
東南アジア・インドにおける スタートアップ投資の現状と 日本企業への提言

令和元年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業
(新興国における買収及び出資の在り方に関する調査研究事業) 報告書
【経済産業省委託事業】



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry



目次

1. 本報告書の狙い	4
2. 本報告書の構成・調査方法	5
2.1. 本報告書の構成	5
2.2. 調査方法	5
2.3. 本報告書における用語の定義	10
2.4. スタートアップにおける Round の区分	12
3. 各国の動向	13
3.1. 調査対象国全体の概況	13
3.2. インドの概況	26
コラム: インドの日常に浸透するスタートアップ	44
3.3. シンガポールの概況	45
コラム: Block71 の取り組みの状況	59
3.4. インドネシアの概況	60
コラム: インドネシア市場の独自性(都市と田舎の分断)	76
3.5. 東南アジアその他 4 か国の概況	78
コラム: 発展過程にあるアクセラレーター及びインキュベーターの状況	88
4. 日本企業の課題と将来に向けた提言	89
4.1. 日本企業が置かれている現状	89
4.2. 新興国におけるスタートアップ投資に取り組むに当たっての前提	91
4.3. 日本企業が直面しがちな課題	96
4.4. 日本企業に対する提言	106
5. 本調査事業を振り返っての所感	129

6. 添付資料(アンケート調査).....	130
6.1. 概要.....	130
6.2. 調査結果.....	131

※本報告書は 2020 年 5 月に、内容の一部に加筆・修正を行っております。

1. 本報告書の狙い

昨今、経済のグローバル化や産業・社会のデジタル化が新興国を含めて急速に進行し、日本企業にとって、経営環境は大きく変化している。こうした状況の下で、日本企業がグローバルに成長していくために、既存の事業の枠に囚われることなく、外国企業の力を取り込んで、自己を変革していく必要性が高まってきている。経済産業省ではこれまでも、日本企業の海外展開を支援するため、グローバルでの成長に有効なツールでありながら難易度が高いと指摘される海外 M&A のサポートのため、平成 29 年度に「我が国企業による海外 M&A 研究会」を開催し、その議論等を踏まえた「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」のとりまとめを実施する等、取り組みを継続してきたところである。

近年では、新興国、なかでも東南アジアやインドの経済成長が著しい。特にデジタル分野の成長は目覚ましく、その流れを牽引しているのが、現地の社会課題解決を目的としたスタートアップである。東南アジアやインドでは社会システムの未発達といった社会課題が存在しており、急速に普及するデジタル技術によって、社会課題を解決したいという欲求が強い。こうした状況の下、スタートアップによりデジタル技術を活用した新たなビジネスモデルが次々と生まれ、課題解決に向けたイノベーションが現地で加速度的に進展している。

日本企業にとって、製造拠点や販売先市場としての観点から、東南アジアやインドはこれまでも重要な存在であった。他方、これからは、こうした観点にとどまらず、イノベーションを共創しうる対等な「パートナー」としての存在となってきた。具体的には、現地で進むデジタルイノベーションに日本企業の資金や技術で貢献し、現地スタートアップから日本企業にとって新たな発想や行動様式を取り込むことで、自社変革をもたらすようなイノベーションに繋げていくことが期待される。

日本だけでなく各国も同様に、デジタルイノベーションで成長著しい東南アジアやインドに注目を寄せる。東南アジアでは中国企業等から、インドでは米国企業等からの投資が増加しており、こうした国々の企業と比較して、日本企業の存在感は決して高くないとの声もある。今後も、他国企業との競争環境は益々厳しくなるものと予想されており、日本企業にとって、アジアの成長に貢献し、現地スタートアップのパートナーとしての地位を築いていくことが重要である。

東南アジアやインドにおけるスタートアップとの協業は、高い成長性が期待される一方、不確実性も高く、短期的な結果が得られないことも多い、いわば長期的で過酷な挑戦である。こうした取り組みだからこそ、長期的な視野に立って、自社の成長戦略の実現のために「なぜ投資をするのか？」という目的を明確化し、それに合致したスタートアップの探索や投資実行、投資後の関与のあり方等を検討し、必要な体制等を整備していくことが重要である。

こうした問題意識から、本書では、事業シナジーを求めて、これから東南アジア・インドにおけるスタートアップと本腰を入れて協業を図ろうとする日本企業に、現地におけるスタートアップやスタートアップ・エコシステムの現状を示すとともに、協業するための手段として投資に取り組む上で直面しがちな課題や、それを克服するための提言を整理することで、協業を促進することを目的としている。本報告書が、日本企業による、東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資の促進に貢献し、ひいては日本企業の自己変革を通じた更なる成長につながる一助となれば幸いである。

2. 本報告書の構成・調査方法

2.1. 本報告書の構成

本調査事業の調査対象国は、近年スタートアップ投資¹が一定程度活発に行われているという観点から、インド及び ASEAN 加盟国の内、シンガポール、インドネシア、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンの計 7 か国とした。

本報告書では、第 2 章において調査方法や用語の定義等を示した上で、第 3 章において調査対象国全体の現状等を俯瞰し、インド、シンガポール、インドネシア、その他 4 か国(ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン)の順に、各国・地域別の現状及び課題について、以下の要素に基づき整理している。

- スタートアップ投資の市場規模
- スタートアップの特徴
- スタートアップ・エコシステムの状況
- 今後の見通し

第 4 章では、第 3 章の調査結果や後述のヒアリング調査の結果等を踏まえて、東南アジア・インドにおける日本企業のスタートアップ投資の現状や課題を整理し、日本企業の将来に向けた取り組みについて提言を示している。

また、本報告書では調査対象国におけるスタートアップ投資関係者が現場で実感している率直な意見を共有することを目的に、随所に後述のヒアリング調査や有識者による意見交換会等で得られたコメントを挿入している。なお、コメントについては匿名性を確保しつつ、発言者の意図を損なわない範囲で編集を加えている。

