

Strategy& Foresight vol.23

2020 - II -

特集

## スタートアップ投資

巻頭言

スタートアップ投資で実現する変革と成長

対談:スタートアップ企業への投資可能性とその意義  
～ニューノーマル時代、DX化も見据えた  
ビジネス基盤を築くために～

スタートアップ投資とは

大企業にとっての  
スタートアップ投資の在り方

スタートアップ投資に  
おけるビジネスデュー  
デリジェンス

スタートアップ投資に  
おけるバリュエーション



## Strategy& Foresight

ストラテジーアンド・フォーサイトは、  
PwCネットワークの  
戦略コンサルティングチーム  
Strategy&が、  
経営戦略についての  
さまざまな課題をテーマに、  
経営の基幹を担われている皆様に  
向けて発行する定期刊行物です。

### Contents

## 特集 **スタートアップ投資**

巻頭言

### スタートアップ投資で実現する変革と成長

服部 真

3

### 対談:スタートアップ企業への投資可能性と その意義

～ニューノーマル時代、DX化も見据えた  
ビジネス基盤を築くために～

DNX Ventures 山本 康正氏 × 服部 真

4

### スタートアップ投資とは

筒塩 芳夫、長谷山 京佑、谷口 善洋

10

### 大企業にとっての スタートアップ投資の在り方

川上 昂士

16

### スタートアップ投資における ビジネスデューデリジェンス

服部 真、谷口 善洋

24

### スタートアップ投資における バリュエーション

織田 耕二、谷口 善洋

30



## 巻頭言

# スタートアップ投資で実現する 変革と成長

服部 真

服部 真 (はっとり・まこと)  
makoto.hattori@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のパートナー。約15年にわたり、総合商社、産業材メーカー、エネルギー企業、建設企業等に対し、全社戦略、事業戦略、M&A戦略立案および実行支援のプロジェクトを手がけてきた。近年はスタートアップ投資に関わるビジネスデューデリジェンスにも取り組んでいる。

2019年の日本でのスタートアップ関連投資件数は1,406件、投資総額は4,462億円であり、これは2013年の1,223件、845億円に比べて、それぞれ13%、81%と大きな伸びを示している\*1。また大型投資も増えており、例えば2020年、総合商社によるオンライン後払い決済サービス運営会社への出資や、2019年には総合不動産会社による住宅・店舗・オフィスのリノベーションを手掛ける企業への出資などがあった。一方、米国での2019年のスタートアップ関連投資件数は6,183件、投資総額は約12兆円で、日本のスタートアップ関連市場は依然遠く及ばない\*2。

コンサルタントとしてクライアント企業と接する中でも、近年スタートアップ投資に関連する問い合わせが増えてきている。その動機としては、自社事業のDX(デジタルトランスフォーメーション)化と新規事業機会の創出が多くを占める。DX化については不可逆的な流れとして各社が対応を進めているが、技術投資を行う会社、デジタル人材の雇用を進める会社など方法はまちまちである。その有効な選択肢の一つとして、スタートアップ企業の自社事業への取り込みが検討されている。

一方、スタートアップ投資への興味とともに、その難しさが懸念点として挙げられることも多い。この難しさについて整理してみると、以下のようなパターンがあり、投資検討の入り口から、PMI(ポスト・マージャー・インテグレーション)に関わる投資後のものまで、非常に幅広い課題があることがわかる。

1. そもそもスタートアップ企業との接点がない
2. 無数にあるスタートアップ企業の中から、どのようにターゲット会社を選べば良いのか分からない
3. 出資の話が進んでいるが、そのスタートアップ企業が今後も成長するかどうか分からない
4. 投資をしたいが、投資検討先が出資を受けることに後ろ向きであり説得できない
5. 投資をした後にどのように自社事業にいかしていくべきか分からない

本特集号では、まずシリコンバレーで活動されているベンチャーキャピタリストの山本康正さんとの対談を通して、日本企業のスタートアップ投資についての全体像とその魅力、上記課題への対応例などについて捉える。また、これまでPwCがM&Aに関わるさまざまな支援を行い、蓄積してきたスタートアップ企業を活用した戦略の考え方、対象企業の評価方法(ビジネスデューデリジェンス[BDD]やバリュエーション)について、具体例を紹介しながら解説する。

新型コロナウイルス感染症の感染拡大により企業のDX推進が急務となり、さらに重要性を高めていくスタートアップ投資について、本特集号が貴社の検討の一助となれば幸いです。

\*1: Initial, 2020.「Japan Startup Finance 2019」(2020年3月27日時点での集計)

\*2: CB Insights, 2020 “Venture Capital Funding Report Q2 2020” を用いた表現

# 対談：スタートアップ企業への 投資可能性とその意義

## ～ニューノーマル時代、 DX化も見据えたビジネス基盤を築くために～

人工知能やロボット、IoT(Internet of Things)など最新技術の台頭は、さまざまな業界に破壊的なイノベーションと新たなビジネスのチャンスをもたらしました。この潮流をつかみ、ビジネスを加速させるためには、スタートアップ企業に代表される広範なプレーヤーとの協業が不可欠です。では、日本企業がスタートアップ企業を取り巻く世界の趨勢を見極め、スタートアップ企業との協業を成功させるためには何が必要なのでしょうか。米国のシリコンバレーに拠点を構えるベンチャーキャピタルのDNX Venturesで、インダストリー パートナーとして活躍する山本 康正氏を迎え、お話を伺いました。(服部)



左から、PwC Strategy&の服部 真、DNX Venturesの山本 康正氏

### 服部 真

PwCコンサルティング、Strategy&のパートナー。約15年にわたり、総合商社、産業材メーカー、エネルギー企業、建設企業等に対し、全社戦略、事業戦略、M&A戦略立案および実行支援のプロジェクトを手がけてきた。近年はスタートアップ投資に関わるビジネスデューデリジェンスにも取り組んでいる。

### 山本 康正

DNX Ventures インダストリー パートナー  
東京大学で修士号取得後、三菱UFJ銀行ニューヨーク米州本部に就職し、債券、デリバティブの分析に携わる。ハーバード大学大学院で理学修士号を取得後、米Googleに入社し、フィンテックやAI(人工知能)などで日本企業のデジタル活用を推進する。ハーバード大学客員研究員。日米のリーダー間にネットワークを構築するプログラム「US-Japan Leadership Program」諮問機関委員、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構 事業カタライザー。2018年よりDNX Ventures インダストリー パートナー。京都大学大学院総合生存学館特任准教授。著書に『シリコンバレーのベンチャーキャピタリストは何を見ているのか』(東洋経済新報社)、『次のテクノロジーで世界はどう変わるのか』(講談社現代新書)などがある。

## 新進気鋭スタートアップを「狩り」に行く感覚でコンタクトする

**Strategy& 服部:**最初に山本さんの経歴について確認させてください。社会人キャリアの最初は、三菱UFJ銀行のニューヨーク米州本部ですよね。日本の大手企業を経験し、Googleを経て、現在はベンチャーキャピタリストとして活躍されています。かなりユニークなご経歴ですね。

**DNX 山本:**そうですね。三菱UFJ銀行に入社した時点で、2〜3年で辞めて国際機関で働こうと考えていました。勤務地をニューヨーク米州本部にしたのは、金融技術が日本の10年先に進んでいて、さまざまな価値観を持った人や多様なビジネスが集積しており、それを肌身で実感できると考えたからです。人間は環境に左右される部分が多い。この判断はその後のキャリアでプラスに働いたと考えています。

**Strategy& 服部:**現在、DNX Venturesではどのようなお仕事をされているのですか。

**DNX 山本:**私がインダストリーパートナーを務めるDNX Venturesは、アーリーステージのB2Bスタートアップ企業へ投資するベンチャーキャピタル(VC)です。リターンを求める日本の大手企業から出資を受け、スタートアップ企業に投資をしています。投資領域はクラウドやSaaS (Software as a Service)、フィンテック、リテールテック、サイバーセキュリティなどです。シリコンバレーと東京に2拠点を構え、国内外のネットワークを生かして、日本の大手企業におけるDXに不可欠なオープンイノベーションも支援しています。

**Strategy& 服部:**シリコンバレーのスタートアップ企業を取り巻くエコシステムについて教えてください。スタートアップ企業は、VCや大学、他のスタートアップ企業との間でどのようなコミュニティを形成しているのでしょうか。

**DNX 山本:**スタートアップ企業が誕生しやすいエコシステ

ムを最初に構築したのは、「シリコンバレーの父」として知られているフレデリック・エモンズ・ターマン氏でしょう。スタンフォード大学の教授だった彼は、学生たちに事業を興すことを積極的に奨励しました。生徒だったウィリアム・ヒューレット氏とデヴィッド・パッカー氏がHewlett-Packard社(現在のHP Inc./Hewlett Packard Enterprise)を起業し、成功を収めました。それを見た他の学生たちも続き、成功した人たちがエンジェル投資家になって次の世代へと投資するサイクルが誕生しました。このエコシステムが現在のシリコンバレーにも脈々と受け継がれています。

**Strategy& 服部:**日本には「スタートアップ企業の芽」はあっても、それを育成する体制が整っていません。政府のスタートアップ育成の体制は十分ではなく、リスクマネーを供給する土壌がないと感じています。その一方で、日本の大手企業が直接もしくは、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)を立ち上げて、シリコンバレーのスタートアップに企業に投資する例はまだ限定的です。

**DNX 山本:**シリコンバレーにネットワークがない日本企業がいきなり現地事務所を構え、名刺を配り歩いてもアーリーステージの良質なスタートアップ企業にコンタクトすることは難しいでしょう。起業家や創業者、投資家が集まるシリコンバレーのコミュニティは閉鎖的で、学歴や専門性、そして人脈がないとコミュニティには入れません。新進気鋭のスタートアップ企業とコンタクトをとることは、「狩り」をするような感覚です。

**Strategy& 服部:**日本の大手企業がそうしたコミュニティに入り込むためには、何が求められるのでしょうか。

**DNX 山本:**大手企業の意味決定者が、技術の潮流を理解していることです。さらに、スタートアップ企業との天才エンジニアと話し、彼らの熱量を受け止めてビジョンを共有できること。「投資」とは「伴走」ですから、両方で世界観・ビジョンを共有することは大切です。スタートアップ企業側に「この人物

と組みたい」と思わせる要素がないといけません。

**Strategy& 服部:**他方で世界に目を向けると、シリコンバレー以外のスタートアップ企業の集積地として、ボストンやベルリン、イスラエルなどがあります。これらの国・地域にはそれぞれどのような特徴と違いがあるのでしょうか。

**DNX 山本:**ボストンとサンディエゴにはバイオ系のスタートアップ企業が集まっています。また、イスラエルはサイバーセキュリティが強い。その背景には、イスラエルが常に軍事的な脅威にさらされていることがあり、「第5の戦場」であるサイバー空間の防衛には技術と資金と人材が集まっています。

**Strategy& 服部:**シリコンバレーではなく、こうした国・地域のスタートアップ企業に日本の大手企業が投資するという選択肢はありますか。

**DNX 山本:**人材や技術の潮流を見ているかぎりでは、そして、緊張する米中関係を考慮すると、スタートアップ企業の中心は依然としてシリコンバレーです。

スタートアップ企業の集積地を見る際には、「その地域が盛り上がっているのはなぜか」を見極める必要があります。例えば、インドのスタートアップ企業に投資が集中しているのは、最新技術に対する評価ではなく、インド国内のGDP成長率上昇を見越しているからです。Googleがインドに対して1兆円規模の投資計画を立てているのは、インドの経済成長に期待しているからです\*1。

## ビジネスインパクト重視で スタートアップ企業への投資を決める

**Strategy& 服部:**スタートアップ企業が大手企業と協業したいと考える理由は何でしょうか。スタートアップ企業の目には、大手企業はどのように映っているのでしょうか。

**DNX 山本:**大枠では「レガシー産業」だと捉えている人が多



いです。大手企業は安定的な売り上げはあるものの、時価総額が低い企業も多い。今後、急速にビジネスが拡大するとは見込んでいないのです。

スタートアップ企業にとって魅力的なのは、大手企業が所有するリソースです。例えば総合商社の場合、傘下にコンビニエンスストアを擁し、関連する膨大なデータを持っています。スタートアップ企業がこうしたデータを活用するサービスを開発しているなら、双方にとって協業するメリットはあるのです。

**Strategy& 服部:**つまり、顧客が増え始める「シリーズA」の時期で、サービス内容を拡充したり、新しいマーケットにアプローチしたりする際に、すでにリソースと販路を持っている大手企業と協業したいと考えるのですね。逆に大手企業がスタートアップ企業に投資する意義は何でしょうか。

**DNX 山本:**自社のビジネス規模を拡大し、加速させるためです。例えば、売上げ1兆円規模の企業が、人工知能関連のスタートアップ企業を1億円で買収したとします。そして、その技術を自社のビジネスモデルに適用させてビジネスを5%伸ばすことができれば、500億円の売り上げになるのです。

これまで大手企業は自社で新技術を開発していましたが、今はスタートアップ企業に出資をしたり買収したりしたほうが早い。つまり、「時間を買っている」のです。激しいイノベーション競争で、業界同士を隔てていた壁が崩れ、異業種からの参入も増えています。そのような状況下、競争力を強化す

\*1：2020年7月14日の日本経済新聞朝刊を参照

るには、スタートアップ企業の持つスピード感を活用し、協業していくことが非常に大事です。

## 経営改革のモチベーションは「危機感」

**Strategy& 服部:** 大手企業がスタートアップ企業を買収し、経営変革した好例を教えてください。

**DNX 山本:** 有名なのは、米General Motors (以下GM) と米Walmartです。

大手自動車メーカーであるGMは、2016年に起業3年目のロボット系スタートアップ企業米Cruiseを約10億ドルで買収し、当時29歳だった同社のCEOを役員に迎え、経営会議に参加させました。

また、小売り世界最大手のWalmartは、2005年にEコマース事業を展開するwalmart.comという子会社を設立し、シリコンバレーにオフィスを構え、技術ベンチャーコミュニティと活発に交流し、自社サービスの強化に取り組んでいます。2016年にはネット通販のスタートアップ企業であるJET.COMを約35億ドルで買収し、自社のネット通販を強化しました\*2。

GMとWalmartに共通しているのは、トップが強い危機感を持っていることです。GMはリーマンショック後に一度経営破綻しています。その教訓から10年先、20年先を見据えて何が必要かを判断し、既存のビジネス枠にとらわれず、素早く行動する姿勢を貫いています。

同じくWalmartもAmazon.comの登場に強い危機感を持っており、従来の店舗による販売を維持しながらも「DX(デジタルトランスフォーメーション)」に取り組んでいる。こうした経営改革やDXの推進は、一朝一夕にできるものではありません。

**Strategy& 服部:** 両社のような決断は、日本の大手企業では難しいでしょうね。スピード感だけでなく、トップに与えられ

た権限も大きく異なると感じています。

**DNX 山本:** おっしゃるとおりです。オーナー企業を除き、日本企業にはリーダーシップを発揮できる環境が整っていません。GMはトップダウンで物事が決められるし、Walmartは創業家の権限で意思決定できます。翻って5年ごとに社長が代わるような日本の企業では、思い切った意思決定が難しいのです。

もう1つはインセンティブ構造です。米国の場合、トップの報酬は半分以上が自社株なので、成果を出さなければ株価が上がらず、自分の報酬が下がります。ですからトップは何としても株価を上げようとします。しかし、日本企業のトップは業績にかかわらず報酬が決められているので、失敗さえしなければ安泰です。そのため、危機が迫っていても動かないのです。

## シリコンバレーのエコシステムへの参入

**Strategy& 服部:** お話を伺っていると、大手企業にはトップの矜持や情報収集能力はもちろん、「自社のビジネスを発展させるためには何が必要か」、「それを持っているスタートアップ企業はどこか」を見極める能力が求められるのですね。日本企業の手企業で投資を成功させている事例ありますか。

**DNX 山本:** 紹介したいのが、コマツと東京海上日動火災保険(以下、東京海上)の取り組みです。

コマツはドローンを活用した測量大手の米Skycatchに出資しました。そして、Skycatchの技術を活用して建設・土木現場を上空からドローンで撮影して3Dの地形データを作成し、盛り土の正確な測量や労働時間の短縮による人件費削減に成功したのです。

コマツは担当者たちが海外出張に多くの時間を割き、現地でスタートアップを含めさまざまな人にとって情報収集を行

\*2: Wal-Mart Stores, Inc., "Walmart Agrees to Acquire Jet.com, One of the Fastest Growing e-Commerce Companies in the U.S." 8 August, 2016.

