

コロナ禍において、企業は
オープンイノベーション・
CVCにどのように
向き合っていくべきか

EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社

EY

Building a better
working world

ここ数年、オープンイノベーションのパートナーとして、スタートアップの存在感が、かつてなく高まっています。国内でもスタートアップが100億円前後の資金調達を行い、優秀な人材を惹きつけられるようになりました。これにより、事業会社がスタートアップに投資するコーポレート・ベンチャー・キャピタル（以下、CVC）も活発化しています。しかし、コロナ禍の影響により、2020年は事業会社からスタートアップへの投資減速が見込まれており、大企業におけるオープンイノベーションの停滞を危惧する声も出ています。

確かに、コロナ禍によって事業環境の不透明さが増す中で、投資抑制に傾くことは十分に理解できます。しかし、有望なスタートアップに投資し、協業を行っていくという観点で見ると、今はチャンスであるとも考えられます*。この冊子では、その考えの背景を説明することで、コロナ禍において、企業がオープンイノベーション・CVCにどのように向き合っていくべきか、一つの考え方を提示したいと思います。

*本稿は2020年8月に執筆

目次

| | | |
|---|------------------------------|----|
| 1 | 昨年までの盛り上がり | 01 |
| 2 | コロナ禍の影響 | 03 |
| 3 | オープンイノベーション・CVCにどのように向き合うべきか | 05 |
| | 高成長企業が登場する可能性 | 06 |
| | 投資タイミングとバリュエーション | 07 |
| | 見えないレピュテーションリスクを避ける | 09 |
| 4 | 海外企業の動向 | 11 |
| | Innovation for the future | 13 |

1

昨年までの盛り上がり

オープンイノベーションのパートナーとして、スタートアップの存在感がかつてなく高まった結果、多くの大企業が、スタートアップとの協業を通じた新規事業への挑戦や自社のビジネス変革を目指すようになりました。

一方で、成長意欲の高いスタートアップには旺盛な資金ニーズがあります。資金調達時に、協業相手である大企業にも出資を求めるのは、自然な流れです。最近では、資金調達時に事業シナジーが見込めそうな大企業に幅広く声をかけ、出資してくれた大企業の中から協業相手を選ぶというような、まずは資金調達、その後で協業というケースも珍しくはありません。

図表1に、2018年と2019年の国内スタートアップによる資金調達額の上位3社を掲載しました。図表1に示す通り、調達額は100億円前後となっており、このステージになると、資金の出し手としては、ベンチャーキャピタル(以下、VC)よりも多くの事業会社が名を連ねているのを見てとれます。このように、スタートアップとオープンイノベーションを推進していく上では、併せて投資活動も行う必要があります。

図表1 国内スタートアップによる資金調達額の上位3社

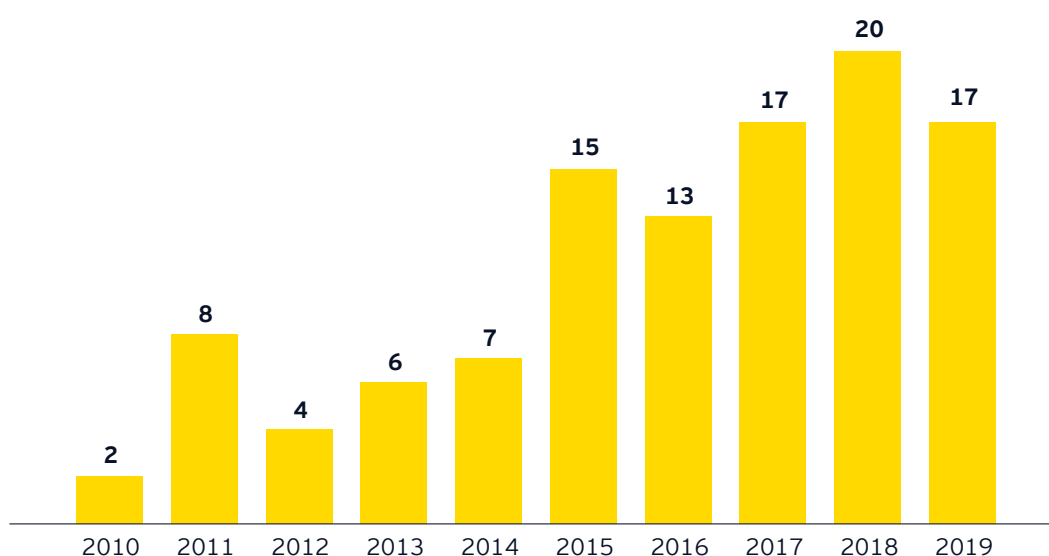
| 2018年 | | 2019年 | |
|--------------------------------|---|-------------------|---|
| 会社名 | 業務内容 | 会社名 | 業務内容 |
| 資金調達額 | 主な出資者 | 資金調達額 | 主な出資者 |
| 1 Mobility Technologies | タクシー配車アプリ | 1 スマートニュース | ニュースアプリ |
| 123 億円 | Kakao Mobility、NTTドコモ、トヨタ自動車、スパークス・グループ | 100 億円 | デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム、電通グループ、日本郵政キャピタル |
| 2 folio | 投資サービス | 2 フロムスクラッチ | マーケティングプラットフォーム |
| 70 億円 | LINE、三井物産、電通グループ、DCM、SMBCベンチャーキャピタル | 93 億円 | リンクアンドモチベーション、楽天、KKR、グローバル・プレイン、大和企業投資 |
| 3 Freee | 会計・労務管理クラウドサービス | 3 ティアフォー | 自動運転システム |
| 65 億円 | LINE、ライフカード、三菱UFJ銀行 | 90 億円 | Quanta Computer、アイサンテクノロジー、ヤマハ発動機、損害保険ジャパン、KDDI |

出典：INITIAL「Japan Startup Finance 2018」(2018年資金調達額ランキング、2019年)
INITIAL「Japan Startup Finance 2019」(2019年資金調達額ランキング、2020年)