2.2. 調査方法

(1) スタートアップの資金調達動向に関する定量調査

調査対象国に関するスタートアップの調達動向(調達件数及び調達単価²等)把握を目的として、本調査事業では、スタートアップの資金調達に関する実取引データを豊富に有する **CrunchBase** を採用し、各国のスタートアップの実取引データから定量調査を実施し、調達規模の推移について各国動向の可視化を行った。

なお、投資家やスタートアップには資金調達取引の開示義務はなく、データ提供会社は各社が独自ネットワークにより収集した取引情報をデータベース化して外部に提供することが一般的である。そのため、本調査事業で対象とする新興国の非公開企業に関する資金調達データは、あらゆるデータベースをもってしてもその網羅性を担保することは困難であると思われる。そこで、定量調査の制約を踏まえて、以下で述べる通り、国内外におけるスタートアップ関係者への豊富なヒアリング調査により、定量調査の補完に努めた。

¹「スタートアップ投資」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

²本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出した。

(2) スタートアップ・エコシステムに関する文献調査

定量調査の結果を踏まえ、スタートアップの資金調達動向の背景となるスタートアップ・エコシステム³(投資家、Exit 環境や政府及び公的機関による支援等)の特徴を把握することを目的に、各種公表情報及び業界団体等のレポートも参照した。ただし、調査対象国におけるスタートアップの変化のスピードは速いため、公表レポート等の分析を踏まえつつ、最新状況をスタートアップ関係者からのヒアリング調査等で、補完することに努めた。

(3) スタートアップ、投資家、政府及び公的機関に対するヒアリング調査

調査対象国におけるスタートアップ・エコシステムの実態や日本企業によるスタートアップ投資に係る課題・実態等について、定量調査及び文献調査によって得られた情報を補完及び検証すべく、国内外の投資を受けるスタートアップ、投資家、そしてスタートアップの振興を支援する政府及び公的機関に対してヒアリング調査を実施した。特に、調査対象国の中でもスタートアップの調達総額が多く⁴、スタートアップ・エコシステムの形成も進んでいるとされるインド、シンガポール、インドネシアの 3 か国では現地にてヒアリング調査を実施し、最新動向の把握に努めた。現地ヒアリング調査では、投資家としての日本企業への印象や期待等についても聞き取りを行い、日本企業によるスタートアップ投資の実態や課題について把握を行った。

本調査事業におけるヒアリング調査は、以下を主な対象者として選定し、<ヒアリング調査対象先一覧>に記載の合計 44 者に対して対面もしくは電話にて実施した。

- 調査対象国にてスタートアップ投資等の実績がある日本の事業会社及び CVC⁵
- 調査対象国にて投資実績を有する日系 VC⁶
- 調査対象国における地場 VC
- 調査対象国にて積極的にスタートアップ投資を行っている外資系(米国、中国)事業会社及び CVC
- 調査対象国におけるユニコーン及び Early Stage・Later Stage⁷のスタートアップ
- 調査対象国にてスタートアップ振興を担う政府及び公的機関

³「スタートアップ・エコシステム」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁴「3.各国の動向」参照。

⁵「CVC」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁶「VC」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁷ Early Stage 及び Later Stage の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」の「Round」及び「2.4. スタートアップにおける Round の区分」を参照。

また、上記のヒアリング調査対象者に対する主なヒアリング事項は、以下の通りである。

ヒアリング調査対象者	ヒアリング事項
全て	<ul style="list-style-type: none">調査対象国におけるスタートアップ・エコシステムの状況
投資家	<ul style="list-style-type: none">スタートアップ投資実行に必要な体制や仕組み投資先選定及び投資判断の基準スタートアップ投資の現状と課題今後の投資環境やスタートアップ・エコシステムの見通し日本企業による調査対象国におけるスタートアップ投資の課題
スタートアップ	<ul style="list-style-type: none">資金調達や人材獲得等、現場で感じている課題政府支援等の整備状況や、施策の実効性に関する所感投資家としての日本企業に対する期待や所感
政府及び公的機関	<ul style="list-style-type: none">主な支援施策及びその実績支援施策の背景と目指すものスタートアップの動向や課題

<ヒアリング調査対象先一覧>

本拠地	分類	No	所属・担当部門
日本	商社	1	海外戦略部門
		2	M&A 担当部門
		3	投資担当部門
	製造	4	海外戦略部門
		5	M&A 担当部門
		6	経営層
	IT・通信	7	海外戦略部門
		8	投資担当部門
	金融	9	投資担当部門
		10	投資責任者
	VC	11	投資責任者
		12	代表・投資責任者
		13	代表・投資責任者
		14	代表・投資責任者
	政府及び公的機関	15	投資振興部門
		16	投資担当部門
		17	投資担当部門
		18	投資担当部門
中国	IT・通信	19	パートナー
		20	経営層
米国	IT・通信	21	創業者
インド	スタートアップ:フード関連	22	創業者
		23	財務部門
		24	創業者
	スタートアップ:Eコマース	25	創業者
		26	創業者
	スタートアップ:自動車関連	27	創業者
		28	創業者
	スタートアップ:物流関連	29	経営層
		30	支援プログラム企画部門
		31	支援プログラム企画部門
	スタートアップ:交通	32	財務部門
		33	投資担当部門
34		代表・投資責任者	
スタートアップ:ファッション	35	支援プログラム企画部門	
	36	代表	
	37	支援プログラム企画部門	
シンガポール	スタートアップ:交通	38	経営層
		39	経営層
	VC	40	創業者
		41	創業者
政府及び公的機関	42	投資責任者	
	43	経営層	
	44	支援プログラム企画部門	
	45	支援プログラム企画部門	
インドネシア	スタートアップ:交通	46	経営層
		47	経営層
	スタートアップ:FinTech	48	創業者
		49	創業者
VC	50	投資責任者	
	51	経営層	
政府及び公的機関	52	支援プログラム企画部門	
	53	支援プログラム企画部門	