い、スタートアップ投資を進めています。また、コマツはシリコンバレーでも役員会を開催し、役員全員がスタートアップ企業のトップと直接話をする。ですから意思決定が速いです。

**Strategy& 服部:** 技術に精通した社員が目利きとなって世界を飛び回り、自社にない技術を見つけて協業し、現場の生産性向上につなげる。理想的なサイクルですね。

**DNX 山本:** コマツを突き動かした要因の1つも危機感です。同社は2001年に創業以来初の営業赤字を出し、ライバル社に差をつけられました。その時に実行したのは、経営ビジョンの明確化です。コマツの目指している世界観と技術活用の方向性を明確にするビデオを作成し、大々的に公開しました。その結果、同じようなビジョンを持つスタートアップ企業からの共感を得られやすくなり、両社が発展できる協業やスタートアップ企業への出資につながったのです。

一方の東京海上は、自動運転と保険を掛け合わせたイベントへの出展を通じて、自社の存在とビジョンをアピールし、スタートアップ企業とのコネクション強化に成功しています。同社は金融系企業が多い米国東海岸では知られていても、テクノロジー企業が多い西海岸ではほとんど知名度がありません。ですから多くのスタートアップ企業やその関係者が参加するイベントで自社のプレゼンスを上げる努力をしました。その結果、シリコンバレーのエコシステムに加わるようになり、インシュアテックのスタートアップ企業である米MetroMileに出資し、業務提携に成功したのです。

## VCはスタートアップ企業の何に注目しているのか

**Strategy& 服部:** 次に、実際に投資する際の注意点を教えてください。開発中の技術やサービス以外でスタートアップ企業を見極めるには、どのようなポイントに留意すべきでしょうか。

**DNX 山本:** スタートアップ企業は、自社の技術やビジネスモデルを10倍にも20倍にも大きく見せようとしています。ですから

彼らの説明を鵜呑みにせず、リファレンスを取ったり、その技術分野に長けた専門家にアドバイスを受けたりする必要があります。もちろん、われわれのようなVCを利用するのも1つの方法です(笑)。

シリコンバレーではVC同士で、「あそこのビジネスプランについては懐疑的」程度の情報は共有しており、事業経営上のリスクを見極める力を持っています。例えば「人工知能を使っています」と言いながら、アルゴリズムに関する質問には「ブラックボックスです」と言ったり、リードエンジニアが1本も論文を書いていなかったりするスタートアップ企業はアウトです。こうした情報はVCに蓄積されています。

**Strategy& 服部:** 日本の大手企業は、投資先が成長する蓋然性を示したり、社内で設定されたKPI(重要業績評価指数)をクリアしたりすることが求められます。こうした「縛り」はCVCにとってよい方向に働かないと考えるのですが、いかがでしょうか。

**DNX 山本:** 大手企業の投資とVCの投資ではスタートアップ企業の評価基準が異なります。ひとつ言えるのは、スタートアップ企業への投資は「10件投資して1件からリターンがあればよい」という世界であることです。スタートアップ投資を理解していない経営者は、「すべての投資を成功させたい」と無茶を言いますが、それは不可能です。VCでも打率3割は難しい。まずは経営者のマインドと、現実と乖離したKPIを変えることです。

**Strategy& 服部:** スタートアップ企業の事業内容は、何を基準に評価すればよいのでしょうか。

**DNX 山本:** 技術や起業理念といった軸がぶれていないことを見極めることです。一方、ビジネスモデルは変化する可能性があると考えてください。アーリーステージでは市場ニーズに応じてビジネスモデルを変更することも大事です。

もちろん、ビジネスモデル自体が間違っていないかどうかの確認も必要です。例えばサブスクリプションモデルの原理



を理解せず「誰もやっていないから」との理由で、リースとほぼ変わらないことをやる。これは論外です。

もう1つはそのスタートアップ企業だけでなく、市場の構造と他のプレーヤーの動向に目を配り、ビジネスの将来性を評価することです。具体的には「同じ技術やサービスをGoogleがやったらどうなるか」を考えることです。

**Strategy& 服部:** どういうことでしょうか。

**DNX 山本:** 例えば、投資したいスタートアップ企業が開発している技術やサービスの領域に、Googleが本格参入したら敵いません。しかしGoogleは100兆円規模の企業\*3ですから、利用者数が10億人以下のサービスをリリースしようとは考えない。なぜなら彼らにとっては、それをロールアウトする手間やコストが見合わないからです。Googleの広告ビジネスの利益率は20%以上ですから、それ以下の利益率や事業との親和性しか見込めないサービス領域に参入することは、彼らにとってメリットがないのです。こうした市場構造的な視点から投資

先を判断することも、CVCの担当者には求められます。

\* \* \*

**Strategy& 服部:** 最後に、山本さんが感じるVCの醍醐味を教えてください。

**DNX 山本:** 世界が変わるダイナミズムを間近で見られることです。例えば2011年創業の米Zoomの時価総額は、米航空最大手7社の合計を上回りました(2020年5月15日時点)。最新技術やスタートアップ企業の理念が世界を変えていく中で、VCが果たす役割は大きい。ここに面白みとやりがいを感じています。

**Strategy& 服部:** コロナ禍でも柔軟に労働環境を見直してビジネスを成長させている企業は、デジタル化を推進し、ソフトウェアを中心にビジネスを展開している企業です。また、そうした技術やサービスを開発するスタートアップ企業の動向にも注目が集まっています。しかし、お話しいただいたとおり、日本企業は「スタートアップ企業に投資する」ことに慣れていません。同時に、シリコンバレーのように投資対象になるようなスタートアップ企業が少ないのも現状です。

日本のCVCが投資や協業を積極的に行っていくためには、情報収集力とコミュニケーション能力、そして第一線で活躍する人に話を聞けるようなネットワーク力が必要になる。加えて、スタートアップ企業を育成するエコシステムを確立し、同時に経営戦略として「スタートアップ企業との協業による自社ビジネスの強化」を常に考えていくことが重要だと実感しました。本日はありがとうございました。

\*3: 時事ドットコム, 「グーグルも1兆ドル企業 時価総額、米で4社目」(2020年01月17日) 参照

# スタートアップ投資とは

著者：筒塩 芳夫、長谷山 京佑、谷口 善洋

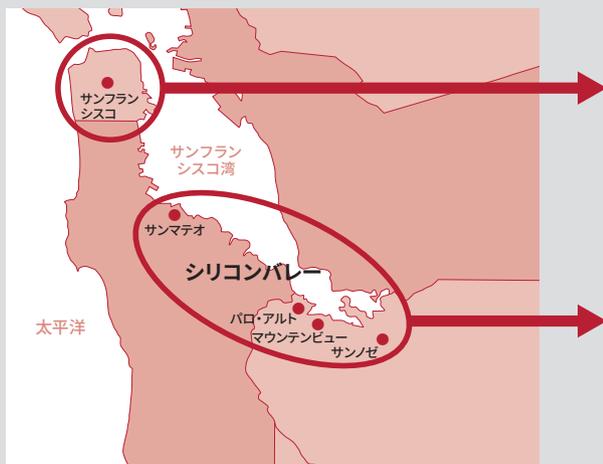
本稿では、スタートアップ投資の前提となるエコシステムおよびそこに属するプレイヤーに関して、最大のスタートアップ輩出地域である米国ベイエリアを例として現状を述べる。そこから、日本企業のスタートアップ投資、さらに関連する取り組みに向けた示唆の導出を試みたい。

## 米国におけるスタートアップ企業のエコシステム

米国のシリコンバレーは、Google, Apple, Facebookを筆頭に有力スタートアップを複数輩出してきたことは周知の通りであるが、近年ではサンフランシスコを含めたサンフランシスコ湾周辺一帯が「ベイエリア」と総称されており、このベイ

図表1  
米国「ベイエリア」の成功企業群

### 米・ベイエリア



### 主要スタートアップ企業リスト

サンフランシスコ		
企業名	設立年	上場年
Yelp	2004年	2012年
Twitter	2007年	2013年
Dropbox	2007年	2018年
Pinterest	2008年	2019年
Airbnb	2008年	非上場
Uber Technologies	2010年	2019年

シリコンバレー		
企業名	設立年	上場年
Apple	1977年	1980年
Adobe	1983年	1986年
Yahoo!	1995年	1996年
Netflix	1997年	2002年
PayPal	1998年	2002年
Alphabet (Google)	1998年	2004年
Tesla	2003年	2010年
LinkedIn Corp	2003年	2011年
Facebook	2004年	2012年
Evernote	2004年	非上場

(2020年7月末時点)

出所：PwC アドバイザリー分析

筒塩 芳夫 (つつしお・よしお)  
yoshio.tsutsushio@pwc.com

PwCアドバイザリーのパートナー。スタートアップ領域を含めたM&Aにおけるフィナンシャルアドバイザリー業務に従事。特に、テクノロジー、メディア、通信業界に強みを持ち、また、多くのクロスボーダーM&A案件を手掛ける。サンフランシスコ駐在経験あり。

長谷山 京佑 (はせやま・きょうすけ)  
kyosuke.haseyama@pwc.com

PwCアドバイザリーのシニアマネージャー。通信、メディア・広告、ITサービス等の業界を中心にM&A戦略や新規事業戦略の策定支援、ビジネスデューデリジェンス等の経験を有する。近年はスタートアップ投資支援やCVC・投資子会社設立なども支援している。

谷口 善洋 (たにぐち・よしひろ)  
yoshihiro.taniguchi@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のマネージャー。素材・輸送機器等の製造業、総合商社を中心に新規事業開発、事業戦略策定、ビジネスデューデリジェンス、デジタル化戦略策定などのプロジェクト経験を有する。

エリアから有力スタートアップが数多く生まれている(図表1参照)。なお、シリコンバレーはその名の通り、かつてはサンノゼを中心に半導体関連産業の集積地であったが、現在のベイエリアのスタートアップはハードウェアよりもソフトウェア関連企業が多い傾向にある。

最近ではシリコンバレーエリアの不動産価格の急騰により、Twitterのように本社をシリコンバレーからサンフランシスコに移転するケースもあり、また、若手エンジニアはサンフランシスコエリアに居住することを好むことから、サンフランシスコ市内からシリコンバレーに無料送迎シャトルバスを配備する企業も増加している。

## スタートアップ企業のステークホルダー概観

これらのスタートアップに対して、多くの企業・団体・個人が多様な関与をしているが、大きくは以下の7種類のステークホルダーが存在している(図表2参照)。

### 1. エンジェル投資家 (Angel Investor)

創業間もない企業を支援する個人投資家。過去起業して成功した個人資産家が多い

### 2. インキュベーター/アクセラレータ

短期間で資金・場所・メンター等の提供により総合的に成長を支援

### 3. ベンチャーキャピタル (VC)

ベイエリアに根ざしてアンテナを高く張り、ベンチャー投資を行う金融投資家が多数存在

### 4. コーポレート・ベンチャー・キャピタル (CVC)

古くはQualcomm、Intel (ともに米)がCVCを設立。近年はパナソニックやオムロンなどの日系を含む大手企業が多数進出

## 5. 大学・研究機関

スタンフォード大学、UCバークレー大学(カリフォルニア大学バークレー校)、シンギュラリティ大学といった大学・研究開発機関が技術開発支援、優秀な人材輩出による貢献

## 6. 弁護士・会計事務所

増資およびExit(売却、IPO)において関与

## 7. シェアオフィス/ワークスペース

オフィスやコラボレーションの場の提供

これらのステークホルダーは、(1) 資金提供(投資家)、(2) 開発支援・事業運営支援といった形でスタートアップの成長を支援しており、スタートアップのエコシステムの中で重要な役割を担っている。近年は上記7種類の典型的なプレイヤーの他に、下記のようなプレイヤーやサービスもそれぞれが上記の役割でエコシステムに参画するケースが増えている。

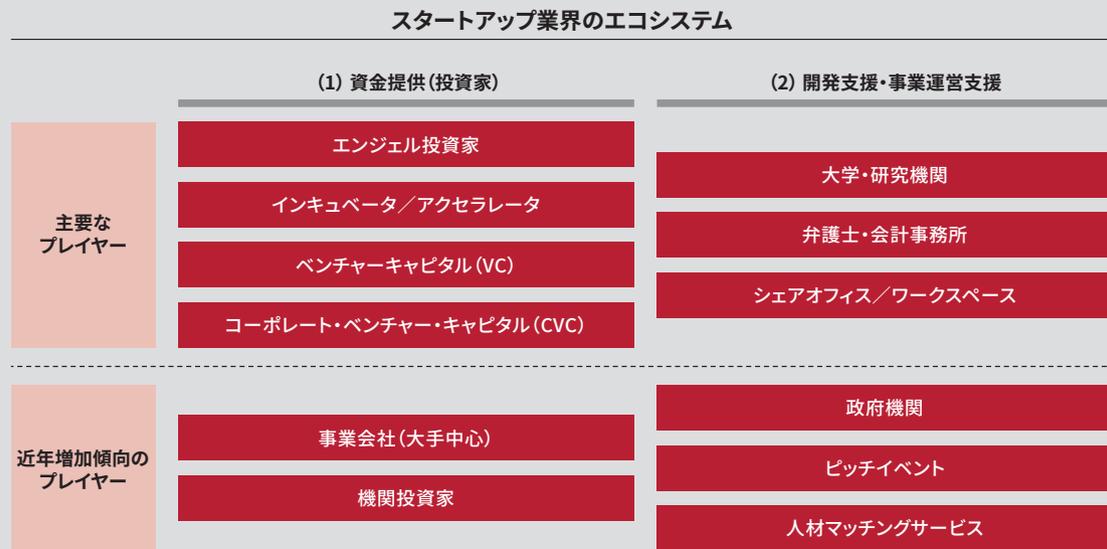
### (1) 資金提供(投資家)