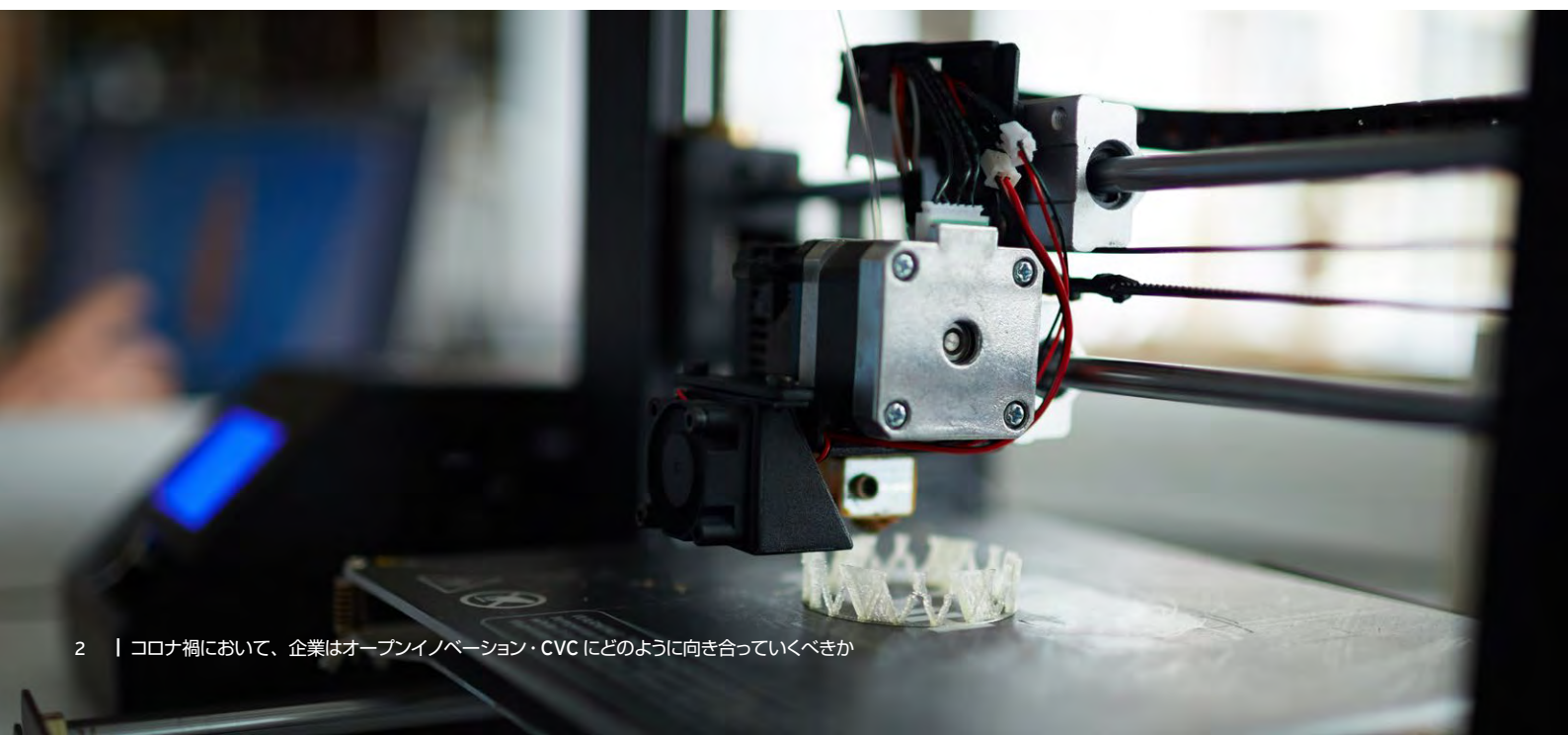
そのため、事業会社において、CVCを設立する動きが活発化しています。図表2に示す通り、この10年間で多くのCVCが新設され、国内では200以上のCVCが活動していると言われています。これは、スタートアップ投資ではスピード感のある意思決定が求められることや、ス

タートアップが取り組んでいる事業の不確実性が高いことなどから、通常のM&A案件とは異なる意思決定プロセスや判断基準が必要となるため、CVCとして専任のチームを組成し、スタートアップ投資のための意思決定プロセスを導入しているということが主な理由です。

図表2 国内における新規CVCの設立件数



出典：INITIAL「Japan Startup Finance 2019」(2020年3月27日時点)



2

コロナ禍の影響

2020年4月の日本経済新聞の報道によると(図表3参照)、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の影響により、大企業の投資子会社の9割が、昨年と比較して投資を減らす意向を持っているとされ、事業会社によるスタートアップ投資が減速することが予想されています。

それと同時に、大企業におけるオープンイノベーションが停滞するのではないかと懸念されています。これは国内だけではなく、図表3下段に示す通り、海外でも同様に事業会社によるスタートアップ投資の減速が見込まれています。

図表3 スタートアップ投資の減速

「大企業の投資子会社などの9割が2020年の投資を19年より減らす意向を示した。新型コロナウイルスの感染拡大で本業の業績が悪化しているためだ。近年は大企業が国内投資をけん引しており、影響は大きい。外部の技術を自社の開発に生かすオープンイノベーションが後退する可能性もある」

「今年のスタートアップ投資、大企業9割「減らす」民間調査」(日本経済新聞、2020年4月27日)