(4) スタートアップに対するアンケート調査

現地ヒアリング調査の実施に先立ち、現地におけるスタートアップの概況を予め把握し、効率的なヒアリングを行うことを目的として、ASEAN 各国のスタートアップに対するアンケート調査を実施した。アンケート調査の対象は、公表情報⁸を基に、PwC アドバイザリーがコンタクト可能なスタートアップ計 109 社を選定し、実施した⁹。

(5) 東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資に関する意見交換会¹⁰

本調査を通じて得られた情報をもとに、主にスタートアップ投資を実行する上で日本企業が直面しがちな課題や解決に向けた提言について、事業会社や VC 等実務家及び有識者による意見交換会を実施し、そこから得られた有用な指摘や示唆を本報告書に反映した。意見交換会の実施概要は以下の通り。

<実施概要>

開催日時	令和 2 年 2 月 21 日 (金) 13:00-15:00
開催場所	経済産業省別館 10 階 1031 会議室
参加者数	10 名
主な議題	<ul style="list-style-type: none">調査対象国におけるスタートアップの状況日本企業が置かれている実態日本企業に対する提言調査対象国におけるスタートアップ投資の留意点
参加者氏名及び役職 ¹¹ (五十音順、敬称略)	<ul style="list-style-type: none">青木 義則 PwC アドバイザリー合同会社 パートナー石坂 広孝 三菱商事株式会社 シンガポール支店 地域戦略部長井上 光太郎 東京工業大学 工学院 経営工学系 教授蛭原 健 リブライトパートナーズ株式会社 代表パートナー斉藤 晃一 KK Fund Pte. Ltd. 代表パートナー佐野 尚志 グローバル・ブレイン株式会社 Director増島 雅和 森・濱田松本法律事務所 パートナー丸 幸弘 株式会社リバネス 代表取締役グループ CEO宮島 英昭 早稲田大学 商学大学院 教授吉田 あかね PwC アドバイザリー合同会社 代表執行役

※意見交換会の参加者は、本報告書に対して全体的な監修はしておらず、本報告書の内容は、各参加者の意見と必ずしも一致しているものではない。

⁸ 調査対象の選定にあたっては、下記資料等を参照した。

Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2017.「Future of ASEAN 50 Success Stories of Internationalization of ASEAN MSMEs」

Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2018.「Future of ASEAN 50 Success Stories of Digitalisation of ASEAN MSMEs」

⁹ アンケート調査の概要及び調査結果は、「6. 添付資料(アンケート調査)」を参照。

¹⁰ 東南アジアは、主に調査対象国であるシンガポール、インドネシア、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンの 6 か国を指す。

¹¹ 参加者の役職は開催日時時点のもの。

2.3. 本報告書における用語の定義

本報告書において使用する用語は、文献によって定義が異なるものも存在するため、以下の通り統一した。

用語	説明
1.事業会社	投資事業を本業としない企業。
2.アクセラレーター	主に Early Stage (後述) のスタートアップの事業成長を加速させるため、資金や設備等の経営資源を提供する団体、組織。
3.インキュベーター	創業前の起業家に対し、主に事業化に向けた経営アドバイス、資金調達の補助、企業運営に必要な人材等を提供する団体、組織。
4.シリアルアントレプレナー	起業家(アントレプレナー)の中でも、新たなスタートアップの起業を連続している起業家。
5.スタートアップ	投資家から出資を受ける、独立した未上場かつ創業年数の短い民間企業を想定。“スタートアップとなる創業年数”には様々な意見が存在するが、本調査事業では”設立 15 年以内の企業”と規定。
6.ユニコーン	企業価値評価額が 10 億米ドル(1,000 億円)以上と想定される未上場企業。
7.リードインベスター	スタートアップによる資金調達にて特定の Round (後述) を取りまとめる投資家。通常、当該 Round で最大の資金を投資する存在。
8.CVC	Corporate Venture Capital の略。一般的には事業会社が自己資金で行うスタートアップへの投資活動を指し、子会社あるいは本体と別組織のファンドとして設立・運営されることが多い。
9.VC	Venture Capital の略。スタートアップに投資を行い、投資先企業の成長後に当該企業の株式を売却することで収益の獲得を目指す企業。
10.スタートアップ投資	本調査では、創業 15 年以内の未上場企業に対する投資(主に)出資を指す。
11.チケットサイズ	出資に参加するための出資金額の規模。一般的に Round を重ねるごとに金額が大きくなる。
12.調達単価	調達総額を総件数にて除した一件当たりの調達額。
13.年平均成長率(CAGR)	複利計算により、複数年にわたる平均成長率を算出したもの。
14.DD	Due Diligence の略。投資を検討する企業が投資を判断するために、被投資企業の情報に基づいて、リスク精査や評価を実施すること。ビジネス(事業)デューデリジェンス、財務デューデリジェンス、税務デューデリジェンス、法務デューデリジェンス等複数の種類が存在。
15.Exit	株式市場における上場や第三者への株式売却等、起業家や投資家が保有株式を他者に譲渡し、当該企業の保有から退出する行為。
16.Fund of Funds (ファンドオブファンズ)	投資ファンドを投資対象とするファンド。
17.GP 出資	General Partner 出資の略。当該出資者はファンドの運営を行い、無限責任を負う。
18.IPO	Initial Public Offering の略。未上場企業が株式を証券取引所に上場し、株式市場において株式売買を可能にする行為。