- **事業会社(大手中心)**：既存事業強化・新規事業開発のために投資参画もしくは買収
- **機関投資家(PEファンド等)**：新たな投資機会のオプションとして参画

### (2) 開発支援・事業運営支援

- **政府機関**：スタートアップ支援に係る政策立案
- **ピッチイベント**：投資家とのマッチングの場を提供
- **人材マッチングサービス**
  - 「同志」をつなぐマッチングの場の提供
  - 技術開発・営業・コーポレート機能などを担う有望人材の紹介

図表2  
米国のスタートアップを取り巻くステークホルダー



出所：PwC アドバイザリー分析

このような動きの背景として押さえておくべきことは、特に投資家属性のプレイヤーにとっては「このエコシステムに参加していること」そのものが、良い投資案件の発見、さらには妥当な企業価値評価(Valuation)を可能にすることが経験的に明らかになってきたという点である。ただし、エコシステムに参加すると言っても事はそう単純ではなく、果実を得ることができるほどまでにエコシステムに入り込み、根ざしていくには時間を要する。事実、参画する各ステークホルダーは年単位の時間をかけて地固めに取り組んでいる。これについては、後段で米国スタートアップ業界の実情を交えながら補足する。

## スタートアップ投資家の特徴

先述のスタートアップにおける各ステークホルダーのうち、投資家としての側面を持つプレイヤーについて、それぞれの特徴を述べる。スタートアップ投資家として脚光を浴びる伝統的なVC以外にも、さまざまなタイプの投資家がい

る。ここではスタートアップ企業の成長段階別にどのような投資家が存在し、どのような特徴を有するのかを概観したい。

スタートアップ企業は、創業後、複数回の資金調達を経てIPO(株式公開)を目指すことが多い(図表3参照)。そこに至るまでのスタートアップ企業の成長段階は、「シード」「アーリー」「ミドル」「レイター」の4ステージ区分や資金調達ラウンドの回数(シリーズA, B, C, …)<sup>\*1</sup>で論じられることが一般的である。なお、ステージ区分それぞれ自体に厳密な定義はないが、ここではスタートアップ企業の成長段階の指標として便宜上用いるものとする。

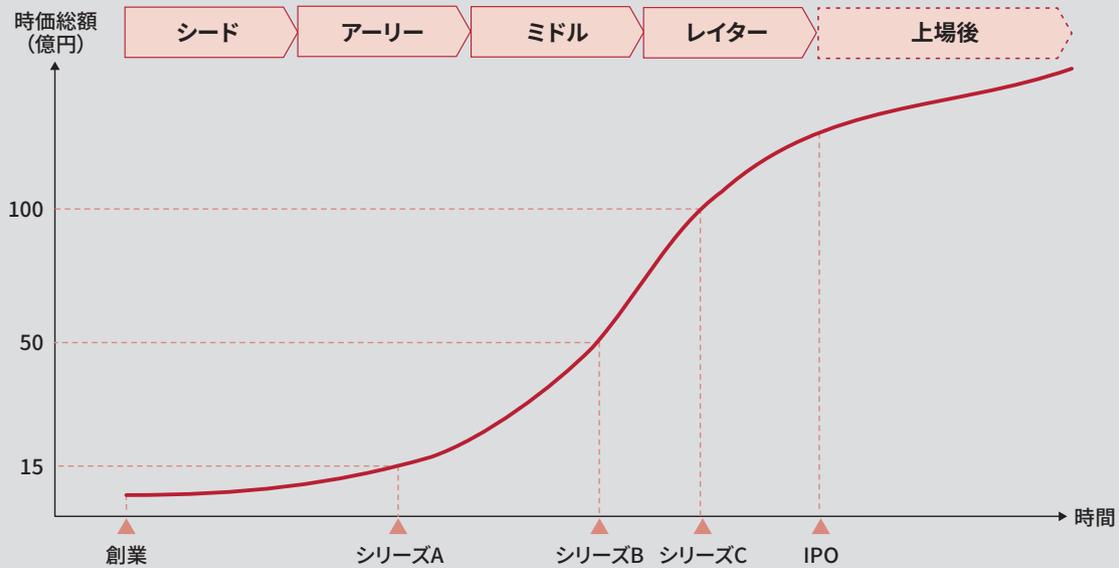
投資家のタイプは、主に①エンジェル投資家、②アクセラレータ、③VC、④CVC、⑤事業会社、⑥PEファンドが存在しており、P14 図表4に示すとおり、投資段階ごとに個々のタイプ別傾向が見られる。

この傾向は、以下のとおり投資家タイプ別の特徴・投資行動と対応している。

\*1: 上場前の資金調達回数は会社別にさまざまであり、シリーズD, E, … と4回以上に及ぶケースもある。

図表3

スタートアップ企業の典型的なライフサイクル



出所：PwC アドバイザリー分析

① エンジェル投資家

- 創業間もないスタートアップ企業に資金提供する個人投資家
- 元スタートアップ創業者で財を成した人も多く、有益なアドバイスも期待できる

② アクセラレータ

- 創業間もないスタートアップに対して短期間、場所、資金、メンター等の成長を支える環境を提供し、その後投資家への紹介を行う

③ VC

- スタートアップ企業を投資対象としたファンド
- VCによって投資戦略(対象とするインダストリーや、ライフサイクルのステージなど)や投資後の関与の仕方は大きく異なる(例えば、シード段階特化型のVC、シードからレイターまで伴走するVCなど)

④ CVC

- 近年、事業会社が設立するCVCファンドによる投資も増加傾向にある
- 事業会社本業とのシナジーを狙うような後述の「⑤事業会社」に近い属性のCVCもある一方、投資リターン優

先で本業とのシナジーは必ずしも必須にしない属性のCVCも存在

⑤ 事業会社

- 自社の既存事業強化や新規事業開発の観点でスタートアップ企業に対して投資をする
- 近年増加傾向にあり、その意義については次章で詳述

⑥ PEファンド

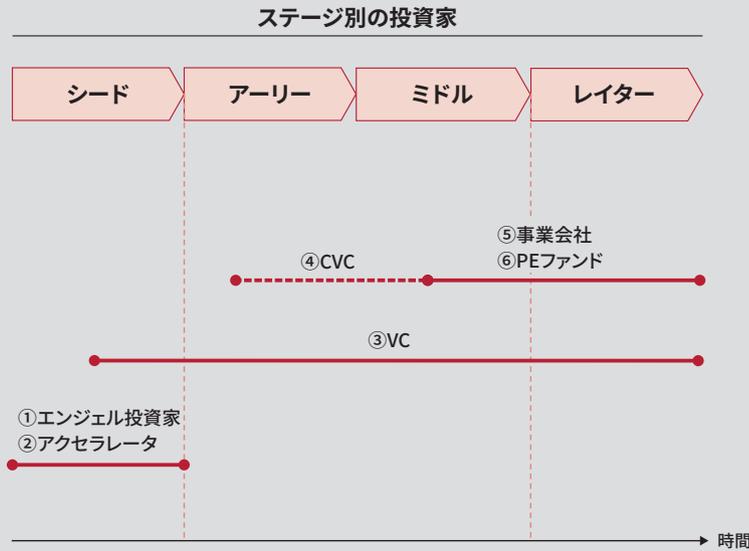
- 近年、レイターステージのスタートアップ企業に対して、数億～数十億円の規模でPEファンドが投資を行う事例が出てきている

なお、上記で示した投資家タイプ別の傾向は、あくまで一般化した場合のものである。近年では、事業会社も「シード」から「アーリー」ステージで投資するケースが増えている。

**日本企業としての取り組みおよび投資に係る示唆**

このようなスタートアップ企業のエコシステムにおいて日本企業が成功するための要件について、米国バイエリア

図表4  
スタートアップ投資家のタイプ別傾向



出所：PwC アドバイザリー分析

の実情も交えながら見ていきたい。ベイエリアにおけるスタートアップ企業投資では日本での通例とは異なることも多い。よって、従来の日本における成熟企業への投資・提携における取り組み方や考え方を大きく転換する必要がある。特に、現地に根を張った長期的視点での対応策が重要となる。

この重要度は近年一層高まっており、その背景には起業成功者によるVC設立・エンジェル投資、そして第2の起業が増加していることが挙げられる。つまり、ベイエリアにおいてはスタートアップ企業の成功・失敗の経験知が蓄積されている状況にある。これにより、投資家はより厳しい投資目線を持つようになり、一方スタートアップ企業もより質の高い成長シナリオを提示することが求められる。投資家とスタートアップ企業が互いに切磋琢磨して、投資判断・事業構想のレベルが上がってきている。

このような状況も踏まえると、日本企業にとっては以下の3点が特に重要なテーマとなる。

1. スタートアップに対して「選ぶ側」から「選ばれる側」になる—「立場の転換」
2. 投資判断のスピードアップおよび「現地化」によるネットワーク構築—「時間軸・地理的重心の変化」

### 3. 成功の期待値に対する過度の要求水準を改める—「投資クライテリアの変化」

以下、各詳細について説明していきたい。

#### 1. スタートアップに対して「選ぶ側」から「選ばれる側」になる—「立場の転換」

投資家は選ぶ側でなく、選ばれる側である。優良なスタートアップ企業ほど資金調達力が高い、すなわち投資家の候補が多くいるため、スタートアップ企業側が求める条件は高くなり、その交渉力も高いケースが多い。特に、資金調達以外の動機で投資を求めに行くファンドレイズのようなケースでは、優良なVCが多く参加するため、スタートアップ企業から見て魅力的な投資家である必要がある。

事業会社にとっては、投資の目的が重要となるケースが多い。例えば、投資側が具体的な事業により一緒に新しいサービスを立ち上げたいなど、一歩踏み込んだ形で投資の目的をスタートアップ企業に伝えることが望ましい。これは、スタートアップ企業の「まずやってみよう」という思考・行動原理にも適合する。投資の目的が単なる情報収集であると、スタートアップ企業側のメリットがなく魅力を感じて

もらえないからである。

## 2. 投資判断のスピードアップおよび「現地化」によるネットワーク構築—「時間軸・地理的重心の変化」

スタートアップ企業投資の時間軸の目安は、秘密保持契約から条件概要書の確認までを含め、シードからアーリーまでは1~2カ月程度、ミドルからレイターでは3~5カ月で投資実行、となっている。つまり、従来の成熟企業への投資に比べてスピードアップが求められるということである。この時間軸に追いつくためには、まず対象企業を既に現地で知っていること、次に投資対象領域に関する新しいビジネスモデルの要諦やトレンドを把握すること、さらにはVCともよく情報交換して常に最新情報に触れていることが重要となる。これは、初見の企業や斬新なビジネスモデルに対してこの時間軸で判断するには困難・リスクが伴うためである。

投資候補になり得る企業の情報を事前に把握するためには、「現地化」による地道な取り組みが現状のグッドプラクティスである。これは、物理的に現地に根付くための長期的な取り組みが前提となる。ある日系企業の例では、現地拠点設立、現地駐在、出張者による基礎情報収集に始まり、スタートアップ企業への接点構築、現地インサイダー化、と段階的に現地の情報収集力を高め、ようやく迅速な意思決定ができるようになるまで3~5年を費やしている。このケースは、日本本社からのリモートでの情報収集では不十分であることを示唆している。

このような長期的で地道な取り組みが必要な背景には、スタートアップ企業の情報収集、それらとの関係構築には属人的なつながりが重要、という現地の実情が存在する。子供の学校から始まるコミュニティでの付き合い、あるいは非実行となった投資・提携案件で築かれた人脈を通じて、次の機会や別のキーパーソンへの紹介、といった非定型のチャンネルに有益な情報が流れることも多い。後者に関して、スタートアップ企業への投資・提携案件は非実行のものが大多数であることを付記しておきたい。案件非実行でもスタートアップ企業との対話・検討を通じて、徐々にでも着実に現地

でのプレゼンスを上げていくことが重要となっている。

## 3. 成功の期待値に対する過度の要求水準を改める—「投資クライテリアの変化」

スタートアップ企業投資では成功の期待値、すなわち(1)成功確率と(2)その効果への期待水準を新たに捉え直す必要がある。

まず、成功確率については、例えるなら「10本に1本のヒットでよい」くらいの捉え方も必要である。もちろん、対象企業のステージや個社のスタンスによって、要求する成功確率は詳細に調整すべきである。日本における成熟企業への投資では、投資先の減損処理の発生は一大事であり、とかく保守的な投資審査を行うことが常である。しかし、スタートアップ企業投資のプロである現地VCでも投資失敗例は多く、かつ彼らはそれを前提とした投資行動をしている。

また効果については、投資による事業へのシナジー効果を過度に期待しがちなところを改める必要もある。スタートアップ企業側の立場では、自ら描く成長シナリオと既存の投資家に対する義務もある。よって、新たに参加する投資家の描く「シナジー」だけを狙った行動を安易に取るわけにはいかないのである。これは、「立場の転換」として一つ目に述べた「選ばれる側」になるためにも重要な考え方になる。

## 結び

米国バイエリアを例に、スタートアップ企業のエコシステムを踏まえた日本企業にとっての取り組み・投資に係る示唆を述べてきた。米国の他にも、中国、インド、ASEAN、中東、欧州など世界の各地域でユニコーン<sup>\*2</sup>、デカコーン<sup>\*3</sup>が育つ土壌があり、それぞれのエコシステムには固有の要素がある。その詳述は別の機会に譲らねばならないが、本稿で述べた「立場の転換」「時間軸・地理的重心の変化」「投資クライテリアの変化」という3つの日本企業に求められる変化・転換の方向性は、スタートアップ企業投資共通の原則として適用し得るものと考えている。