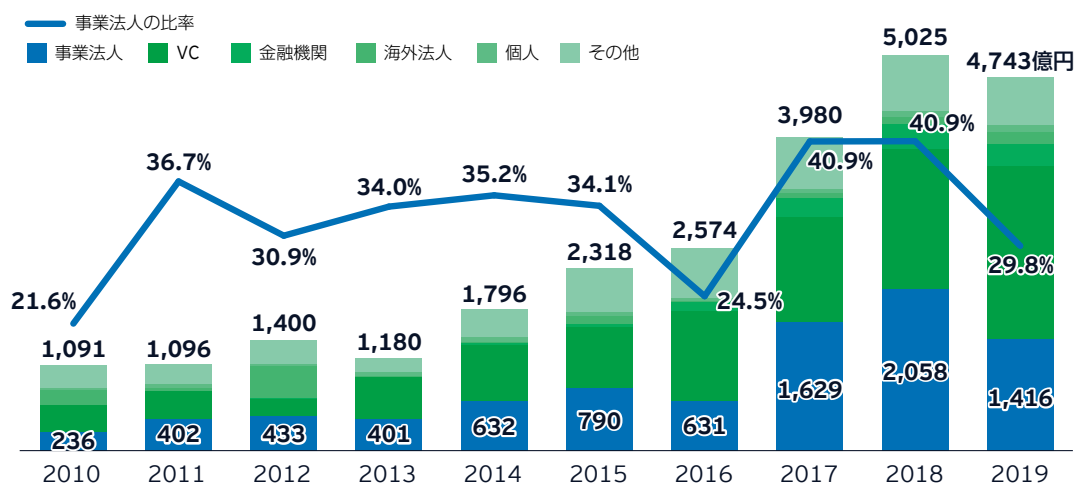
「投資家(特にCVC)のInvestment appetiteの下落、つまり資金調達の難易度が上がることです。既にこの現象は、顕在化し始めています。直近1Q/2020のグローバルのスタートアップ投資は、前Q比で16%減少と、過去10年で2番目に高い下落幅となっています。特にその下落の原因となっているのが、CVC投資の大幅減少(▼18%)です」

「SaaSスタートアップのためのCOVID-19クライシス対策：現状分析と今後の対応」DNX Ventures、https://note.com/dnx_vc/n/n397a1426226f (2020年4月1日アクセス)

また、日本ではスタートアップ投資における事業会社の存在感が大きいいため、その投資の減速は、スタートアップにとってもそれなりの影響が出るのではないかと考えられます。図表4に示す通り、国内のスタートアップへの投資金額は、総額で5,000億円前後まで伸びてお

り、2018年は、40%以上が事業会社による投資でした。また日本では、多くのVCが機関投資家ではなく事業会社からファンド資金を調達しているため、その資金も加味すると、国内スタートアップ・エコシステムにおける事業会社の影響はさらに大きいと言えます。

図表4 国内におけるスタートアップへの投資額



出典：INITIAL「Japan Startup Finance 2019」(2020年3月27日時点)

このように、スタートアップ投資の減速が見込まれている状況ではありますが、そもそも、事業会社によるスタートアップ投資の大半は、スタートアップとのオープンイノベーションの手段の一環として行われています。では、何のためにオープンイノベーションに取り組んでいるのでしょうか。その目的は、デジタル技術によって自社事業がディスラプトされる脅威への対応や、ハード

ウェア販売のビジネスからソフトウェアやサービスによる継続課金型ビジネスへの進化などのビジネスモデル変革、コア事業の周辺領域での新規事業創出などがほとんどです。多くの企業にとって、これらの改革は急務となっています。その中で、スタートアップ投資の減速によるオープンイノベーションの停滞は、中長期的に競争力の低下につながりかねないと考えられます。



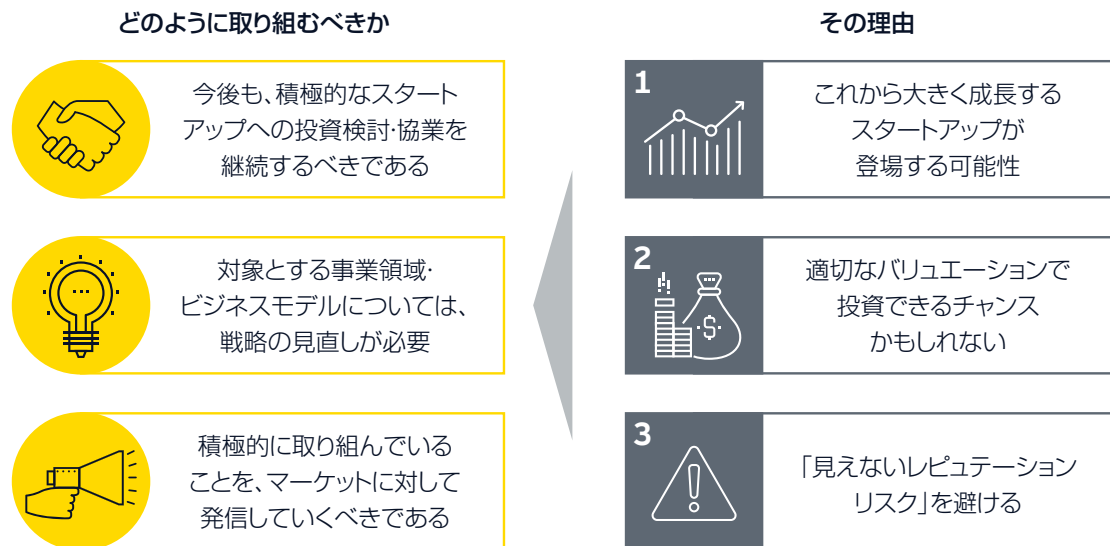
3

オープンイノベーション・CVCに どのように向き合うべきか

これまで、スタートアップ投資の減速によるオープンイノベーションの停滞が、中長期での企業の競争力低下につながるリスクについて述べました。一方で、先行きが不透明な現状において、緊急性の高い案件以外の投資を抑制することで、コスト削減・手元キャッシュの確保を優先したくなる状況も理解できます。それでは、企業は現状、オープンイノベーション・CVCにどのように取り組んでいくべきなのでしょうか？