主要なスタートアップ関係者

投資に関する用語

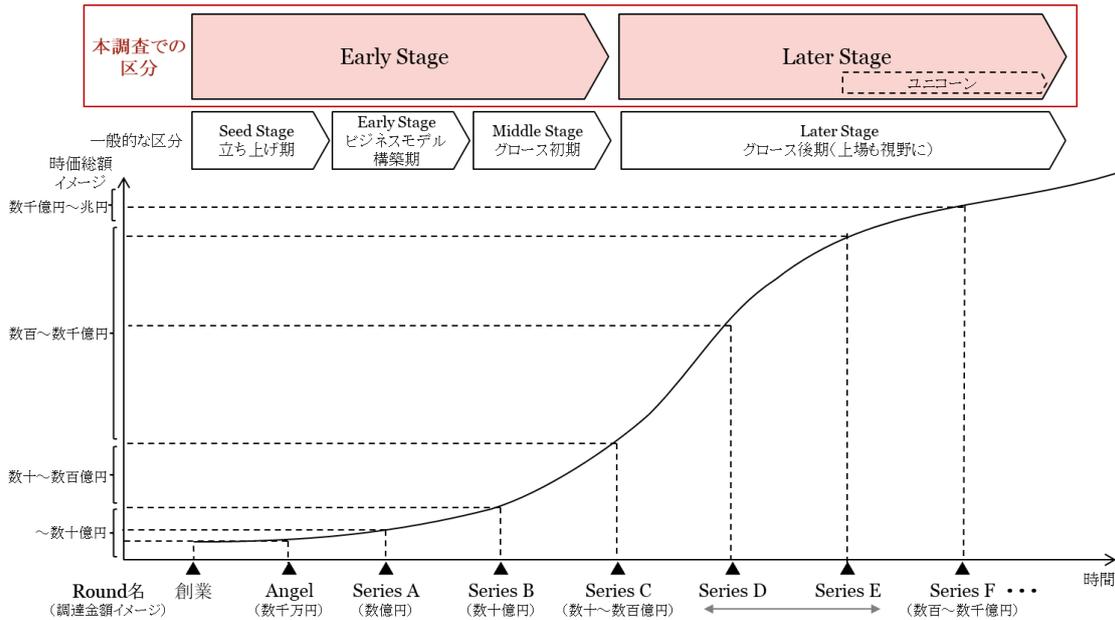
19.LP 出資	Limited Partner 出資の略。投資ファンドへの出資を指し、当該出資者は自らの出資金に限定した有限責任を負う。
20.Over-Valuation	スタートアップに対する企業価値評価額が、他国の同業種・同程度の業績（売上高・利益）・同 Round のスタートアップと比較して過大と思われる状態。
21.Round	投資家が投資先企業の資金調達段階を把握しやすいよう、当該取引タイミングに名称を付したものである。一般的に Seed, Early, Middle, Later 等と呼称されるが、本調査における区分は Early と Later の二区分とした。詳細は「2.4. スタートアップにおける Round の区分」を参照。
22.Valuation	企業価値の評価およびその評価額を指す。
23.インナーサークル	主に投資家（エンジェル投資家や VC 等）や起業家等、スタートアップ投資の実務関係者の中で、影響力をもつ閉鎖的な実務家の集団。
24.スタートアップ・エコシステム	一般的には、スタートアップ起業家や起業家を支える経営者・従業員等の人材、資金を拠出する投資家、法規制等、スタートアップを取り巻く様々な構成要素によって形成されるスタートアップの生態系を指し示す。本書における分析の観点には、「3.1.(4) 各国ごとの分析・整理に向けて」を参照。
25.キャッシュバーン	新規領域における市場地位の確立のため、多額の資金投下により顧客獲得を狙う行為。特に、E コマースや決済等の B2C 領域における巨額のマーケティング投資（広告・値引等）等で用いられる。
26.人口ボーナス	総人口に占める労働者の割合が上昇し、国内の経済成長が促進される状況を指す概念 ¹² 。
27.ユニットエコノミクス (Unit Economics)	顧客一人あたりの生涯顧客価値（契約の開始から終了までに、顧客が契約企業にもたらす利益）から、一人あたりの獲得に要するコストを差し引き、一人当たりの採算性を表す概念。収益性・利益率の検討に際して用いられる指標。
28.リープフロッグ現象	新興国が先進国から遅れて新しい技術やそれに伴うサービスを獲得する際、先進国における段階的な普及を経ず、先進国が経験した途中の段階を飛び越し最先端の技術やそれに伴うサービスを獲得する現象。
29.B2B, B2C	Business to Business, Business to Customer の略称で、それぞれ企業を対象とする事業領域、一般消費者を対象とする事業領域を指す。
30.DeepTech	高度な技術開発が求められる基礎技術のうち、社会に大きな影響を与えると考えられる要素技術。AI、ブロックチェーン、バイオテクノロジー等。
31.Regulatory Sandbox	革新的事業創出を目的とした当該事業の実証に対する現行法の規制緩和策。
32.SaaS	Software as a Service の略。クラウドサーバー上にあるソフトウェアを、インターネットを経由してユーザーが利用できるサービス。
33.SME	Small and Medium-sized Enterprises の略で、個人商店をはじめとした中小企業を指す。
34.X-Tech	新たな価値やビジネスの仕組みを創出しようとする最先端の事業領域やテクノロジーを指す。既存事業の英文名称にテクノロジーの略称 (Tech) を付けて用いられることが多い。 本報告書では、 AdTech (Advertise: 広告)、 AgriTech (Agriculture: 農業)、 EdTech (Education: 教育)、 FinTech (Finance: 金融)、 HealthTech (Healthcare: 医療)、 RetailTech (Retail: 小売) 等の用語を使用。

¹² JETRO レポート「人口ボーナス期で見る有望市場は」(2015 年 3 月号)における定義を参照。

2.4. スタートアップにおけるRoundの区分

資金調達におけるRoundは、Seed、Early、Middle、Later等の複数の区分で表されることも多いが、厳密な定義は存在しない。本報告書ではわかりやすさを重視し、図表2.1に示したように、RoundをEarly Stage及びLater Stageの2つの区分とした。なお、Later Stageのスタートアップの中でも、Valuationが約1千億円(10億米ドル)を超えると想定されるスタートアップはユニコーンとして区別している。