\*2: 企業価値が10億ドルを超えるスタートアップの通称。その希少性から架空の生物「ユニコーン(一角獣)」に喩えた表現

\*3: 企業価値が100億ドルを超えるスタートアップの総称で、「10 billion USD」の10を捉えて、10倍を表す接頭辞デカ(deca)を用いた表現

# 大企業にとっての スタートアップ投資の在り方

著者：川上 昂士

## 日本の大企業はイノベーションの手段を失う寸前

ここ数年、大企業によるスタートアップ投資<sup>\*1</sup>が活況を呈している。PwCが国内のコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)実務者を対象に「CVC実態調査 2019<sup>\*2</sup>」を実施したところ、82%もの回答者がスタートアップへの出資を通じた新規事業の育成や、協業による中核事業の強化といった、事業シナジーをCVCファンド設立の目的として期待していることが明らかとなった。しかしながら、事業シナジーがうまく実現できていると回答した企業は11%に留まっており、多くの企業がスタートアップ投資の手応えを感じることができていない状況にあった。期待と現実がかけ離れた現状のままスタートアップへの投資を継続することは難しく、2000年初頭のITバブル期に電機メーカーなどの大手企業が、スタートアップに対して将来を見据えた投資を行う試みがなされたものの、ITバブルの終焉とともにこの流れが収束した。これは日本の大企業が自らイノベーションを主導するための手段を1つ失ったことを意味しており、成長停滞が続くことが危惧される。

事業シナジーの期待と現実のギャップの原因として、①スタートアップ投資の目的が明確になっていない、②目的を実現させるための投資プロセス(ソーシング～Exit)となっていない、などが考えられる。中でも、命を担った組織・担当者の目的が「投資すること」に陥り、目新しいテクノロジーを有する企業や新聞を賑わす流行テーマ(直近10年ではクラウド、ビッグデータ、AI、IoT、シェアリング、DXなどのスマート○○)

に投資していることで、何かやっている気になってしまっているケースもある。また、中核事業の閉塞感に対して、スタートアップ投資には現状を打開する万能薬のような効力があるのではないかと期待を寄せることで、起こるべくしてギャップが生じている企業も少なからず存在する。本稿では、スタートアップ投資に課題感のある企業やスタートアップ投資を検討する企業が、明確な目的と一貫したプロセスを構築し、現状を打開するためのヒントを提示したい。

## 既存中核事業との関係性を無視した間接的な目的が主目的になっていないか

事業シナジー実現のためのスタートアップ投資の目的は、対象となるスタートアップと既存の中核事業との関係性により5つのパターンに分類される(図表1参照)。

### 1. 既存の中核事業の強化投資

既存の中核事業のラインナップ拡充、機能の取り込み、技術・テクノロジーの獲得などを狙った投資

### 2. 周辺進出投資

既存の中核事業に隣接した事業・市場への領域拡大を狙った投資

### 3. エコシステム拡大投資

パートナーシップ戦略の一環としてエコシステムの拡大を狙った投資

### 4. ディスラプター投資

既存の中核事業に対して全く異なる技術やビジネスモデ

<sup>\*1</sup>:ユニークなテクノロジーや製品・サービス、ビジネスモデルをもち、事業成長に取り組んでいる未上場企業に対する、出資先のキャッシュの増加を伴う株式資本増加。主にスタートアップ投資は、1)企業からの直接投資、2)CVCによる出資に分類できる。1)と2)の両方を包含する内容であれば「スタートアップ投資」と記述し、どちらかを明確に特定する必要がある場合は特定した記述としている。

<sup>\*2</sup>:「企業はコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)に何を期待するべきか - CVC実態調査2019」

川上 昂士 (かわかみ・たかし)  
takashi.kawakami@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のシニアマネージャー。経営戦略、事業戦略、デジタル戦略、アライアンス／M&Aを中心に豊富なコンサルティング経験を有す。特にM&Aにおいて国内外のPwCの様々な領域におけるプロフェッショナルとの協働による価値実現を積極的に推進しており、スタートアップ投資を活用したクライアントの成長も支援。

ルにより、自社に壊滅的なダメージを与える企業の技術やビジネスモデルの取り込みを狙った投資

## 5. 飛び地投資

事業シナジーを問わない成長市場における事業機会探索・社会課題解決などを狙った投資

業界人脈の構築、人材の獲得、業界知見の獲得、従業員のマインド改革などもスタートアップ投資の目的としてよく見受けられるが、これらは間接的な目的であり、これらが主目的となっている場合は目的が明確に定まっていない可能性が高く、目的の見直しが必要である。

また、情報集約や異なった投資基準を適用し、取り組みを加速化させるためにCVCを設立することも一般化している。CVCを設立し、社内のありとあらゆるスタートアップ投資のニーズを一手に引き受けることで、目的が上記1～5の全方位型となり、期待とのギャップが生じやすい構造となることに留意する必要がある。また、CVCの中には純粋な財務的リターンを目的に掲げ、実現しているプレーヤーも存在するが、これらは事業シナジーの実現を目指していないため、事業シナジーにおける期待と現実のギャップは生じ得ず、上記目的からは除外している。代表例としてはGoogle Venturesやグリー傘下のSTRIVEであり、Google Venturesは自身が主要な出資者であったParseをFacebookに、AstridをYahoo!に売却するなど競合へ売却するケースもあり、徹底した財務リターンの最優先性が担保されている。

## 目的と投資プロセスは一貫しているか

目的が定義されると、投資対象とするステージやExitなどの投資プロセスも規定されることとなる。案件固有の状況に

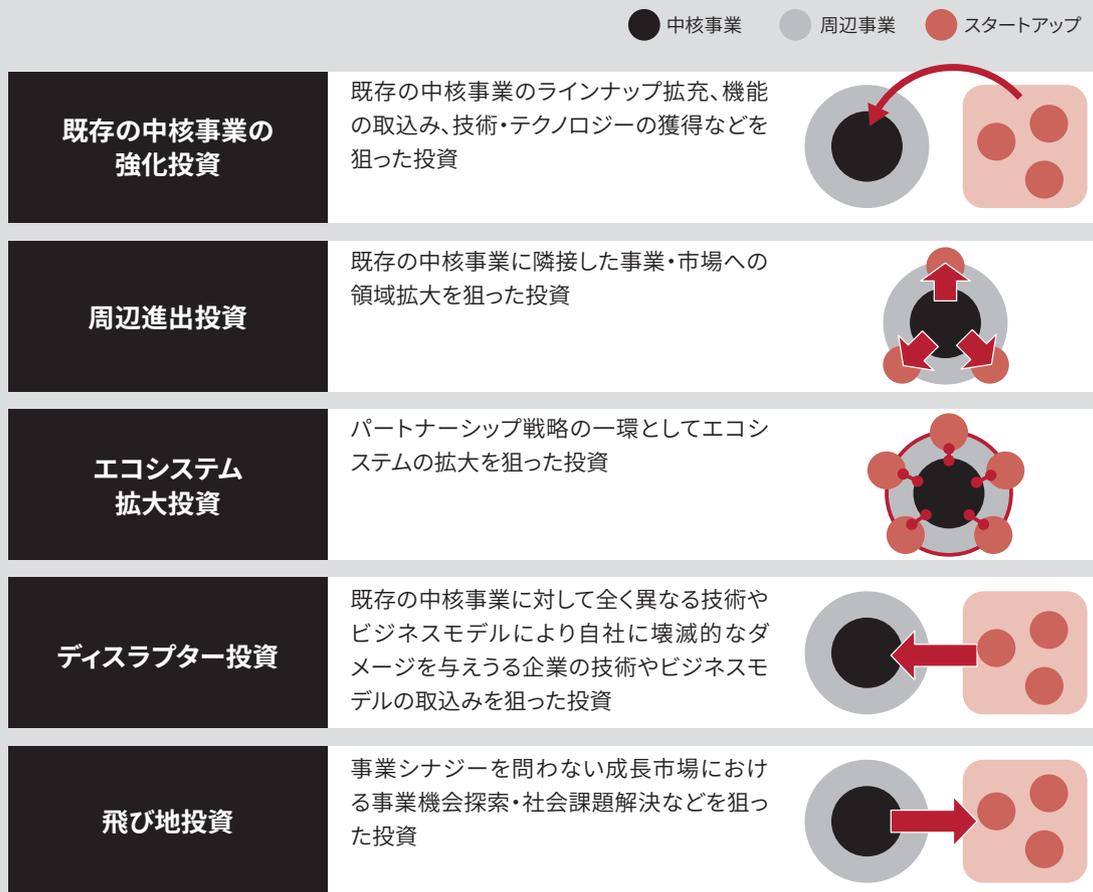
より検討されるべきではあるものの、比較対象の基本形として利用し、理由があって変えているのか、意図せず基本形と異なっているのか、を判断するための参考にして頂きたい。

## 1. 既存の中核事業の強化投資

既存の中核事業の強化を実現させるためには、スタートアップを取り込むこと、すなわちM&Aによる内部化によるExitが目標となる。技術のライセンス契約やJVなどの手法もあるものの、内部に取り込むにはM&Aが最も効果が高い。M&Aではなく出資時に他企業へのサービス・技術提供を制限し、独占契約を要求することで他社との差別化を図る企業も存在する。けれども、このような行為はスタートアップの成長を阻害し、経営陣や他の株主との利益相反が生じるため、出資金の使途を自社向けの開発などに制限する程度に留め、自社とのシナジーや他社との差別化に繋がることが実証できれば早期にM&Aを行うことが望ましい。自社にとって実証後のタイミングではM&Aが困難なバリュエーションになることが想定されるのであれば、出資した後どのように内部化を実現するのか、出資を伴わない協業ではシナジーを実現できないのか、を改めて問い直すことが必要である。一方で、スタートアップ側としては大企業の中核事業で優位性を有していればIPOもターゲットにできる。優良なスタートアップであればあるほどM&Aを前提とした出資や排他的な契約は難しいため、他社への技術・サービス提供は許容しつつ、リードインベスターとして出資比率を上げ、発言力・協業優先度を高めることも選択肢として考える必要がある。

いずれにしても、協業によりスタートアップ企業の有する技術・サービス・製品の優位性が確認可能な段階での出資となるため、ミドルステージ以降が主な対象となる。ミドルステージ以降を対象にCVCとしてポートフォリオを組んで取り組む

図表1  
スタートアップ投資の目的



出所：PwC Strategy&分析

場合、近年では100億円以上の規模が目安となるが、多くのCVCが十分な金額を確保できていないことでアーリーステージをターゲットにせざるを得ない状況となっている。アーリーステージの企業は、サービス・技術がまだ確立していない段階であるため、投資を行っても成功の確率が低く、時間も要するため、多数の企業への出資と実証が必要となる。さらに、既存の中核事業側からのリソース確保が問題となり、なかなか手応えを感じられないまま徐々に既存の中核事業の協力も得られなくなり、冒頭の「事業シナジーがうまく実現できない」という回答に繋がる失敗パターンに陥りやすい。

近年では、2020年にヤフーが傘下のYJキャピタルの投資

先である動画レシピサイト「クラシル」を運営するdelyを子会社化し、国内で企業価値100億円を超えるような規模感をもって\*3中核事業を強化するような事例も生じている。

## 2. 周辺進出投資

既存の中核事業の強化投資と同様に、スタートアップのM&Aによる内部化がExitの目標となり、協業によりスタートアップ企業の有する技術・サービス・製品の優位性が確認可能なミドルステージ以降が主な対象となる。

傘下のCVCを通じて周辺領域を中心とした新規事業創出に繋がる出資を行っている例では化学メーカー（X社）が

\*3：ヤフー株式会社、プレスリリース「dely株式会社への資本参加および戦略的パートナーシップの構築について」(2018年7月11日)

あり、同企業ではポートフォリオ22社<sup>\*4</sup>のうち、2社を買収し社内への取り込みを行っている。グローバルのTop CVCであるSalesforce Ventures (Salesforce傘下)、Intel Capital (Intelの部門)の出資先がSalesforce/IntelにM&Aされる割合が5%未満であることを考えると、X社の同比率は9.1% (22社中2社)<sup>\*5</sup>であり、この3社の全M&Aに占めるCVCの出資先企業の割合はX社の14.3%に対し、SalesforceとIntelはそれぞれ15.6%、15.5%と同等の水準<sup>\*6</sup>である。このことから、X社はCVCを通じて周辺事業のスタートアップに投資し、M&Aにより自社の事業に組み込むという明確な目的・投資プロセスの設計に成功していると考えられる。実際、買収した2社は、既存の中核事業に隣接していることでCVCからの出資後、即時に事業部門と共同開発を開始し、これが実質的なデューデリジェンスとなりM&Aの投資判断ができるという好循環が生まれている。また、X社のCVCのポートフォリオの半数程度は社内ホワイトスペースに該当する領域とされているものの、同領域からのM&A事例はない。自社に遠い領域での新規事業創出機能を求めるのであれば、スタートアップの優位性が確認されるタイミングまでに自社の事業を拡張し、周辺領域と位置づけられなければ評価・シナジーの創出は困難である。スタートアップ投資による新規事業創出には何を期待し、どのような投資プロセスとすべきかという点で示唆深いのではないだろうか。

出資者は他社に比べて出資先のスタートアップのことをより深く理解できるものの、米国でCVCによる出資を受けた企業が、VCからの出資を受けた企業に対してM&Aをされる可能性が高いとは言えないという分析結果もある<sup>\*7</sup>。M&Aに対する自社のCVCのポートフォリオ企業の割合が15%前後であ

ることからしても、スタートアップ投資をM&Aのパイプラインの軸に据えるのではなく、1つの手段として捉えることが重要である。

### 3. エコシステム拡大投資

中核事業のエコシステムを拡大するために関連するプレーヤーに投資を行う場合は、投資先を自社に取り込む必要性はなく、早期から周辺領域と確認可能な幅広いスタートアップをエコシステムに取り入れることが重要であるため、アーリーステージも投資のターゲットとなる。また、エコシステムに組み入れることができれば必ずしも投資は必要ではなく、提携に際して出資が条件となる場合や、自社が成長を支援できる目算の付く際に出資を伴うという位置づけとなる。他の目的に比べてスタートアップとのシナジーが限られることから、人材派遣、共同開発など、どのような関わり方を行うのか、事前に方針を設計しておくことが重要である。

代表的な例としてはSalesforce Ventures (Salesforce傘下)が挙げられる。Salesforceは成長ドライバーとして、自社開発・パートナーシップ・M&Aの3つを定義しており、スタートアップ投資はパートナーシップに該当する。同社自身がSaaSビジネスの開拓者でありCRM領域で世界シェアNo.1<sup>\*8</sup>であることを生かし、知見のない領域でリスクを取るのではなく、同社のサービスに接続した製品を有する企業や同社のフレームワークでサービスを開発している企業、管理システムなどを連携する企業などをターゲットに、累計280社以上のスタートアップに投資をすることでエコシステムを拡大させている。投資先企業は、Salesforceおよび膨大な投資先によって蓄積されたSaaSビジネスのノウハウと、最先端技術

\*4：2020年6月末時点でX社のWebサイトに掲載されているポートフォリオ企業よりPwC Strategy&集計

\*5：CVC活動開始から2020年6月末までのM&AをX社のプレスリリースよりPwC Strategy&集計

\*6：PitchBook, 2019. "PitchBook Analyst Note: The Golden Mean of Corporate Venture Capital" May 14, 2019

\*7：ResearchGate, 2006. "Corporate venture capital and the returns to acquiring entrepreneurial firms"