それについては、図表5に示した通りです。投資対象の見直しを行いつつも、投資自体は積極的な取り組みを継続すべきだと考えています。

図表5 オープンイノベーション・CVCにどのように取り組むべきか



先ほど指摘した、オープンイノベーションの停滞による中長期的な競争力低下リスクのみであれば、いったん投資を抑制し、見通しがついた段階で再度加速するという判断もありえるでしょう。しかし、図表5の理由1、2に示す通り、現在は、有望なスタートアップに投資できるチャンスだと考えられます。そのため、投資を止めることで、その大きなチャンスを喪失するのではないかと危

惧しています。また、理由3に示す通り、一度投資を絞ってしまうことによるレピュテーションリスクも、投資を継続すべきと考える理由の一つです。

以降では、理由1から3について、より詳細に説明します。

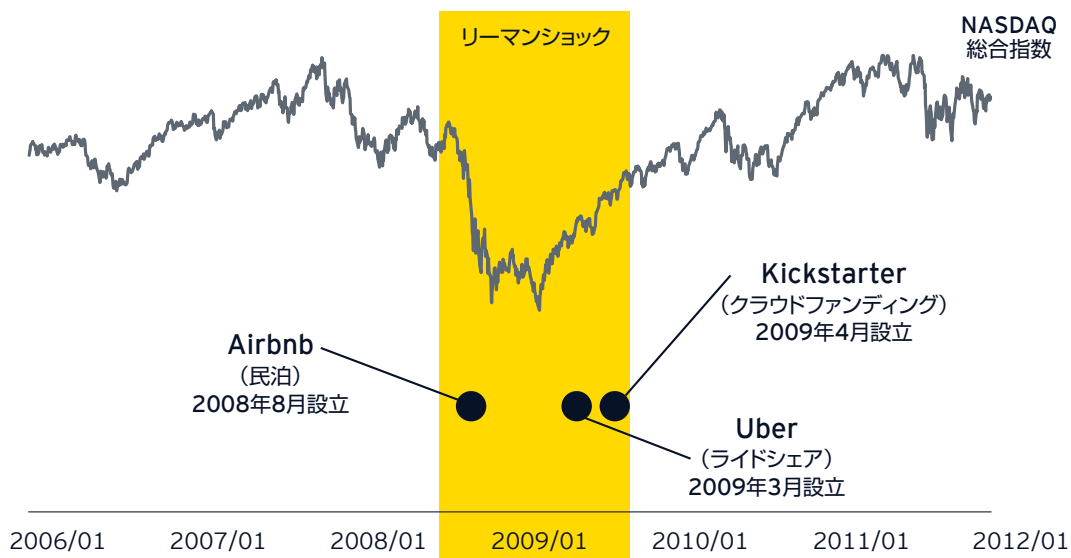
高成長企業が登場する可能性

コロナ禍の影響で、世界経済はかつてないほどのダメージを受けています。リーマンショック時は、金融危機から実体経済へとダメージが波及したのに対して、今回は、先に実体経済がダメージを受けました。一般的に、不況期には資金調達が難しくなるため、スタートアップには逆風であるように感じられるでしょう。しかし、スタートアップ投資の世界では、「偉大なスタートアップは不況の下で生まれる（または、不況の下で成長する）」と言われることがあります。

その理由の一つは、不況によって生じる「変化」にあるのではないかと考えられます。経済ショックは、人々や企業の行動様式や価値観に大きな変化をもたらすことがあります。スタートアップにとって、変化はチャンスにもなりえます。その変化をうまく捉えた製品やサービスを提供することで、図表5の理由1のように、変化の波に乗って大きく成長するスタートアップが登場するのです。

例えば、リーマンショックの時を振り返ってみると、図表6に示す通り、その頃に創業されたスタートアップとしては、AirbnbやUber、Kickstarterがあります。図表には記載していませんが、他にもSlackやSquare、Pinterest、WhatsAppなどが2009年に創業しました。

図表6 景気低迷期に登場したスタートアップの例



➡ リーマンショック後、シェアリングエコノミーが台頭した
アフターコロナでは、どのようなトレンドが生まれるか？

出典：S&P Capital IQ、各社ウェブサイトを基にEY作成

2008年9月に起こったリーマンショックは、2007年に発生したサブプライムショックがトリガーとなり、そこから金融危機に発展しました。そのサブプライムショックは、本来であれば返済面で厳しい低所得者・低信用者層にも住宅購入意欲（「アセットを持ちたい」願望）が高まり、サブプライムローンの利用比率が高まったことで発生したものです。そして、リーマンショック以降、「アセットを持たない」という価値観が支持され、そのコンセプトに基づいたビジネスモデルは、後に「シェアリングエコノミー」と呼ばれるようになり、大きなトレンドを形成していきました。

今回のコロナ禍では、10年分を上回る変化が、数カ月間に起こったと言われていています。人々に選択の余地はなく、生活様式を変えざるをえなかったのが実態ではありますが、リモートワークやオンライン教育が急速に広がり、食事のデリバリーサービスが急成長するなど、「日常生活のオンライン化」とでも呼べそうなライフスタイルが急速に進展しています。

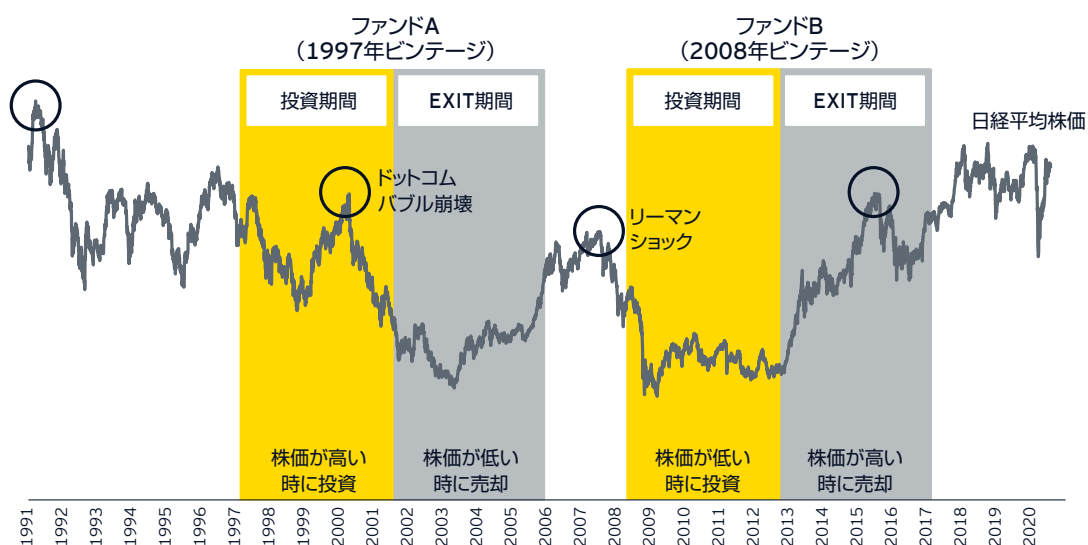
今後、これらの変化を捉えた新しいトレンドを生み出すスタートアップが登場し（もしくは既存のスタートアップがピボットし）、飛躍的な成長を遂げていくことが予想されます。今後数年間、それらの次世代を担うスタートアップに投資できるチャンスではないかと考えられます。

