「再構築の企業戦略」 『ビジネス レビュー』 Vol.35、No.1、pp.24-33

榑原清則・大滝精一・沼上幹 (1989) 『事業創造のダイナミクス』 白桃書房

Sahaym, A., Steensma, H. K., and Barden, J. Q. (2010) “The Influence of R&D Investment on the Use of Corporate Venture Capital: An Industry-level Analysis,” *Journal of Business Venturing*, Vol.25, Issue4, pp.376-388

新藤清臣 (2006) 「研究機関発ベンチャーの創造プロセス」 『ベンチャーレビュー』 No.7、pp.13-22

新藤清臣 (2014) 「起業家のパースペクティブによる戦略形成の影響に関する考察」 『組織学会大会論文集』 Vol.3、No.1、ページ未定

Srivastava, A. and Lee, H. (2005) “Predicting Order and Timing of New Product Moves: the Role of Top Management in Corporate Entrepreneurship,” *Journal of Business Venturing*, Vol.20, Issue4, pp.459-481

山田啓一(2004) 「情報サービス産業におけるベンチャーの研究」 『流通科学研究』 4 巻 1 号、pp.73-93

山田啓一(2005) 「ソフトバンクにみる成長・発展段階モデル とその戦略」 『流通科学研究』 5 巻 1 号、pp.41-56

山田啓一(2006) 「組織の成長と発展」 『流通科学研究』 6 巻 1 号 pp.75-94

山田幸三 (2000) 『新事業開発の戦略と組織』 白桃書房

山崎広明(2007) 「孫正義 (ソフトバンク) の企業者活動」 『企業家研究』 第 4 号、pp.96-108

Yang, Y., and Narayanan, V. K., and Zahra, S. (2009) “Developing the Selection and Valuation Capabilities through Learning: The Case of Corporate Venture Capital,” *Journal of Business Venturing*, Vol.24, Issue3, pp.261-273

安田雪 (2005) 「ネットワーク分析用ソフトウェア UCINET®の使い方」 『赤門マネジメント・レビュー』 4 巻 5 号、pp.227-259

湯川抗 (2012) 「我が国大手 ICT 企業の CVC 投資に関する研究」 『研究 技術 計画』 Vol.27、No.1/2、pp.115-128

湯川抗・西尾好司 (2011) 「コーポレートベンチャリングに関する研究の系譜と課題」 『研究 技術 計画』 Vol.26、No.3/4、pp.127-142

Zahra, S. A., Filatotchev, I., and Wright, M. (2009) “How do Threshold Firms Sustain Corporate Entrepreneurship? The

Role of Boards and Absorptive Capacity,” *Journal of Business Venturing*, Vol.24, Issue3, pp.248-260

(論文受理日: 14.2.25 採択日: 14.7.25

担当審査編集委員: 原拓志)