\*8：Salesforce.com Webサイト参照

などに精通した人材・情報との繋がりやサポートを通じて競争力を高めることが可能となる。また、Salesforceとのシステム連携により膨大な顧客アクセスを活用しつつも他社とのシステム連携を制限されないことで、スピーディーな成長を実現でき、双方にとってwin-winとなるモデルを構築している。このようにSaaSというビジネスモデルで圧倒的なノウハウを有していることで同社は、CRM-SaaSではない周辺領域でリスクの高いアーリーステージを投資対象としても、システム連携によるエコシステム拡大と投資先成長を実現し、DocuSign、Evernoteなどの企業価値100億ドルを超えるユニコーン企業を輩出している。また、新たな柱を構築する新規事業はM&Aが担っている\*9が、未知の領域で高いリスクを取ってまで同社の新規事業と位置付けられるほどの規模感があり\*10、IPOあるいは他社売却することに比べ他の株主が納得できる水準で買収しても自社のリターンが高くなる蓋然性を得られる可能性を考え、スタートアップ投資はエコシステムの拡大と定め、新規事業はM&Aに担わせるという役割分担も示唆深いのではないかと。

#### 4. ディスラプター投資

既存の中核事業を推進している組織にとっては、自身に壊滅的なダメージを与えるプレーヤーへの出資であり、このような企業を発掘し出資した代表例としては自動車メーカーY社によるEVメーカー出資\*11やソフトバンク(傘下にヤフー)のAlibabaへの投資が該当する。Y社とソフトバンクの2社は、リターンの捉え方が異なり、前者は各社への出資が数%に留まることから、スタートアップ投資で得たノウハウを自社に取り入れて、自社の事業を成長させること、新規事業とし

て立ち上げてリターンを得ることを主眼としているように見える。一方後者のソフトバンクは、自社に取り込むことなく、Alibabaの株式の20%以上を保有し、持分法適用会社としてAlibaba自体を成長させることが投資収益\*12だけでなく自社の連結決算に直結する構造となっている。

Y社のEVメーカーへの出資は出資額の約10倍となる高いリターンを得た一方で、EVの協業では数千台の販売に留まっている。この台数は年間数百万台を販売するY社全体からすると財務的な影響は軽微であることから、ノウハウを自社に取り込むことまでを目論むのであれば、ディスラプターを発掘・目利きすることに加え、自社中核事業を成長させながらディスラプターを取り込むという難易度の高い挑戦が必要となることを示唆している。

中核事業が大きいほど業績面でも成長期待の両面で投資先の与えるインパクトは小さく、ディスラプターのビジネスモデルや技術をインパクトあるレベルで取り込むには、現状の収益源である中核事業を否定し、リスクを恐れず大きく変革することが必要である。中長期の時間を要する、もしくは巨額の投資が必要な大きな意思決定となることから、企業のトップが強い危機感を持って投資を主導し、将来自社の中核事業が投資先を核として巨額な投資とともに改革を進めるといったコミットメントを引き出せることが本目的で投資を行う前提となる。投資前に候補先の幹部と対等に面談を行うことも必要であろう。

また、自社の中核事業を代替することを求めているため、トップランナーと目される企業に集中的に投資し、最低限でも取締役会のオブザーバー権、可能であれば取締役を派遣する程度まで関与を高め、獲得を試みている技術やビジネ

\*9：SalesforceにおいてM&Aは新規事業だけではなく、既存エコシステム拡大の(見積・請求アプリのSteelBrickなど)や既存の中核事業を強化の(AIテクノロジーのMetaMindなど)も対象としている(Crunchbase)

\*10：Reuters, 2019. "Salesforce bets on big data with \$15.3 billion Tableau buy".

\*11：Y社はその他にもモビリティや自動運転分野におけるディスラプター投資も行っている

\*12：ソフトバンクはアリババの投資により2000年から2017年でIRR65%、900億ドル以上の投資リターンを得ている(ソフトバンク2017年決算説明資料参照)

図表2

スタートアップ投資の目的と一貫した投資プロセスの基本形

	投資ステージ	リターンの実現方法
既存の中核事業の強化投資	ミドルステージ以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資先のM&amp;Aによる自社中核事業の成長</li> </ul>
周辺進出投資	ミドルステージ以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資先のM&amp;Aによる中核事業の周辺領域の取込み</li> </ul>
エコシステム拡大投資	アーリーステージ (ミドルステージ以降も可)	<ul style="list-style-type: none"> <li>●エコシステム拡大による自社中核事業の成長</li> </ul>
ディスラプター投資	アーリーステージ ～ミドルステージ	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資先のM&amp;Aによる中核事業の転換</li> <li>●自社中核事業の変革</li> </ul>
飛び地投資	基本的には対象外	<ul style="list-style-type: none"> <li>●基本的には対象外</li> </ul>

出所：PwC Strategy&分析

モデルを正確にトップに直接報告し、意思決定を仰げる体制(出資元に情報を共有するには、都度投資先の同意を得るか投資契約における同意が必要)が必要である。その際、買収せず投資先のノウハウを転用して投資先の競合となる製品・サービスを開発することは、レピュテーションを傷つける・競業禁止義務に違反し、継続的なスタートアップ投資の妨げとなるリスクもあることにも留意したい。トップランナーがいよいよ脅威となるようなレイターステージで出資を試みることは手遅れ・高リスクとなり、既存企業にとって買収が困難<sup>\*13</sup>なバリュエーションになることや、AltriaによるJUUL出資では約130億ドルで35%の株式を取得したが、2019年末までに合計86億ドルという巨額減損を行っているように業績に大きなインパクトを与えているような事例もある。このことからトップランナーであることがある程度明らかになるミドルステージでの出資検討が望ましいであろう。ミドルステージでの投資後も後続のラウンドで追加出資を行わないと持

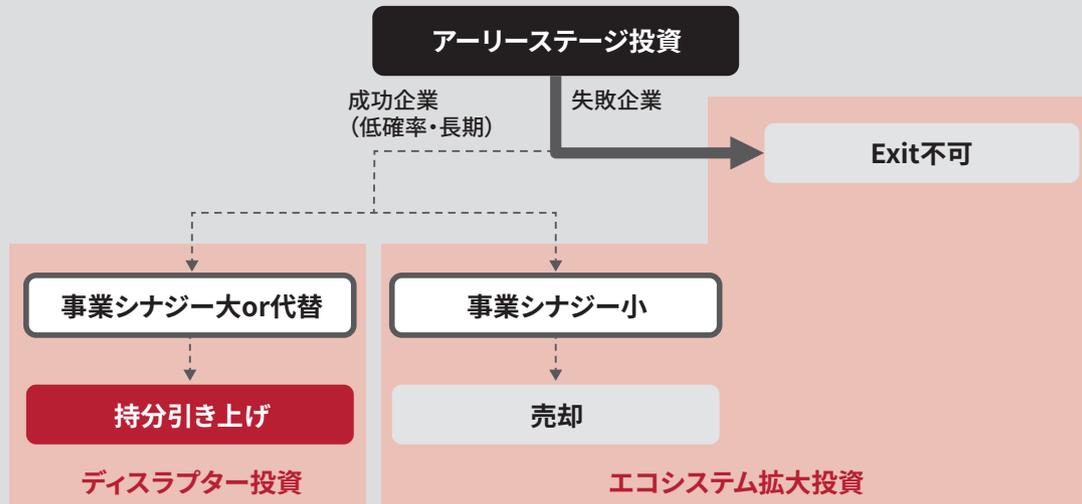
分が希薄化し、取締役派遣ができなくなることや、買収時に巨額の資金が必要となることで、担当者が出資する・取締役として学んでくることが目的にすり替わりやすい危険性に対応するためにも、繰り返しになるがトップの継続的なコミットメントが必要である。

## 5. 飛び地投資

飛び地でなければ新規事業とは言えないという意見もあり、飛び地投資に対する需要は高いが、出資した後どのように自社の新規事業として取り組むかをイメージできているだろうか。技術なり、製造力なり、販売チャネルなり、顧客ベースなり、これまで培った自社の事業基盤を何らかの形で生かせる分野でないと出資しても単なる資金の出し手となってしまふ。その後、新たに事業を立ち上げるにしても、出資比率を上げて子会社化・関連会社化するにしても、社内での合意形成が難しく、投資した結果だけが残りやすい構造にある投資で

\*13：2020年7月のバリュエーションは180億ドル(CB insights)に対してホテル最大手のMarriott Internationalの時価総額は300億ドル(NASDAQ)

図表3  
有意義なアーリーステージ投資



出所：PwC Strategy&分析

ある。また、新規事業と考えたとしても、直近年度で純利益1,000億円を超える国内の上場企業は78社<sup>\*14</sup>存在するが、規模感のある新規事業として現状の10分の1、年間100億円の純利益貢献を期待するようなケースを想定している場合、この規模の利益貢献を短中期で期待することは困難と言わざるを得ない。例えばAmazonやGoogle、Alibaba、Netflixなどの企業に創業翌年に幸運にも投資ができ、その後順調に成長し、子会社化もしくは複数社を持分法適用会社化するという非現実的な仮定を置いたとしても、純利益100億円を達成するには10年程度の時間を要している。スタートアップ側単体で100億円の純利益貢献を短中期で試みている場合は、困難なユニコーン企業への出資よりもはるかに実現性が低いため、期待する規模感を小さくするか時間軸を長期とする前提としなければ、数年後、目新しいテクノロジーやビジネスモデルを有するアーリーステージのスタートアップへの投資が積み上がり、事業に繋がらず、スタートアップ投資は効果がないという結論に陥る可能性が高い。数年後に自社の中核事業が広がることでシナジーが生じる可能性もあるため、完全に否定される投資ではないものの、主軸と据えるべきではないだろう。これら各目的と一貫した投資プロセス

の基本形を横並びで比較できるように整理（図表2参照）し、案件数が増加しているアーリーステージにおける有意義な投資とはどのようなものかも整理（図表3参照）しているため、各社としての方針検討の参考にして頂きたい。

## 結び～中核事業の戦略は構築できているか

事業シナジーの実現と現実のギャップに悩んでいる企業は、目的を明確にして中長期目線で投資プロセスと一貫性を持たせることで、スタートアップ投資で陥りやすい課題は解消されるであろう。また、スタートアップやVCとしても目的が明確化されており、どの領域のどれくらいのステージに出資するのが明らかになっていると、協業検討や紹介、共同投資がしやすく、結果にも繋がりやすい。

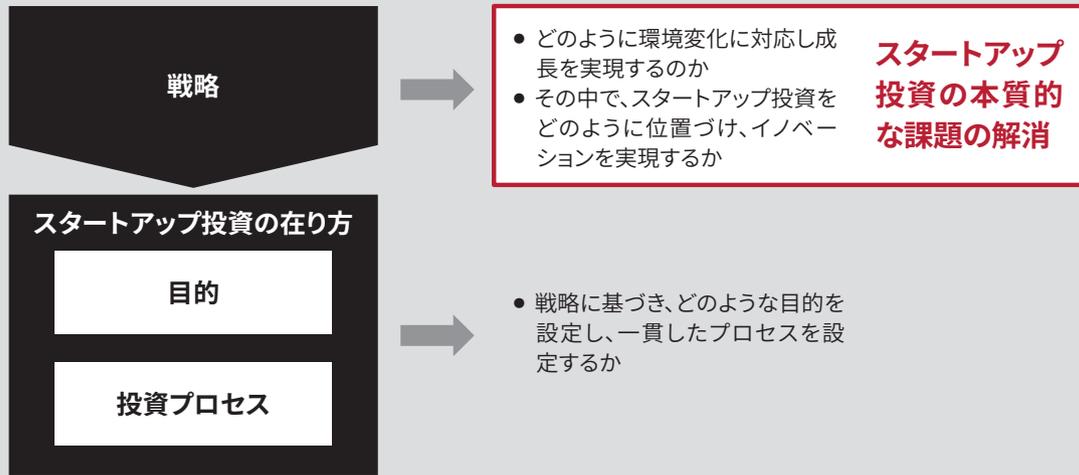
一方で、事業シナジーを期待通り実現できたとしても、スタートアップ投資は企業成長の手段の1つに過ぎず、イノベーションの実現に向け企業が抱える本質的な課題の解消に至るには視野を広げた検討が必要となる（図表4参照）。

特に近年注目を浴びているデジタル領域での成長が各社の戦略の大きなテーマとなっているが、既存の中核事業の圧

\*14：2020年6月末時点 SPEEDAよりPwC Strategy&集計

図表4

スタートアップ投資における本質的な課題



出所：PwC Strategy&分析

倒的な競争優位性を活用して、有望企業にシナジー創出を見込み、高いバリュエーションでM&Aを行うことによる中核事業の強化・加速度的な成長を実現する流れが起きている。GoogleのAndroid、FacebookのInstagramなど、10年以内の期間で買収時から100倍以上の企業価値に成長させている事例もある。

このようなデジタル領域のM&Aもスタートアップ投資も、圧倒的に強力な既存の中核事業を有して初めて有効となる手段である。すなわち、自社の競争の源泉を認識した上で、どのように環境変化に対応し成長するのかという戦略がない限りは、スタートアップ投資の効果は限られたものになる。

特に既存の中核事業が弱く、事業環境変化への対応が困難だと想定される場合は、事業売却も含めM&Aを活用し、自社の事業領域を拡大・転換させないと、スタートアップに投資を行ったとしても目的を達成することはできない。他社やスタートアップにディスラプトされることを座して待つ戦略オプションを意図せずとも選択し続けることのないよう、中核事業を含めた全社の戦略として、どのようにスタートアップ投資を活用してイノベーションを実現するかという、より大きな枠組みでも検討を行い、持続的な成長実現を目指していくことが望まれる。

# スタートアップ投資における ビジネスデューデリジェンス

著者：服部 真、谷口 善洋

近年のDXの動きなどを背景として、大企業を中心として自社事業の強化・進化を目的としたスタートアップ投資の動きが活発化している。その際、不確実なスタートアップ投資の成功確率を上げ、投資後も各企業の戦略に適合する形でスタートアップ企業を生かしていくために、ビジネスデューデリジェンス(以下、BDD)を行うケースが増えてきている。

しかし、スタートアップ企業が本質的に「将来の爆発的な成長」「市場創造」を期する存在である性質を鑑みると、従来の成熟企業向けのM&Aにおいて用いられるオーソドックスなBDD手法、すなわち既存の市場・競争環境や過去の業績トレンドなどを前提とした一連の分析手法が通用しないケースが多い。それゆえ、必然的に個社の事業内容や特徴および日進月歩の技術トレンドに応じて評価の着眼点を見定め、柔軟に評価基準を定めていくのがBDDの要諦となる。換言すれば、スタートアップ企業のBDDに普遍的なアプローチを定義することは困難であるが共通する観点はあるので、その観点に基づき個別に柔軟に検討していくべき、というのが現時点でのBDD現場における理解である。