また、そのようなスタートアップに投資するためにも、図表5にも記載した通り、投資対象とする事業領域・ビジネスモデルについては、アフターコロナを見据えて見直すべきでしょう。

投資タイミングとバリュエーション

スタートアップ投資に対する財務リターン（キャピタルゲイン）は、どこに投資するかも重要ですが、いつ投資するかも同様に重要です。投資タイミングによる財務リターンの違いを説明するために、図表7に2つの投資ファンドを例示します。

図表7 投資タイミングと財務リターンの関係

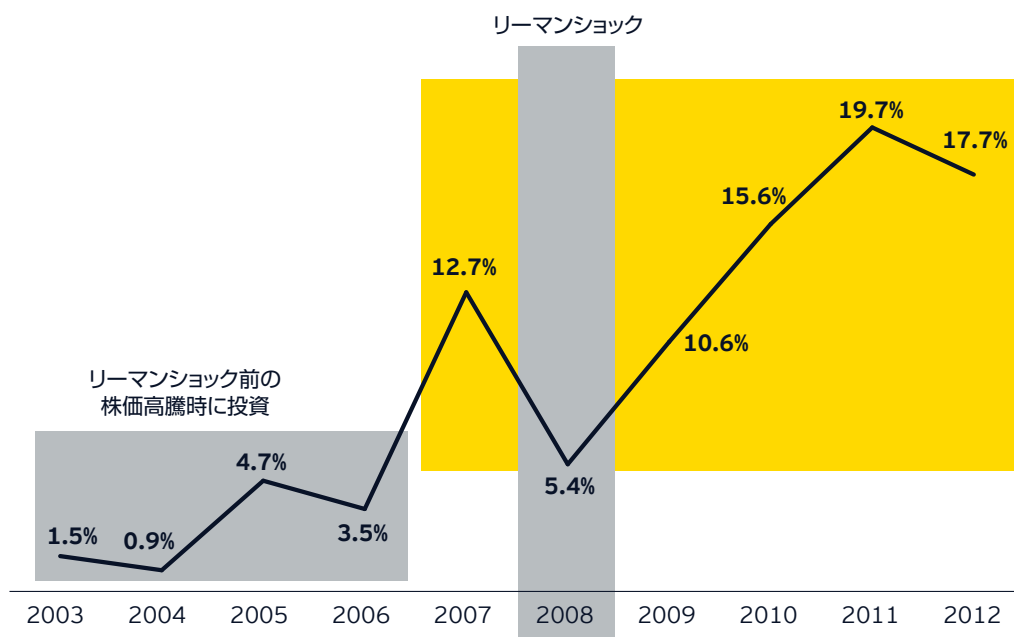


* 日経平均株価は日本経済新聞社の著作物です

図表7に日経平均株価の推移を示していますが、黒丸で示す通り、おおむね8～10年ごとに株価のピークを付けて、高騰期・低迷期を繰り返しています。一方、VCやCVCが投資ファンドを組成する場合、10年程度の運用期間を設定することが一般的です。通常、最初の5年程で投資を終え、残りの期間で投資先をIPOまたはM&AによってEXIT（投資資金を回収）します。ここで、1997年に設立したファンドA（ワインになぞらえて「1997年ビンテージ」と呼びます）と2008年に設立したファンドBを比較すると、ファンドAは好況で株価が高い時期に投資を行い、景気低迷で株価が低い時期にEXITしなくてはならないため、財務リターンを出すのは容易ではありません。一方、ファンドBは、リーマンショック後の株価が低いタイミングで投資し、株価が高いタイミングでEXITできるため、高いパフォーマンスが期待できます。このように、投資をどのタイミングで実行するかは、投資ファンドの財務リターンに大きな影響を与えます。

図表8に、世界に1,619あるVCファンドの運用成績を、ビンテージ別（ファンドの設立年別）に集計した結果を示しています。ここで用いたIRR（内部収益率）とは、簡単に言うと、複利計算で何%のリターンを得ることができたかを示す指標であり、数値が大きいほどファンドの運用成績が良かったことを表しています。図表8の2003～06年に設立されたVCファンドでは、リーマンショック前の株価高騰時に投資を行い、リーマンショック後の株価低迷時がEXITタイミングと重なったため、ファンドの運用成績が振るわなかったことが見てとれます。一方、2007～12年に設立されたVCファンドでは、リーマンショック後の株価低迷期に投資し、その後の株価高騰の恩恵を受けてEXITできたため、高いリターンを出していることが確認できます。

図表8 VCファンドのビンテージ別パフォーマンス



出典：Preqin, 「VENTURE CAPITAL BENCHMARK REPORT Q2 2019」(7 April 2020) を基にEY分析

このように、純粹に投資目線で考えると、どのタイミングで投資を行うかは、非常に重要です。2019年前半までは、空前のスタートアップ・ブームとも言えるような状況であり、株価高騰による投資採算の懸念を示す声が多く聞かれました。一方で、足元ではコロナ禍も影響して投資家が慎重になっているためか、スタートアップのバリュエーション(企業価値評価額)は、昨年と比較すると下がっています。そのため、図表5の理由2で示したように、現在は適正な株価で投資できるチャンスと言えるのではないのでしょうか。