＜図表 2.1＞ スタートアップによる資金調達におけるRoundの区分イメージ



出典: PwC アドバイザリーにて作成

3. 各国の動向

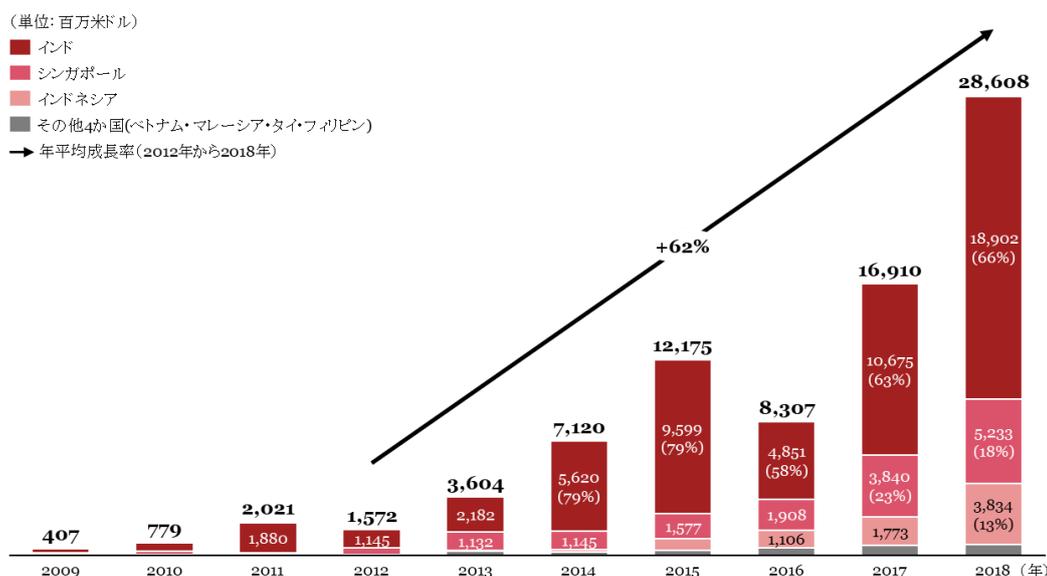
本章では、調査対象国におけるスタートアップの動向を説明する。はじめに 3.1 において調査対象国全体を俯瞰し、次節以降で各国ごとの詳細を説明する。

3.1. 調査対象国全体の概況

(1) 調査対象国全体におけるスタートアップ投資の概況¹³

本調査で対象とするインド及び東南アジア 6 か国(シンガポール、インドネシア、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン)のスタートアップ資金調達総額は、2012 年以降に拡大している。図表 3.1 に示すように、2012 年の約 16 億米ドルから 2018 年までの間、年平均成長率 62%の成長で急拡大して約 286 億米ドルとなった。2018 年には、インドが全調達総額の 66%(約 189 億米ドル)を占め、次いでシンガポール、インドネシアがそれぞれ 18%(約 52 億米ドル)、13%(約 38 億米ドル)となっており、これら主要 3 か国で全体の 97%(約 280 億米ドル)を占める構造にある。一方、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンの 4 か国は合計でも僅か 2%程度(約 6 億米ドル)に留まる。

<図表 3.1> スタートアップの調達総額の推移(調査対象国全体)



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

¹³各国のスタートアップ投資の調達金額は、CrunchBase を活用し、創業 15 年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認し(2019 年 12 月閲覧)、集計の上本文中に記載した(期間は 1 月から 12 月を対象として、各年を集計)。本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出している。なお、調達取引には、スタートアップに対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が発行する株式の過半数以上の取得)は含まない。なお、年平均成長率は「(X 年の資金調達総額/Y 年の資金調達総額)^(1/経過年数-1)-1」の計算式にて算出した。

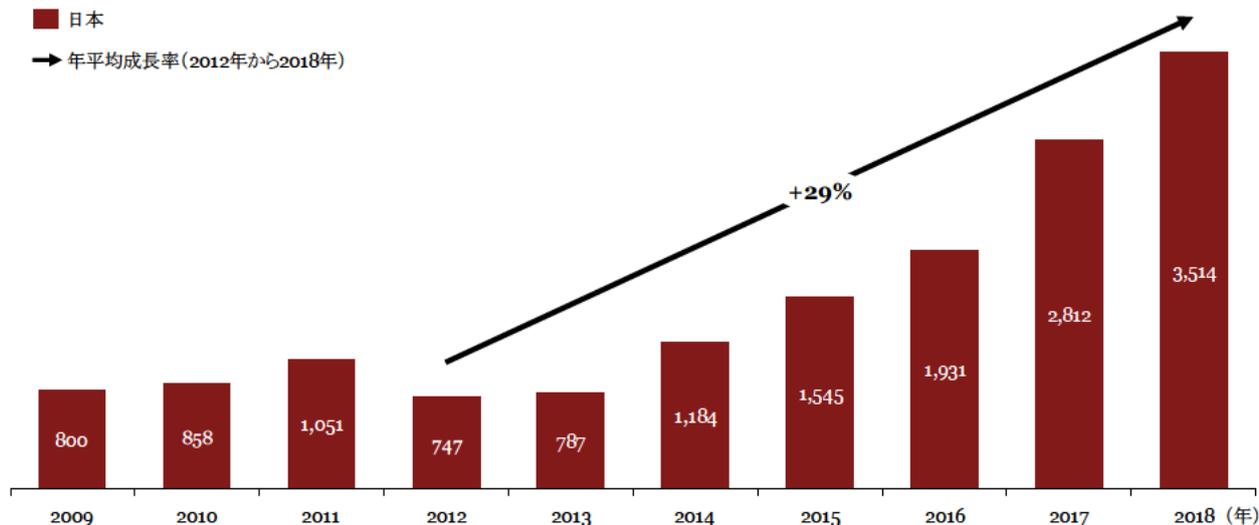
図表 3.2 の通り、日本のスタートアップによる調達総額は、2012 年の約 7.5 億米ドル(約 645 億円、同年末為替レート換算)から 2018 年に約 35 億米ドル(約 3,880 億円、同年為替レート換算)と、2012 年以降年平均成長率 29%の成長を遂げた。拡大傾向ではあるものの、図表 3.1 にて確認した調査対象国における主要 3 か国(インド、インドネシア、シンガポール)の資金調達総額(前述)と比較すると、その規模感は大きく異なる状況にある。