このような状況を踏まえた上で、本稿ではスタートアップ企業のBDDで評価すべき観点およびその留意点を整理したい。なお、ここでは主に既に一定の事業実績があり、事業拡大期にあるミドルステージ以降のスタートアップ企業を想定している。

## スタートアップ企業のBDDで重視すべき観点

スタートアップ企業のBDDでは、個社の特徴を見極めた上で、1) 魅力的・持続可能な会社か、2) 事業計画が妥当か・発展性はあるか、という順序で評価を進めると有効である。詳細には、図表1に示す通り、8つの観点に集約される。

### 1) 魅力的・持続可能な会社か

- ① 構造的に事業が成立する蓋然性
- ② 既存顧客の評価
- ③ 経営陣のケイパビリティ
- ④ 投資家の評価
- ⑤ 技術の競争力持続性評価

### 2) 事業計画が妥当か・発展性はあるか

- ⑥ 売上獲得の安定感
- ⑦ コスト計画の妥当性
- ⑧ 投資側による事業支援の余地(シナジー)

### 1) 魅力的・持続可能な会社であるか

BDDでは、個社の特徴を見極めた上で、評価の観点の重みづけを行い、具体的な評価方法を定めることになる。その中で必須となる評価項目が、構造的に事業が成立する蓋然性が高いか(①)である。これがない企業は、そもそも事業計画の妥当性を詳細評価する以前に事業存続が危ういケースが多いと捉えられる。

「外部からの視点」すなわち既存顧客(②)や先行ステージでの投資家(③)といった対象企業の事業をすでに知る者の評価や、「対象企業内部の事業遂行力」すなわち経営陣のケイパビリティ(④)およびコアとなる技術の競争の持続性(⑤)が挙げられる。これらは一概にクライテリアが定められるものではなく、図表1の「分析対象(例)」に示すように、対象企業の各ステークホルダーに対するヒアリングによって、総合的に判断していくものとなる。

その中でも⑤の技術力に関しては、デジタル系のスタートアップ企業の競争力の源泉として脚光を浴びることもあり、テクノロジーデューデリジェンス(以下、Tech. DD)の領域としてBDDに内包または並存した形で分析されることが多い。しかし、日進月歩かつ千差万別のテクノロジーについては、

図表1  
スタートアップ企業分析で評価すべき観点

		分析の視点	分析対象(例)	
魅力的・持続可能な会社か	1 構造的 事業成立の蓋然性	<ul style="list-style-type: none"> <li>当該会社の事業が成立する事業の構造</li> <li><b>当該会社のユニークさ</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客セグメント</li> <li>製品・サービス</li> <li>技術<sup>1)</sup></li> </ul>	
	外面的	2 既存顧客の 評価	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>優良顧客を獲得・維持</b>しているか</li> <li>大手企業から既に<b>評価</b>されているか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客名・売上高</li> <li>契約の継続状況</li> <li>顧客インタビュー</li> </ul>
		3 投資家の 評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>VCなどの先行投資者の<b>評価</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家ヒアリング</li> </ul>
	内面的	4 経営陣の ケイパビリティ	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>ビジョン</b>の明確さ</li> <li><b>事業計画</b>の要件・将来性の<b>説得力</b></li> <li><b>起業成功経験と業界知見</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営陣インタビュー</li> <li>事業計画の前提条件</li> <li>経営陣の経歴</li> </ul>
		5 技術の 競争力持続性評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>コア技術の<b>技術経営的視点</b>に基づく評価 (≠ 技術<sup>1)</sup>そのものの優劣評価)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tech. DDと連携 (図表2参照)</li> </ul>
事業計画が妥当か・ 発展性はあるか	6 売上獲得の 安定感	<ul style="list-style-type: none"> <li>有望な<b>新規顧客のパイプライン</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>パイプラインデータ</li> </ul>	
	7 コスト計画の 妥当性	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>売上高成長と人員増加の各計画の整合</b><sup>2)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人員数推移・計画</li> <li>他社ベンチマーク</li> </ul>	
	8 投資側による 事業支援の余地	<ul style="list-style-type: none"> <li>スタートアップの成功確率を高めるために <b>投資側がどのような事業支援</b>が可能か</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客紹介</li> <li>事業運営ノウハウ</li> </ul>	

出所：PwC Strategy&分析

1) 日進月歩ゆえに会社間の優劣比較は難しいことに留意

2) スタートアップ企業は、コストの中でも営業・開発の件費が大半を占めるケースが多く、売上高の成長を期待する一方で人員計画を少なめに設定すれば、黒字転換が早くなるように見せかけることが可能(後述)

その要素技術の高さそのものの優劣を客観比較しても容易に状況が変わり得るものであり、仮に技術の高さを証明できても、それだけではBDDの命題である「構造的に事業が成立する蓋然性」を支持するものではない。従って、BDDでは、その技術が継続的に事業を改善していく環境が整っているか、

という視点でTech. DDと連携するケースが多い。

以下では、構造的な事業の成立性、技術の競争力評価(Tech. DDの取り扱い)に関して、その判断枠組みの例を紹介したい。

図表2

技術の競争力持続性評価としてのTechnology DD

	Tech. DDのスコープ	着目するポイント
どんな製品・サービスを	<b>ソリューション概要</b> 	「その会社ならではの」の要素 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 製品・サービスの<b>技術的なユニークさ</b></li> <li>● <b>機能性、ユーザビリティ、導入し易さ、顧客ニーズへの訴求</b>などの差別化要素</li> </ul>
	<b>技術体系<sup>1)</sup></b> 	技術体系 <sup>1)</sup> のスケラビリティ・拡張性 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 技術の「<b>ガラパゴス化</b>」や<b>産業標準からの逸脱</b>などにより事業拡大が妨げられるリスク</li> <li>● 新たな製品・サービス展開を阻害する<b>技術的ボトルネック</b>の有無</li> </ul>
どのように企画・開発して	<b>ロードマップ</b> 	製品・サービスのロードマップと成長戦略・事業戦略の合致 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 製品・サービスの<b>ロードマップと上位の戦略との整合</b></li> <li>● 過去実績・ケイパビリティと照らした<b>ロードマップの実現可能性</b></li> <li>● 不足する<b>ケイパビリティ補完のためのアクションの計画・実行</b></li> </ul>
	<b>組織・プロセス</b> 	R&D組織の実力、R&Dプロセスの整備・成熟度 <ul style="list-style-type: none"> <li>● R&amp;D<b>組織のケイパビリティと要員数</b></li> <li>● R&amp;Dプロセスへの<b>ベストプラクティス適用状況</b></li> <li>● R&amp;Dの<b>生産性・スピード感</b>の競合ベンチマーク</li> </ul>
	<b>R&amp;D費用の妥当性</b> 	R&D投資の効果・効率 <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>R&amp;D投資規模</b>と成長戦略・ロードマップとの整合</li> <li>● R&amp;D投資を織り込んだ事業計画上のリスク</li> <li>● <b>必要技術確立のためのコスト</b>は適切か</li> </ul>
どう顧客に提供するか	<b>提供インフラ</b> 	顧客への安定・安全な提供方法 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 不具合・災害などへの対策・<b>安定したサービス提供</b>の可否</li> <li>● 提供インフラに潜在する<b>セキュリティまたはコンプライアンス上のリスク</b></li> </ul>

出所：PwC Strategy&分析

1) "Technology Architecture" と称される基本的な設計思想で、製品・サービスに適用される技術の全体像を示すもの

構造的に事業が成立する蓋然性はあるか

経営資源の乏しいスタートアップ企業にとって、構造的に事業が成立する蓋然性を高めるためには、成熟企業または類似の事業を展開する他のスタートアップ企業に対して差別化できるユニークさが求められる。その差別化の要素としては、i) ソリューション、ii) ターゲット市場・顧客、iii) 収益モデルがあり、これらの要素の総合または特定要素で際立ったユニークさが検出されるほど、事業成立の確率は高いと判断される。ここで1つの評価事例を示したい。

[B2B事業のオペレーション改善ソリューションを手掛けるデジタルテック企業A社]

- A社は、ユニークさを以下により体現していると判断された。
- i) ソリューション× ii) ターゲット市場・顧客：セグメント特化
  - iii) 収益モデル：成果報酬を取り入れた納得感の高い課金

方式

A社のB2B向けソリューションそのものは、類似のものを手掛けるスタートアップ企業がいくつか存在していたものの、そのソリューションの提供には、深い業界知見と実績が要求されるものであった。そのため、「ソリューション×業界」によるセグメントで見れば、明確にすみ分けがあり、かつセグメントをまたぐ事業拡大が困難であることが示唆された。また、同ソリューションの市場そのものは未確立で、各社「切り取り次第」といった形で、顧客開拓を進められるフェーズにあった。

また、A社は課金方式に「顧客のオペレーション改善によるコスト削減分に応じた歩合」という成功報酬型のリカーリングモデルを取り入れている点で、収益モデルが優れていた。顧客にとってみれば、A社のソリューションを利用している限りは、収益面でのメリットが保証されるので、一度導入すれば継続利用するインセンティブが発生する。実際に、A社が既

に獲得した大手企業の顧客からは成果を認知されており、高く評価されている。

### 技術の競争力をどう評価すべきか

特に、何らかの革新技術を核とした製品・サービスを提供価値とするスタートアップ企業で焦点となるのが技術の競争力である。Tech. DDでは、BDDと連携して、「どのような製品・サービスを」、「どのように企画・開発して」、「どう顧客に提供するか」という一連の流れを技術経営的視点から分析することが要諦である(図表2参照)。

エマージングテクノロジーとも称される革新技術をPwCでは"The Essential Eight technologies"として、以下の8分類で捉えているが、スタートアップ企業の中核技術は、これらの組み合わせ、もしくは特定の要素技術に特化するといった形で成り立っている。また、その技術進展も日進月歩であることから、技術の競争力をいわゆる「技術力」単体に一定の尺度で適用して評価することが難しい。

- IoT
- VR (Virtual reality: 仮想現実)
- AR (Augmented reality: 拡張現実)
- ブロックチェーン
- AI
- 3Dプリンター
- ドローン
- ロボティクス

論文発表件数・引用回数、特許件数、第三者によるパフォーマンス評価(計算・分析速度・精度など)といった定量的な指標は存在するものの、そもそも「秘匿化」を旨としてあえて特許出願しない知財戦略を採る企業があること、また特許件数などでも単純に件数ではなく特定の1つの特許が強い価値を持つということもあるため、その比較の有効性は低いことが多い。

それゆえ、Tech. DDでは事業との結節点を意識した以下の6項目をスコープに評価を行うことで、事業の評価への有

効な示唆を見出ししていく。

- **ソリューション概要**：顧客との結節点—機能性、ユーザビリティ、導入しやすさ、顧客ニーズへの一致
- **技術体系**：事業環境(外部環境)との結節点—産業標準や業界トレンドとの逸脱がないか
- **ロードマップ**：事業戦略との結節点—上位の戦略とR&Dロードマップと整合しているか
- **組織・プロセス**：組織・業務プロセスとの結節点—R&D実行に必要な組織力・プロセスが存在するか
- **R&D費用の妥当性**：財務との結節点—R&Dのコストパフォーマンスは妥当か
- **提供インフラ**：CRMとの結節点—提供方法の安定性、セキュリティまたはコンプライアンス上のリスク対策は十分か

なお、スタートアップ企業に「技術力」が不要という意味ではないことを付記しておく。むしろ、尖った独自の技術は差別化要素の1つとなる。ここでお伝えしたいのは、BDDの視点ではそのみを事業の成立性判断の材料にすることを避けるということである。

## 2) 事業計画が妥当か・発展性はあるか

1) 魅力的・持続可能な会社か、という観点での評価が十分であれば、それも加味して具体的な事業計画(予測PL)の評価を行う。対象企業の事業計画を出発点として社内外の情報を分析し客観評価をする、という点では、成熟企業のBDDと同様のプロセスをとる。

しかし、スタートアップの事業が「新たな市場の創造」、「ニッチ領域の顧客・サービスの提供」を伴う傾向にあることを勘案すると、成熟企業の分析で参照する市場規模・競争環境・過去トレンドといった情報の活用が有効ではないことが多い。具体的には以下のようなケースが散見される。

- 「新たな市場」では、現時点の市場セグメントの定義と当該スタートアップの事業との関連性が不明確なものが多

く、事業規模予測の起点とするには不確かさを伴う(あてにならない)

- 類似のサービスを提供するスタートアップ(=競合)が存在したとしても、その規模ゆえに各々が黎明期の市場で「ニッチ領域の顧客・サービス」にフォーカスしており、「市場シェア」や将来直接の競合になるか、を占うには客観的な情報が少ないケースがある

それゆえ、BDDにおいては、参照できる情報が少ないことは所与のものとして受け入れた上で、以下2つがセオリーとなる。

#### I. 売上・利益の評価に用いる指標とロジックは可能な限り簡素なものにする

#### II. シナリオ分析により売上・利益の予測は幅を持って示す

個別性の高いスタートアップ企業にあまねく適用できる手法はなく、詳細には対象企業に応じたカスタマイズが必要になるが、以下では過去のBDD事例の中から比較的应用が利きやすいと思われるエッセンスを紹介したい。

なお、スタートアップには経理・財務の機能が未成熟な企業もある。このような企業に対しては、同企業が掲げる事業計画の根拠となっている施策・ロジックをマネジメントインタビューやデータリクエストなどで丁寧に聴取することから始める必要がある。

#### 売上・コストの評価に用いる指標・ロジック

売上・コストの評価に用いる指標として、広くスタートアップ企業に適用し得るのが「顧客の維持・獲得」、「人件費」の2点であり、その活用方法・留意点は以下のとおりである。

##### 【顧客の維持・獲得】

新たな市場創造を伴うことが多いスタートアップの事業では、その顧客の獲得・維持の成否を注意深く見ていく必要がある。対象企業の提示する(1)新規顧客のパイプライン、(2)既存顧客との契約状況、(3)顧客へのヒアリング、を通じて、新規顧客の獲得・既存顧客への拡販余地、既存顧客維持の確率を評価する。

(1)新規顧客のパイプラインは、きちんと整備されている対象企業であれば、将来の売上高成長のドライブ力を予測する基準となるものである。見るべきポイントは、パイプラインにおける見込み客の成約率の予測精度である。企業によっては、過度に楽観的な成約率を掲げているケースもあるので、可能であれば複数時点のパイプラインデータを比較して、営業の勝率、過去の見込み顧客の成約状況の対比などにより、新規顧客獲得の期待値を試算する。

(2)既存顧客との契約状況、(3)顧客へのヒアリングは、主に現在の売上高のベースの底堅さを評価するのに活用する。前者は、既存顧客への売上高が単発のプロジェクトやトライアルによるのではなく継続収益が見込めるものになっているか、が焦点となる。後者は、顧客に対して対象企業の製品・サービスへの満足度、継続の意向、類似のサービスへの切り替えの可能性などを直接問うものである。大手企業や大口顧客から高い評価が得られているか、その理由の妥当性が焦点となる。