しかし、これには反論があるかもしれません。コロナ禍の影響で、2020年3月下旬に大きく下落した株価も、大規模な財政支出や金融緩和の影響もあってか、足元(2020年8月時点)では大きく戻しています。また、現在も一部の人気スタートアップは引き続き株価が高いという声も聞こえてきます。今後、株価が二番底を付けるかもしれません。本当の投資チャンスはまだ先ではないかという意見もあるでしょう。残念ながら、株式相場のピークやボトムを正確に予想するのは不可能です。その場合は、どうすれば良いのでしょうか? それに対しては、筆者は、企業におけるCVCには、株式投資における「ドルコスト平均法」が適していると考えています。

ドルコスト平均法とは、毎月一定の金額を継続的に投資し続ける手法です。毎月の投資金額が一定であるため、株価が低くなった月は多くの株数を買うことができま

す。そして、株価が高くなった月は株数が少なくなります。これを長期で続けることにより、良好なパフォーマンスが期待できるというものです。この手法のメリットは、株価のピークやボトムを気にする必要がない点にあります。これをCVCに適用すると、景気の波に左右されずに、毎年一定のペースで投資を継続することになります。製造業の企業が、景気が悪くなったからと言って研究開発費を一気にゼロにすることがないのと同様に、オープンイノベーションによる企業変革が求められている企業にとって、必要な事業開発費としての継続的な投資は必須ではないのでしょうか。

見えないレピュテーションリスクを避ける

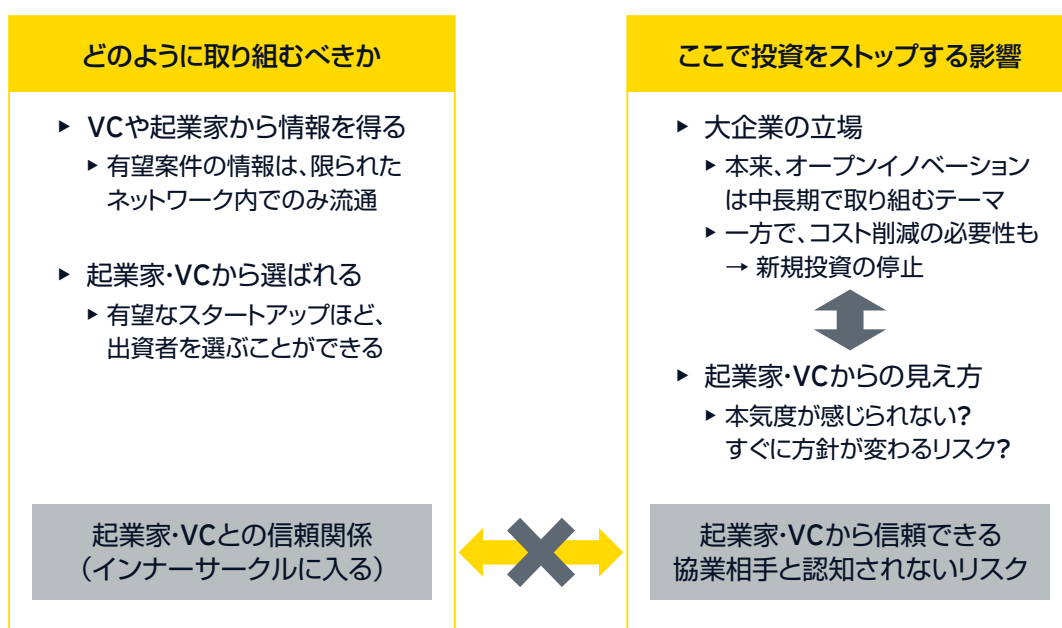
オープンイノベーションを行うパートナーとしては、スタートアップの中でも、競争力のある有力スタートアップであることが望ましいのは言うまでもありません。せっかくスタートアップと協業を行っても、投資先が倒産してしまえば、最終的な成果につながらないためです。一般的に、プロのVCが投資した投資先でも、そのうち半分以上は事業がうまくいかずに終わります。協業パートナーとして「強いスタートアップ」と組むことは、重要なポイントです。では、そのような強いスタートアップを発掘する上では、何が重要になるのでしょうか。



図表9の左側に示す通り、スタートアップの資金調達情報は、起業家やVCなどの限られたネットワーク(いわゆるインナーサークル)内でのみ流通しています。そのため、他社よりも先にそういった有望案件に関する情報を入手するには、起業家やVCらと信頼関係を構築しておくことが重要となってきます。しかし、コロナ禍の影響

で投資をストップしてしまうと、図表9の右側に示す通り、起業家・VCには「スタートアップとの取り組みに対する本気度が感じられない」「状況が変わると突然方針転換するので、中長期のパートナーとして安心できない」と見られてしまうリスクがあります。

図表9 見えないレピュテーションリスク



* KSF : Key Success Factors (成功要因)

これらは、不祥事の時のように明示的に非難されることはありませんが、起業家・VCなどのインナーサークル内で良くない評判が定着してしまいかねず、いわば「自社からは見えない」レピュテーションリスクを負ってしまうことになりかねません。スタートアップ業界は狭い世界であるため、一度そのような評価がインナーサークル内で定着してしまうと、景気が回復して、いざ投資を再開しようとなったときに、有望な案件がなかなか回ってこず、案件開拓で苦勞することが予想されます。

起業家やVCは、自分たちも苦しい時にサポートしてくれる事業会社とそうでない事業会社を、よく見ているのです。図表5の理由3のように、そういったリスクを回避するためにも、投資を極端に絞ってしまうよりも、安定的に投資を継続する方が、中長期的に見たメリットは大きいのではないのでしょうか。また、積極的に投資を行っていくのであれば、マーケットに対してその意思をしっかりと伝えていくべきでしょう。