<図表 3.2> スタートアップの調達総額の推移(日本)

(単位:百万米ドル)

■ 日本

→ 年平均成長率(2012年から2018年)



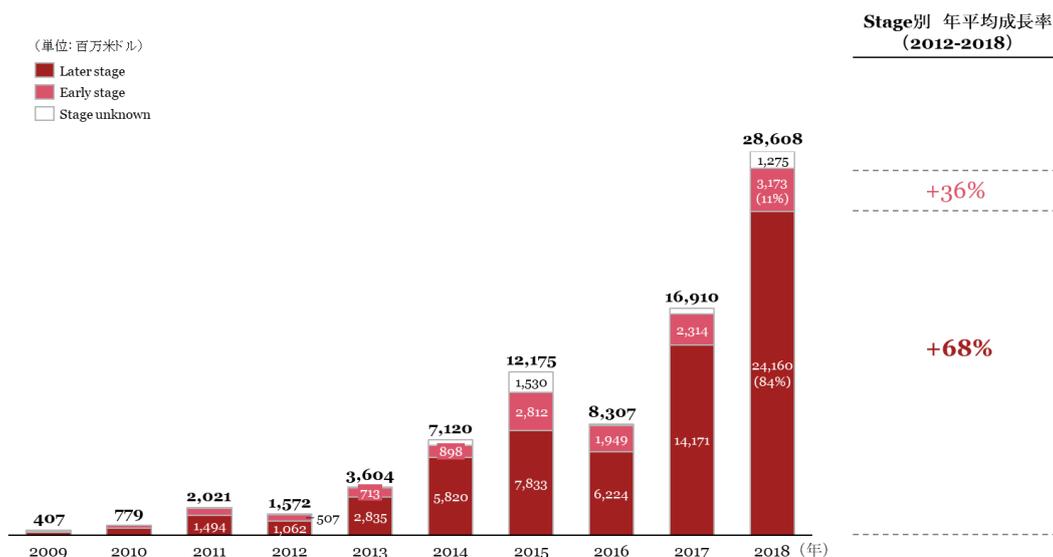
出典: Initial、日本銀行を基に PwC アドバイザリー作成¹⁴

図表 3.3 では Early Stage、Later Stage 別の調査対象国全体の調達総額の推移を示しているが(一部不明分を含む)、Early Stage では約 5 億米ドル(2012 年)から約 32 億米ドル(2018 年)へと年平均成長率 36%で成長し、また、Later Stage では約 11 億米ドル(2012 年)から約 242 億米ドル(2018 年)へと年平均成長率 68%の成長を遂げている。2018 年には Later Stage が調達総額の約 84%を占めており、Round の後期のスタートアップによる資金調達が全体を底上げしている状況と想定される。

¹⁴ Initial, 2019. 「Japan Startup Finance Report 2019H1」(2020 年 3 月 1 日閲覧)

<https://initial.inc/articles/7y8hz7jG7kDVWeQ7mZ8LJP> 日本国内におけるスタートアップの調達総額のデータは、Initial 提供データがより実態を反映していると判断し、調査対象国との投資調達の規模感の比較を目的として参考値として記載した。なお、Initial 発表の資金調達総額を、日本銀行発表の各年期末為替レートにて米ドルに換算して表示している。

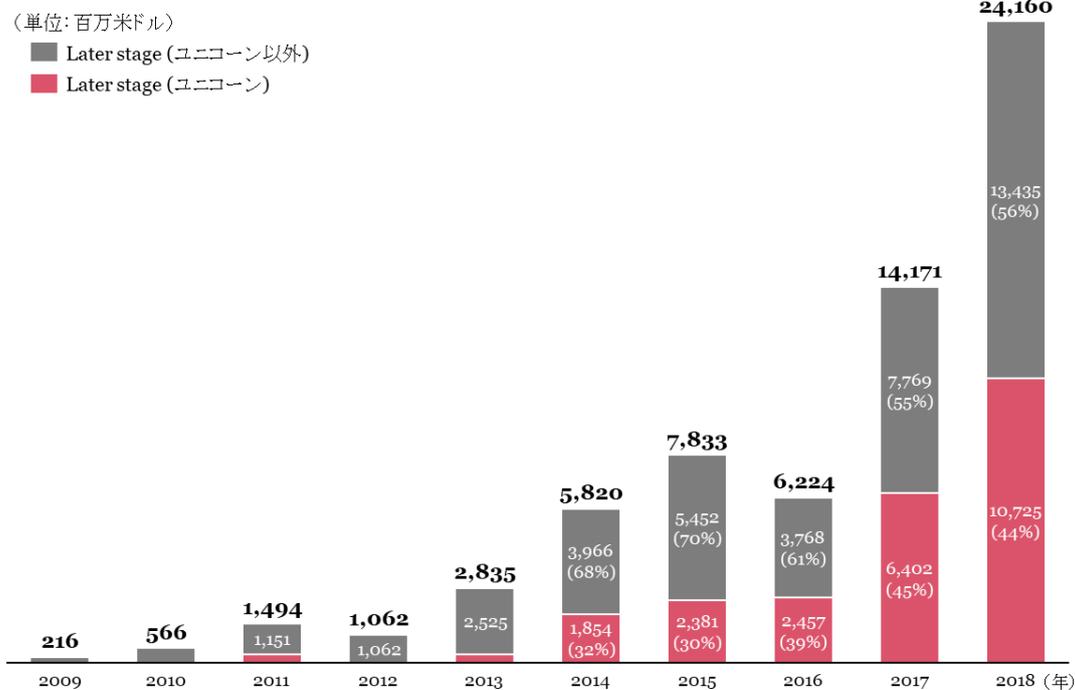
<図表 3.3> Stage 別調達総額の推移(調査対象国全体)