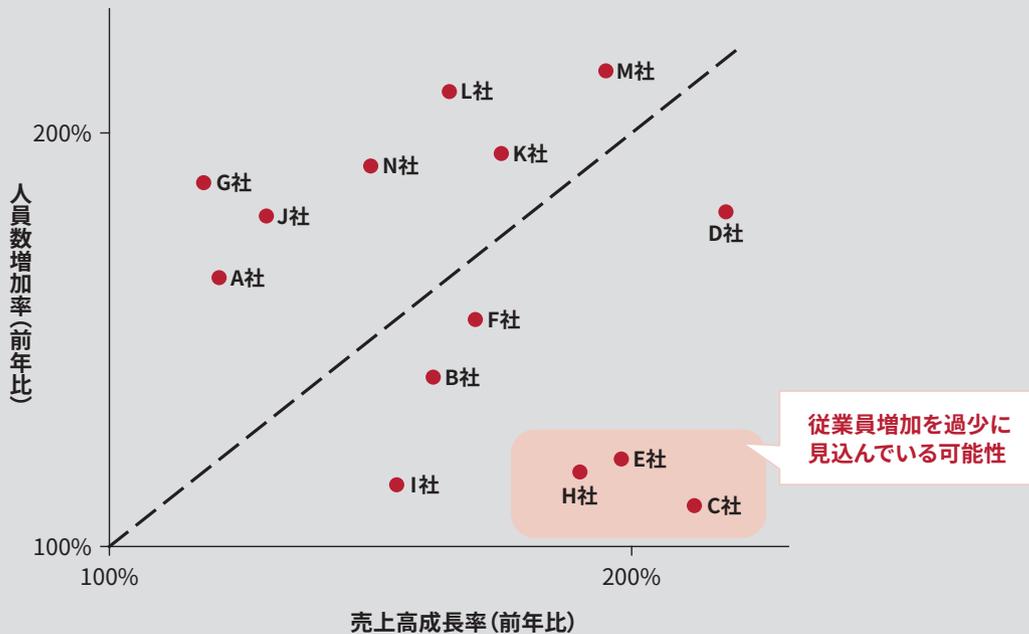
##### 【人件費】

スタートアップ企業のコストは、営業・開発にかかる人件費が大半を占めるケースが多い。従って、スタートアップ企業が事業計画において売上の成長を期待する一方で人員計画を少なめに設定すれば、売上高の伸びに対してコストの伸びが抑制され、結果として黒字転換が早くなるように見せかけることが可能である。

このような観点の検証には、売上高成長率と人員増加率の比の妥当性を見るのが一方策である。スタートアップ企業の大まかな動きを、創業期は営業・開発に人手をかけてでも事業規模拡大にまい進し、顧客開拓・開発が一巡して目標とする事業規模に達した暁には黒字化を意識して人件費抑制にシフトする、と捉えれば、売上高成長率と人員数増加率の比には一定の相関があると見られる。図表3は、AI関連のソフトウェア開発を行うスタートアップ企業を対象に分析した例である。同グラフの右下に寄っている企業では、売上高成長に対して必要な人員数が、他企業に比べて過小に見積もられていると判断される。

図表3

売上高成長率と人員数増加率との相関分析(例)



出所：PwC Strategy&分析

### 事業計画評価におけるシナリオ分析

成熟企業のBDDにおいても複数のシナリオ分析により、楽観・悲観シナリオを想定することは一般的である。そこで典型的なものは、市場の成長率やシェアに変動を及ぼし得る想定事象を複数挙げ、そのリスク(発生確率とインパクトで定義される)をもとに事業計画の変動幅をシミュレーションするものである。しかし、ここまで述べてきたとおり、スタートアップ企業のBDDでは「市場×シェア」といったロジックを適用しないケースが多いので、同様の精度でのシナリオ分析は適用しがたい。

それゆえ、スタートアップ企業の事業計画のシナリオ分析には、前項で挙げたような限られたパラメータ(顧客数、単価、人件費など)を対象に、一定の前提の下で幅を持たせる形で簡易的に行うのが合理的である。変動させるパラメータは、個社の特徴に合わせて判断することになるが、変動幅を適切に設定するために指針となるものの例として、以下が挙げられる。

- 対象会社の事業計画の修正頻度および幅
- 対象会社の顧客パイプラインの件数の修正頻度および幅
- 所在国・業種における人件費相場のトレンド

### 結び

これまで述べたように、スタートアップ企業のBDDでは普遍的なアプローチの定義が難しいだけでなく、援用できる市場データなどの客観情報が限られる。このような条件下でスタートアップ企業の将来性について納得感をもって理解するためには、まず、対象企業の事業の性質を多面的に深く理解することにより、当該企業の会社としての魅力・持続可能性を見極めることが肝要である。この段階で、ある程度の見込みのあり・なしの見当付けができていくことが望ましい。

また、事業計画の数値は、客観データが少ない分、必然的に成熟企業に比べて大きな幅を持って予測されるため、投資家にとっては投資判断における悩みの種となる。これに対しては、資金供給だけでなく事業支援を行うことで、スタートアップの成功確率を上げるというのが望ましい姿勢であり、ここに事業会社がスタートアップに投資する意義があるのではないだろうか。

# スタートアップ投資における バリュエーション

著者：織田 耕二、谷口 善洋

本稿では、スタートアップ企業のバリュエーションアプローチの概要およびその実務に関して紹介する。スタートアップ企業のバリュエーションでは、成熟企業で用いるファンダメンタル分析のアプローチを適用するためにはいくつかの制約がある。それは、スタートアップ企業の以下4つの特徴に起因している。

## 1. 限定的な過去実績や赤字傾向継続の見通し

業歴が浅く、売上高が低位（シリーズ A,Bではゼロに近いケースも）で、かつ利益計上実績がなく投資先行で当面利益が見込まれないケースもあることから、企業価値を利益ベースで評価することが難しい。例えば、「赤字上場」もしばしばある。

## 2. 事業成長への期待

新規性のある技術・ビジネスモデルによる高成長を前提としているため、事業計画が過去実績とは不連続であり、将来予測についてさまざまなシナリオが想定される<sup>\*1</sup>。

## 3. 企業存続の不確実性

新規事業への投資先行で企業の存続リスクが高い。例えば、米国では創業から7年後までに存続している企業は30%程度<sup>\*2</sup>であり、IPOやM&AなどのExitに至るケースは少数である。

## 4. 各資金調達ラウンドにおけるプライシング

各資金調達ラウンドでプライシングが行われており、それが価値のベンチマークになる。さらに優先株式などの条件により株主間の権利内容や経済的価値が異なる。

このようなスタートアップ企業の特徴から、主要な投資家であるベンチャーキャピタル（VC）が採用しているプライシング手法（「VCアプローチ」）がスタートアップ投資におけるバ

リュエーションの基本となっている。本稿では、このVCアプローチおよびその留意点について述べていく。

## VCアプローチによるバリュエーション

VCアプローチによるバリュエーションは、大きく5つのステップで実施する（図表1参照）。

ステップ1では、投資先の事業計画の精査であるビジネスデューデリジェンス（BDD）を通じて、バリュエーションのインプットとなる投資終了（Exit）時の売上・利益などの財務指標を予測する。上述のとおり、スタートアップ企業の業績予測は不確実性が高いため、複数シナリオを考慮して幅を持った予測を行うことが肝要となる。

ステップ2～3では、投資先の財務指標を基に、成熟企業のバリュエーションでも用いられる類似企業分析（Comparable Company Analysis）に基づき、マルチプル分析によるEV（Enterprise Value）の試算や将来Exit Valueを算出する。しかし前述の通り、スタートアップ企業は、当面利益を見込まれないケースが多いため、成熟企業で用いるような利益ベース（EBIT、EBITDAなど）のマルチプル分析の適用は難しい。その代替として、売上高ベースのRevenueマルチプル（= EV / Revenue）などが用いられることが多い。

ステップ4では、将来 Exit Value にExitまでのリスクも加味してExit Valueの割引現在価値を算出する。そのための割引率として、VCが用いている要求収益率などが参照される。

ステップ5では、スタートアップ企業の資金調達でよく用いられる優先株式などの存在も念頭に「希薄化」「優先分配」の影響まで考慮した保有株式の価値計算を行う。

\*1：BDDにおける事業計画の精査の方法は前章「スタートアップ投資におけるビジネス・デューデリジェンス（BDD）」で述べている

\*2：Amy E. Knaup and Merissa C. Piazza, September 2007, “Business Employment Dynamics data: survival and longevity, II”

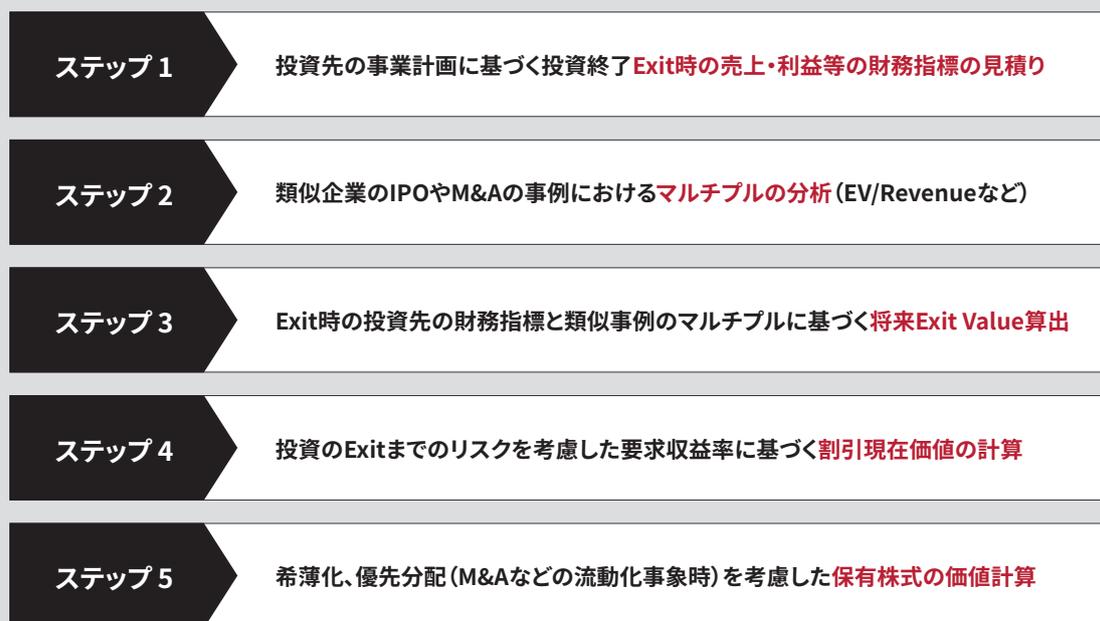
織田 耕二 (おだ・こうじ)  
koji.oda@pwc.com

谷口 善洋 (たにくち・よしひろ)  
yoshihiro.taniguchi@pwc.com

PwCアドバイザリーのパートナー。M&Aを中心とする戦略的投資における企業・事業・資産の価値評価や経済性分析を中心としたアドバイザリー業務に従事。近年はデータアナリティクスやデジタルプラットフォームを活用したディールの意思決定支援を推進。

PwCコンサルティング、Strategy&Mのマネージャー。素材・輸送機器等の製造業、総合商社を中心に新規事業開発、事業戦略策定、ビジネスデューデリジェンス、デジタル化戦略策定などのプロジェクト経験を有する。

図表1  
VCアプローチによるバリュエーションのステップ



出所：PwCアドバイザリー分析

## 類似企業分析 (Comparable Company Analysis)

ステップ2～3で用いる類似企業分析では、(1) IPOに至った類似企業を対象に、(2) 売上実績推移、(3) IPO以降の株式時価総額を比較し、バリュエーション対象企業に適用するRevenueマルチプルを算出するのが大まかな流れである。

まず、類似企業の選定では、業種、提供製品・サービス、ピ

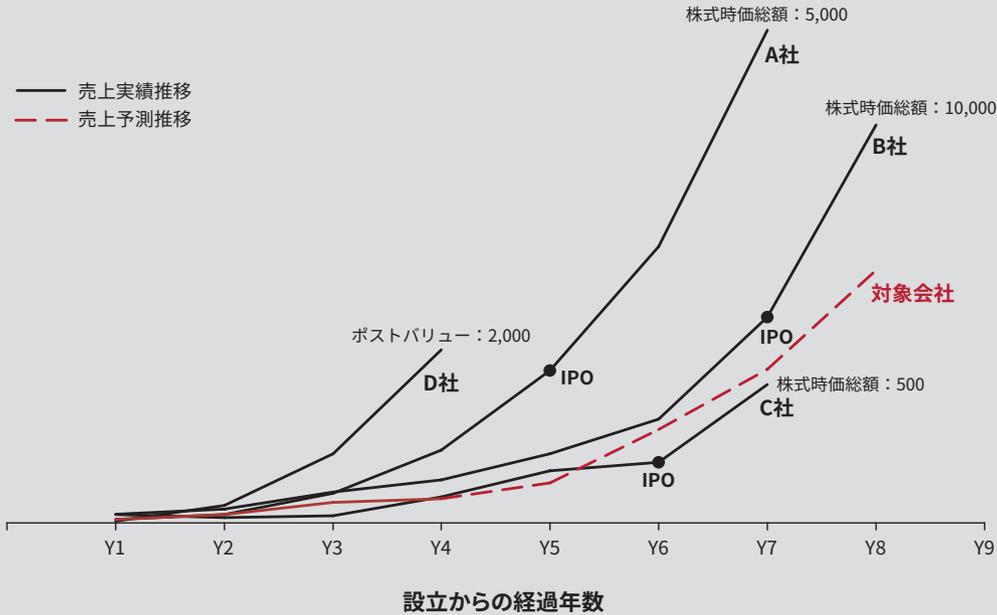
ジネスモデルなどで類似する上場企業を抽出・リスト化するのが一般的な方法である。次に、リストアップした企業について、創業以降の売上実績推移およびIPO以降の株式時価総額を予測した上で、対象企業の売上実績推移との傾向を比較し、Revenue マルチプルを見積もる。

ここでの留意点として、通常は類似企業のサンプル数が限られること、個社別のRevenueマルチプルのばらつきも大きいことに触れておきたい。実務ではこれらを念頭に、企業の

図表2  
類似企業分析のイメージ

対象会社の設立以降の売上実績・計画を類似企業の売上成長推移と比較分析

類似企業の売上高推移 (単位:百万米ドル)



出所: PwCアドバイザリー分析

類似性・事業拡大の速度などの定性・準定量的な情報も含む複数の情報から適用すべきマルチプルの検討を行う。この点がある程度マルチプルの値にコンセンサスが形成され易い、成熟企業での類似企業分析との大きな違いといえる。図表2は、ソフトウェア系スタートアップ企業を対象とした分析のイメージである。ここでは、設立からの年数に対して、対象企業の売上実績推移・予測をプロットし、類似する上場済み企業と比較している。