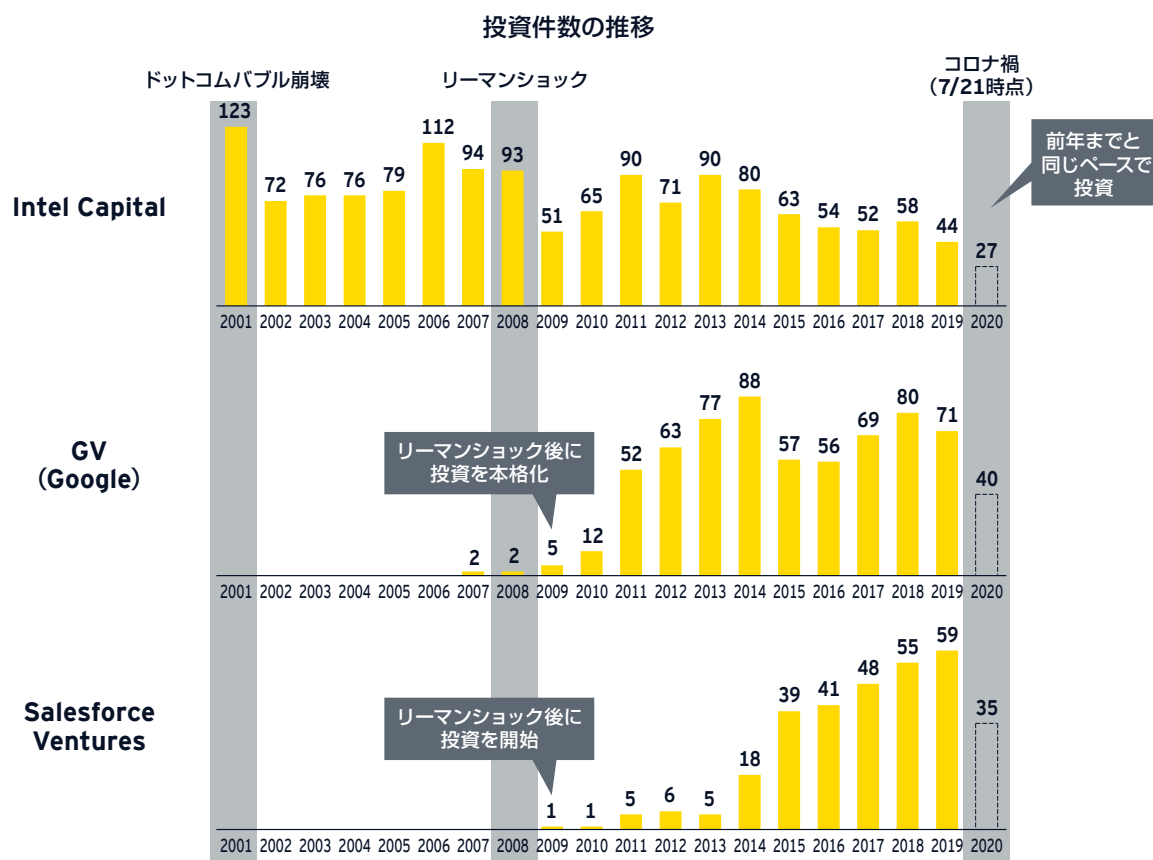
4

海外企業の動向

ここでは、海外の状況に目を向けてみます。海外のトップCVCとして、CB Insightsが2019年に発表した「最もアクティブなCVCランキング(グローバル)」で上位

3社に入ったのは、GV (GoogleのCVC)、Salesforce Ventures、Intel Capitalでした。これら3社の投資件数の推移を、図表10に示します。

図表10 海外トップCVCの投資状況



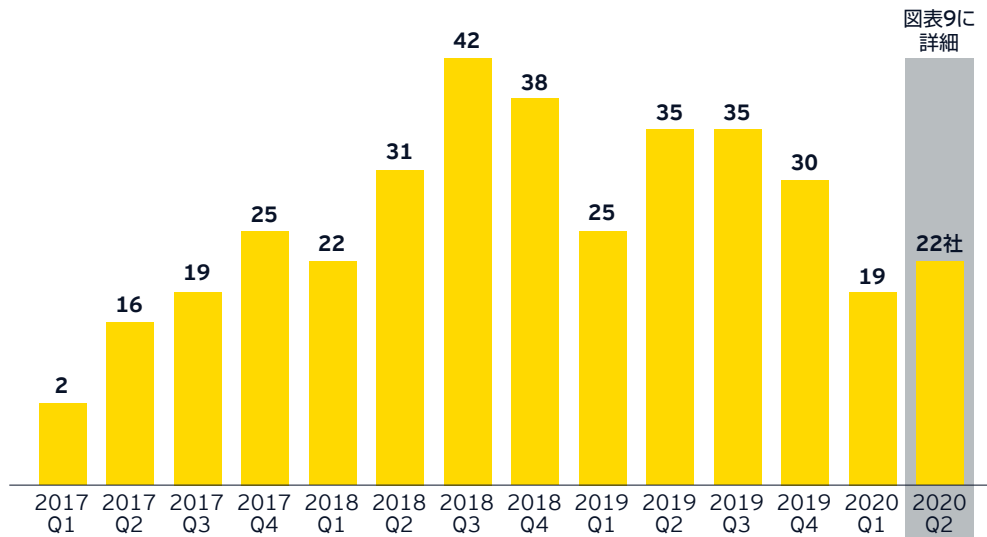
出典：S&P Capital IQ (2020年7月21日現在)を基にEY分析

図表10によると、コロナ禍の中でも、3社とも昨年までとほぼ同じペースで投資を行っていることが見てとれます(2020年の投資件数は2020年7月21日時点での数値です)。また、最も業歴が長いIntel Capitalは、ドットコムバブル崩壊時やリーマンショック時も、翌年には若干投資件数が下がってはいるものの、安定して投資を行っています。GVやSalesforce Venturesにおいては、リーマンショック後に投資を本格化させていること