出典:CrunchBase 社提供のデータベースによる情報を基に PwC アドバイザリー作成

こうした Later Stage の調達総額の拡大は、少数のユニコーンによる大型の資金調達によるところが大きい。図表 3.4 の通り、Later Stage の調達総額は、2014 年の約 58 億米ドルから、2018 年の約 241 億米ドルへと、4 年間でほぼ 4 倍の規模に拡大したが、そのうち約 44%に相当する約 107 億米ドル(2018 年)をユニコーンによる調達総額が占めている。

<図表 3.4> Later Stage におけるユニコーンの調達総額及び比率の推移(調査対象国全体)¹⁵



出典:CrunchBase 社提供のデータベースによる情報を基に PwC アドバイザリー作成

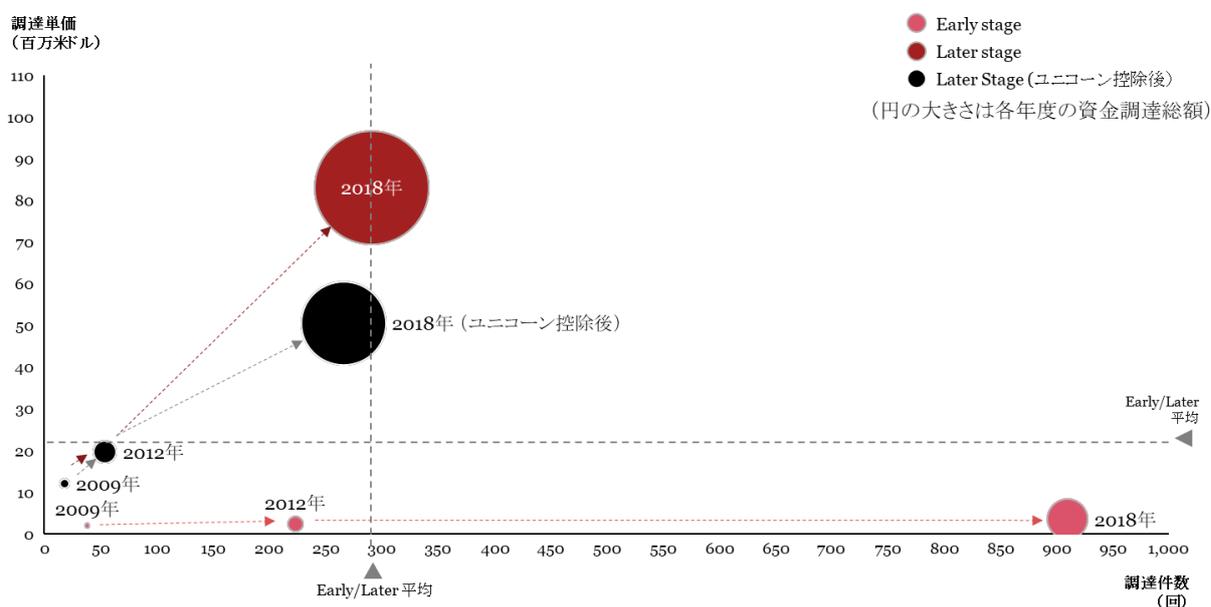
¹⁵ 各年のユニコーンの調達総額には、Valuation が 10 億米ドル以上と評価される以前の調達を含む。

ただし、上述のようなユニコーンが調達市場を牽引する構造について、意見交換会においては、2019年以降は変化の兆しも見え始めているとの指摘もある。

“東南アジア諸国においては、スタートアップ投資の金額規模に占めるユニコーンの割合が高いとの点だが、2019年は少し状況が変化しており、ユニコーンへの依存度は低下していると思われる。ユニコーンへの出資が減少した背景として、一部の大投資家からの投資が停滞したことがある。総投資件数は前年から1.7倍に伸びているので、各Roundにバランスよく投資が行き渡る方向へ変化している印象がある”
(意見交換会)

また、Early Stage、Later Stage別の調達件数及び調達単価の推移を見ると、図表3.5の通り、Early Stageでは調達件数が、Later Stageでは調達単価がそれぞれ特徴的である。2012年から2018年にかけて、Early Stageの調達単価は約1.5倍(約227万米ドルから約348万米ドル)に伸びているが、調達件数は約4倍もの伸びを記録しており(約220件から約910件)、調達件数の大幅な伸長はEarly Stageの特徴と言える。一方、Later Stageも調達件数は約50件から約290件と増加しているものの、調達単価については、約4倍の伸びを記録していることが特徴的である。なお、Later Stageにおける調達単価は、ユニコーンを控除した後の調達単価でも同程度の伸長が観察されることから、Later Stageではユニコーンのみならず全体的に調達単価の大型化の傾向が見受けられる。