VCによる要求収益率

成熟企業のバリュエーションでは、CAPM(資本資産価格モデル)などによるWACC(加重平均資本コスト)などを割引率の指標として現在価値を算出するなどの手法が一般的である。しかし、スタートアップ企業の現在価値算出に用いる割引率には、以下に代表されるスタートアップ企業特有のリスクファクターがあることに留意する必要がある。

- 企業の存続リスク
- 事業達成の不確実性
- 投資対象としての流動性

具体的には、スタートアップ投資の主要な市場参加者であるVCが採用している要求収益率が1つの指標となる。この要求収益率には上記のリスクファクターが総合的に考慮されていると考えることができる。この要求収益率の水準例を示したものが図表3および4であるが、スタートアップ企業の成長ステージが早期であるほど高くなり、上記リスクと連動していることが読み取れる。また、比較的最近に実施された調査(Pepperdine 2018 Private Capital Markets Report)において、従来の調査結果よりも要求収益率の水準が低位にあることは興味深い。この理由を特定することは困難であるが、以下のような要因(P34)が想定される。

図表3

VCによるスタートアップ企業の成長ステージ別要求収益率

VCファイナンスにおける成長ステージの定義 *括弧内は概念的な補足	Plummer 1987 (1)	Scherlis and Sahlman 1989 (2)	Sahlman and Others 1998 (3)	Damodaran 2009 (4)	Pepperdine 2018 (5)
シード	n/a	n/a	n/a	n/a	38 - 59%
スタートアップ (創業期)	50 - 70%	50 - 70%	50 - 100%	50 - 70%	30 - 55%
アーリー (事業化期)	40 - 60%	40 - 60%	40 - 60%	40 - 60%	25 - 45%
エクспанション (成長期)	35 - 50%	30 - 50%	30 - 40%	35 - 50%	23 - 38%
ブリッジ・IPO (成熟期)	25 - 35%	20 - 35%	20 - 30%	25 - 35%	20 - 35%

出所：以下をもとにPwCアドバイザリー分析

(1) James L. Plummer, 1987. QED Report on Venture Capital Financial Analysis: QED Research

(2) William A. Sahlman and Daniel R. Scherlis, 1987. A Method for Valuing High-Risk, Long Term, Investments: The 'Venture Capital Method': Harvard Business School

(3) William A. Sahlman, Amar Bhide, and Howard Stevenson, 1998. Financing Entrepreneurial Ventures: Harvard Business School

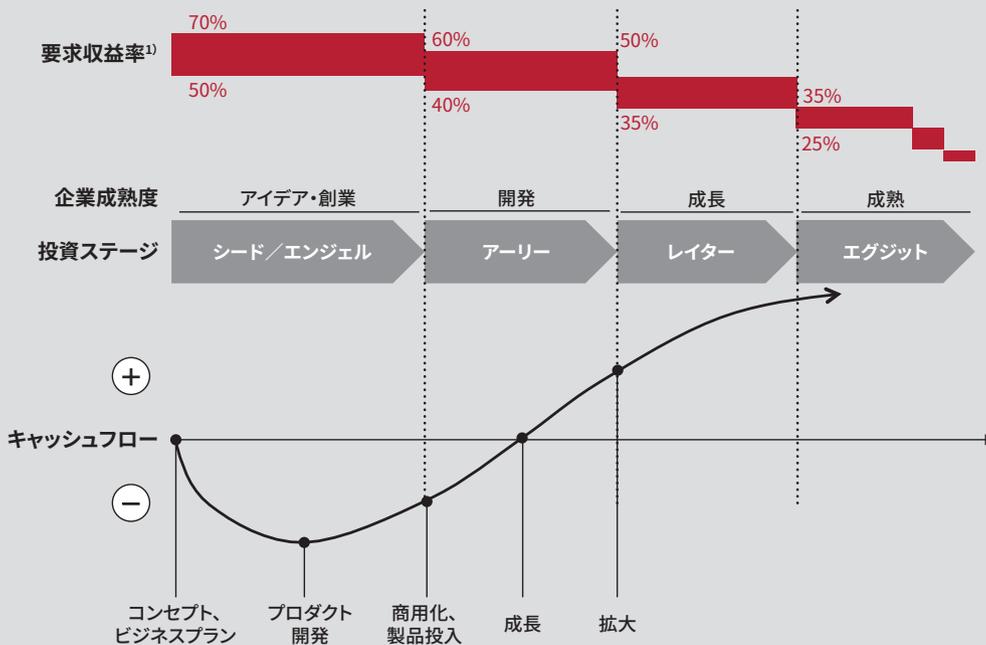
(4) Aswath Damodaran, 2009, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges"

(5) Craig R. Everett, 2018, "2018 Private Capital Markets Report" Total Expected Returns on New Investments, Table 47

図表4

スタートアップ企業の成長ステージと要求収益率のイメージ

企業の事業ステージの進展に応じ、VCの要求収益率(割引率)は低下していく



出所：NVCA 2020 Yearbookに基づきPwCアドバイザリー作成

1) 図表3(4)Damodaran2009の数値に基づく

- スタートアップエコシステムの形成等による投資分析・管理手法の高度化、知見の蓄積
- スタートアップ企業、投資家の多様化によるリスク・リターンプロファイルの多様化
- M&Aを含むスタートアップ投資における、Exit方法の多様化と実行の容易化
- スタートアップ投資市場の過熱(「売り手優位」な状況)

2018年のPepperdine大学の分析とそれ以前に実施された調査を比較すると、特にシード～アーリーステージにある企業への要求収益率の低下が顕著である(図表3参照)。

これらの要求収益率を参照して割引率を決定・適用し、想定するExit Yearにおける将来Exit Valueに基づき、Exit Valueの割引現在価値を算出する単純化した計算式を以下に示す。

$$\text{Exit Value}_{\text{現在}} = \text{Exit Value}_{\text{将来}} \times \left( \frac{1}{1 + \text{割引率}} \right)^{\text{Exit Year} - \text{現在}}$$

## バリュエーション実施における留意点 — 多面的・補完的分析の重要性

以上がVCアプローチに基づく、スタートアップ企業のバリュエーションのプロセスであるが、成熟企業のバリュエーションにおけるようなファンダメンタル分析が実施できず、かつスタートアップ企業の不確実性さが大きいことを鑑みると、VCアプローチによるバリュエーション結果については、その検証を慎重に行う必要がある。例えば、以下に示すような多面的検討や補完的分析が重要となる(図表5参照)。

### ① 直近ラウンドに依存しない独自評価

各資金調達ラウンドでのバリュエーションは、追加的に参加した少数株主固有の投資目的に基づき「プライシング」

され、投資先企業全体の評価の基礎として適切なものとはならない可能性があることを念頭に、独自の評価を実施する

### ② 事業計画前提の合理性検討

VCアプローチでは、評価額がExit時の売上・利益などの特定の財務指標に大きく依存するが、事業計画の前提となる市場規模・損益構造・必要投資などを多面的に検討する

### ③ 複数シナリオの検討

VCアプローチでのExit想定はIPOに至った企業のIPOマルチプルを基礎にすることが多いが、IPOに至る企業は少なく、かつ個別性が強いいため、ダウンサイドを含め、幅広いシナリオを検討する

### ④ ファンダメンタル分析との整合性の検討

スタートアップ企業をDCF (Discount Cash Flow) 法により評価することは元来困難ではあるが、継続価値(Terminal Value)を含めフリーキャッシュフロー(FCF)に基づく計算をした場合、どのような前提を採用すると、VCアプローチによる価値と近似、または乖離するかという視点で、補完的分析を実施する

上記のうち、①～③に関しては、BDDの実施により、検証度合を深めていくことが有用である<sup>\*3</sup>。

ファンダメンタル分析との整合性を検討するためには、VCアプローチで算出したExit Valueの現在価値を実現するための前提となるパラメータとして、永久成長率、継続価値およびFCFの推移などをDCF法に基づき、複数パターン逆算し、算出したExit Valueが非現実的な前提に基づくものではないかを確認する方法などがある。

VCアプローチによって求めたExit Valueは、Revenueマルチプルや要求収益率を基礎とするものであり、いわば「相対的視点での価値」(Relative Value)である。上述の①～④のような多面的検討や補完的分析により、対象企業の「本質的

\*3: BDDにおける検証方法の詳細は前章「スタートアップ投資におけるビジネス・デューデリジェンス(BDD)」で述べている

図表5  
スタートアップ企業のバリュエーション結果の検証

- |                                      |  |
|--------------------------------------|--|
| <p>①<br/>直近ラウンドに依存しない<br/>独自の評価</p>  | <p>各資金調達ラウンドでのバリュエーションは、追加的に参加した少数株主固有の投資目的に基づき「プライシング」され、投資先企業全体の評価の基礎として適切なものとはならない可能性があることを念頭に、<b>独自の評価を実施</b>する</p>                      |
| <p>②<br/>事業計画前提の<br/>合理性検討</p>       | <p>VCアプローチでは、評価額がExit時の売上・利益などの特定の財務指標に大きく依存するが、事業計画の前提となる<b>市場規模・損益構造・必要投資などを多面的に検討</b>する</p>   |
| <p>③<br/>複数シナリオの検討</p>               | <p>VCアプローチでのExit想定はIPOに至った企業のIPOマルチプルを基礎にすることが多いが、IPOに至る企業は少なく、かつ個性が強いため、ダウンサイドを含め、<b>幅広いシナリオを検討</b>する</p>                                   |
| <p>④<br/>ファンダメンタル分析<br/>との整合性の検討</p> | <p>スタートアップ企業をDCF法により評価することは元来困難ではあるが、継続価値(Terminal Value)を含めFCFに基づく計算をした場合、どのような前提を採用すると、VCアプローチによる価値と近似または乖離するかという視点で、<b>補完的分析を実施</b>する</p> |

ビジネス・デューデリジェンス  
により検証度を深める

VCアプローチにより求めた“Relative Value”の各種前提について、  
多面的検討や補完的分析を行うことにより、“Intrinsic Value”との潜在的乖離をチェック

出所：PwCアドバイザー分析

価値」(Intrinsic Value) との潜在的乖離がないかをチェックし、合理性を検証することが重要となる。

## 結び

本稿では、スタートアップ企業のバリュエーションアプローチの概要とともに、類似企業分析とスタートアップ企業特有のリスクを考慮する方法およびその実務を説明した。

スタートアップ企業は元来、バリュエーションを行うことが困難な対象であり、成熟企業を対象とするバリュエーションとは異なるアプローチでの分析が必要となる。スタートアップ企業の分析では、対象企業の製品・サービスの革新性、ビジネスモデルの有効性、経営陣や中核人材等のケイパビリティ

ティ、成長計画の実現に向けた施策の遂行能力および状況変化への対応力といった要素の質的分析が最も重要である。特に、アーリー～ミドルステージ以降にマイノリティで出資を企図する企業などは、VCアプローチによるシンプルなフレームワークによる「プライシング」としての評価を、多面的なビジネス・デューデリジェンスを行うことによって、その妥当性を検討することが必要である。そうした分析は、過大なバリュエーションによる出資を回避するための判断に寄与するのみならず、対象会社への深い理解を通じて出資後のモニタリング、さらには出資による事業・戦略面の目的を実現するうえでも有効なものとなるはずである。

## MEDIA HIGHLIGHTS

### Strategy& COVID-19 関連レポートのご案内

Strategy&では、新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の拡大が人々、ビジネス、産業に与える影響について、最新の知見を「COVID-19 ビジネスへの示唆」でご紹介しています。以下のURLよりぜひご覧ください。

<https://www.strategyand.pwc.com/jp/ja/implications-of-covid-19.html>

#### ◆ポストコロナにおけるマネジメントアジェンダ

COVID-19により変化したメガトレンドと整合するオペレーティングモデルの再構築、およびポストコロナの成長に向けた中長期的な日本企業の経営の在り方について考察します。

#### ◆新型コロナ危機後に向けて:3つのアクションでコストとビジネスを再構築して成長を目指す

Strategy&独自のアプローチである*Fit for Growth*を用いて戦略的にコストを削減・再配分し、ニューノーマルにおける成長に向けビジネスを再構築するための3つのアクションをご紹介します。

#### ◆With/Afterコロナに見る自動車産業の未来

COVID-19による自動車・モビリティ産業におけるマクロ視点での環境変化、短中期に自動車産業が取り得る打ち手、Afterコロナ時代の長期的に見た自動車産業の方向性について解説します。

#### ◆COVID-19が日本の保険会社に与える影響

ポストコロナにおける長期的インパクトに対応する戦略の策定に向けて、日本の保険業界固有の課題に対し、組織のレジリエンスと適応性構築のために取るべきアクションについて考察します。

#### ◆消費財業界におけるCOVID-19のビジネスインパクトへの対応

COVID-19による消費者の行動様式に伴い今後定着が予想される不可逆なニューノーマルに対し、日本の消費財業界が取るべき中長期的な競争優位確立のためのアクションについてご紹介します。

#### ◆小売業界におけるCOVID-19のビジネスインパクト

小売業界におけるCOVID-19感染拡大によるサプライチェーンへの影響、オンラインシフトによる日本のEC市場への影響の推計、さらに危機を機会へと転換すべき4つの領域について解説します。

### Strategy&について

Strategy&は、他にはないポジションから、クライアントにとって最適な将来を実現するための支援を行う、グローバルな戦略コンサルティングチームです。そのポジションは他社にはない差別化の上に成り立っており、支援内容はクライアントのニーズに応じたテイラーメイドなものです。PwCの一員として、私たちは日々、成長の中核である、勝つための仕組みを提供しています。圧倒的な先見力と、具体性の高いノウハウ、テクノロジー、そしてグローバルな規模を融合させ、クライアントが、これまで以上に変革力に富み、即座に実行に移せる戦略を策定できるよう支援しています。

経営課題に関するご相談はこちらまで

[info.japan@strategyand.jp.pwc.com](mailto:info.japan@strategyand.jp.pwc.com)

問い合わせ先

PwCコンサルティング合同会社 ストラテジーコンサルティング (Strategy&)

〒100-6921

東京都千代田区丸の内 2-6-1 丸の内パークビルディング 21 階

電話 : 03-6250-1209 Fax : 03-6250-1201

<http://www.strategyand.pwc.com/jp>



# strategy&

Part of the PwC Network

[www.strategyand.pwc.com/jp/](http://www.strategyand.pwc.com/jp/)



© 2020 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details. Mentions of Strategy& refer to the global team of practical strategists that is integrated within the PwC network of firms. For more about Strategy&, see [www.strategyand.pwc.com](http://www.strategyand.pwc.com). No reproduction is permitted in whole or part without written permission of PwC. Disclaimer: This content is for general purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.