からも、景気低迷期においても積極的な姿勢がうかがえます。

次に、四半期ごとの新規ユニコーン数の推移を、図表11に示します。新型コロナウイルス感染症の影響で経済活動に大きな制限が課されていた2020年4~6月期においても、世界では新たに22社のユニコーンが誕生しており、高成長企業が存在していることを示しています。

図表 11 四半期ごとの新規ユニコーン数

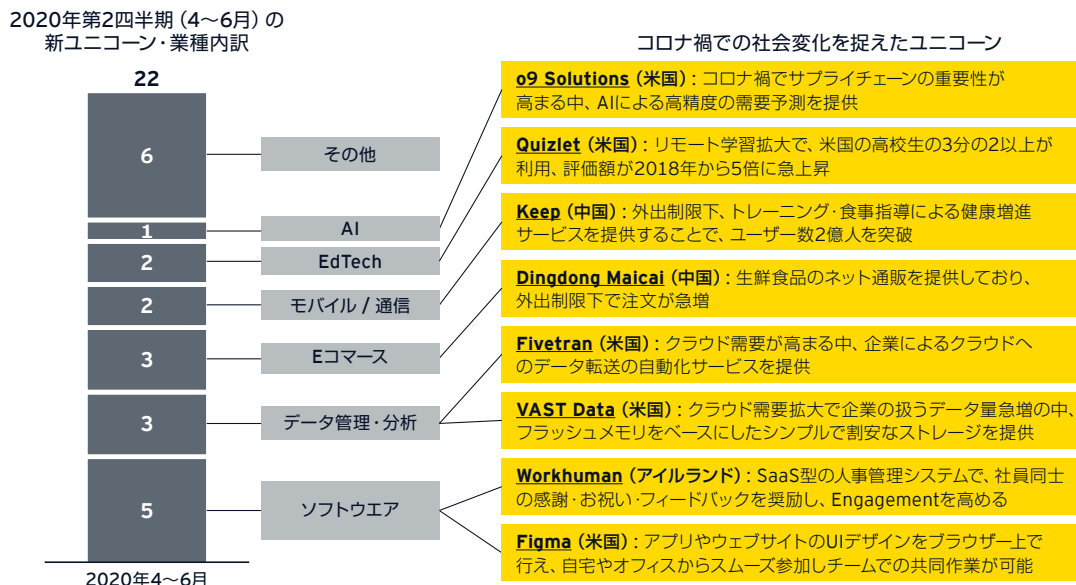


出典：CB Insights website, cbinsights.com/research

では、コロナ禍でユニコーンとなったスタートアップとは、どのような企業なのでしょう。図表 12 に、2020 年 4～6 月期に新ユニコーンとなったスタートアップの業種別内訳と、一部企業の概要を紹介します。リモート学習との相性が良い EdTech 企業や、スマートフォンを使ったトレーニング支援、E コマースなど外出制限と相

性が良いサービス、クラウド系のソフトウェアやサービスなどリモートワークと相性の良い企業などがユニコーン化しています。これらのスタートアップは、コロナ禍が追い風となって急成長している企業であり、今後、どのようなスタートアップに投資を行っていくべきかを考えていく上で、参考になるのではないのでしょうか。

図表 12 コロナ禍で登場した新しいユニコーン



出典：CB Insights website, cbinsights.com/research、各社ウェブサイトの情報に基に EY 作成

Innovation for the future

2020年8月時点では、コロナ禍の影響は収まるどころか、第二波の影響がどこまで広がっていくか見通せず、不透明な状況が続いています。しかし、このような状況においても、新しいスタートアップが登場し、成長しています。アフターコロナ時代の新たなトレンドをけん引するスタートアップが、今まさに生まれようとしているのではないのでしょうか。

多くの企業にとって、オープンイノベーションによるディスラプション対応やビジネスモデルの変革は、急務となっています。積極投資を続けているグローバルプレーヤーとの差をこれ以上広がらないようにするためにも、このような状況にひるむことなく投資を継続していくことが必要ではないのでしょうか。

EYについて

EYは、アシュアランス、税務、ストラテジー、トランザクションおよびコンサルティングにおける世界的なリーダーです。私たちの深い洞察と高品質なサービスは、世界中の資本市場や経済活動に信頼をもたらします。私たちはさまざまなステークホルダーの期待に応えるチームを率いるリーダーを生み出していきます。そうすることで、構成員、クライアント、そして地域社会のために、より良い社会の構築に貢献します。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。EYによる個人情報の取得・利用の方法や、データ保護に関する法令により個人情報の主体が有する権利については、ey.com/privacyをご確認ください。EYについて詳しくは、ey.comをご覧ください。

EYストラテジー・アンド・トランザクションについて

EYストラテジー・アンド・トランザクションは、クライアントと共に、そのエコシステムの再認識、事業ポートフォリオの再構築、より良い未来に向けた変革の実施を支援し、この複雑な時代を乗り切る舵取りを支えます。グローバルレベルのネットワークと規模を有するEYストラテジー・アンド・トランザクションは、クライアントの企業戦略、キャピタル戦略、トランザクション戦略、ターンアラウンド戦略の推進から実行までサポートし、あらゆるマーケット環境における迅速な価値創出、クロスボーダーのキャピタルフローを支え、マーケットに新たな商品とイノベーションをもたらす活動を支援します。EYストラテジー・アンド・トランザクションは、クライアントが長期的価値をはぐくみ、より良い社会を構築することに貢献します。詳しくは、ey.com/ja_jp/strategy-transactionsをご覧ください。

© 2020 EY Strategy and Consulting Co., Ltd.
All Rights Reserved.

ED None

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務およびその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社および他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。

ey.com/ja_jp

Contact

青木 義則

EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社
パートナー

yoshinori.aoki@parthenon.ey.com