<図表 3.5> Stage別の調達件数及び調達単価 - 3か年の変化¹⁶ -

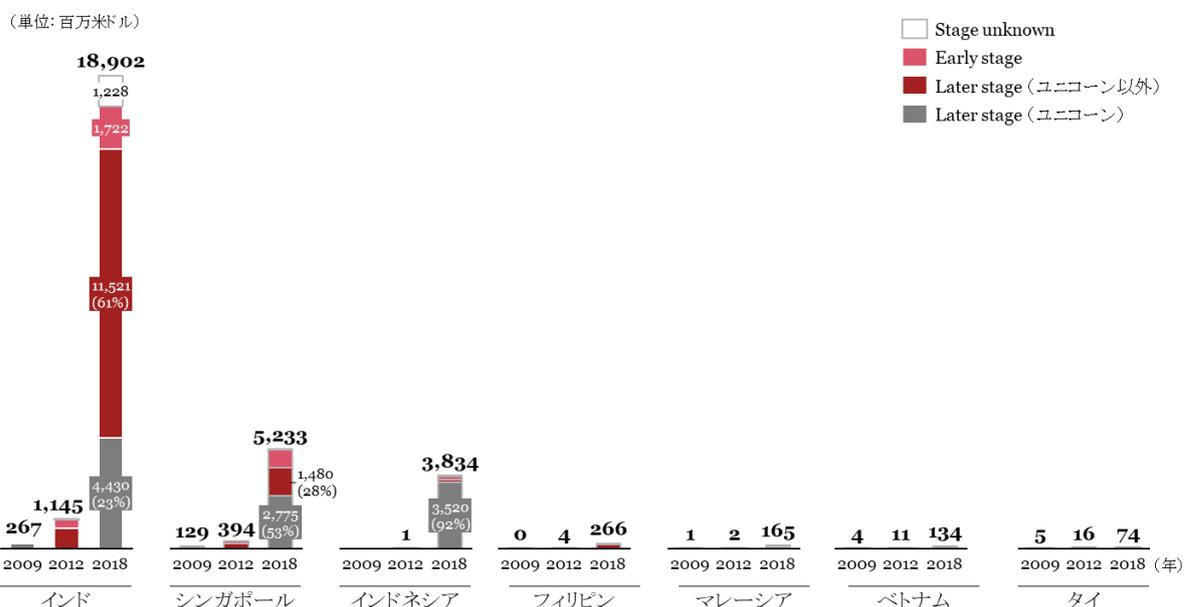


出典: CrunchBase 社提供のデータベースによる情報を基に PwC アドバイザリー作成

¹⁶ 各年のユニコーンの調達総額には、Valuation が 10 億米ドル以上と評価される以前の調達を含む。

図表 3.1 の通り、インド、シンガポール、インドネシアの主要 3 か国のスタートアップによる 2018 年の調達総額は調査対象国全体の約 97%を占めるため、主要 3 か国が調査対象国全体の調達市場の成長を牽引している状況と推察される。ただし、図表 3.6 の通り、2009 年時点においては、(インド、シンガポールが先行しているものの)各国の調達総額に 2018 年ほどの大きな違いは見られなかった。インドは 2009 年の約 2.7 億米ドルから、2018 年は約 189 億米ドルと大幅な増加を遂げており、東南アジア 6 か国合計のおおよそ倍の規模となっている。シンガポール、インドネシアの 2018 年の資金調達総額も、それぞれ約 52 億米ドル、約 38 億米ドルと、2009 年と比べて大幅に増加している。一方で、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンのその他 4 か国のスタートアップ資金調達総額にも 2009 年から 2018 年にかけて拡大傾向が見られるものの、先行する主要 3 か国とは調達総額に大きな差があり、主要 3 か国とその他 4 か国は二極化の構造にあると思われる。

<図表 3.6> 調査対象国における調達総額の国別比較 - 3 か年 -¹⁷

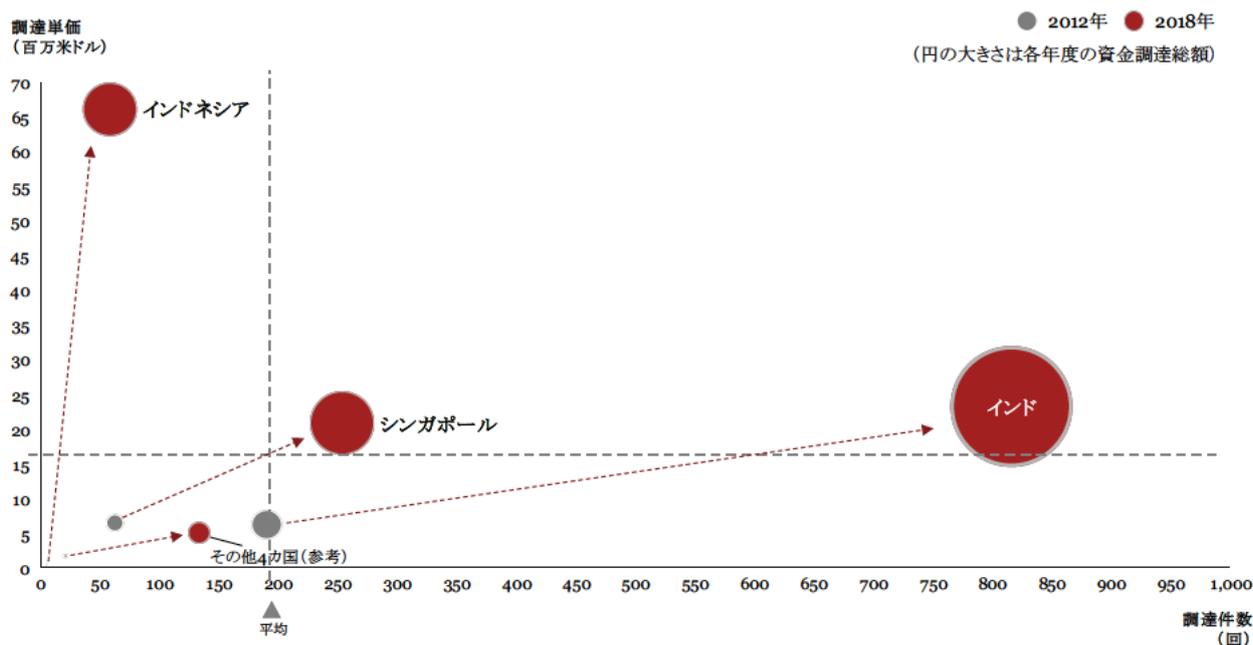


出典: CrunchBase 社提供のデータベースによる情報を基に PwC アドバイザリー作成

¹⁷ 各年のユニコーンの調達総額には、Valuation が 10 億米ドル以上と評価される以前の調達を含む。

さらに、図表 3.7 の通り、主要 3 か国の調達件数と調達単価を見ると、2018 年のインドの調達件数の多さと、インドネシアの調達単価の高さが特徴的である。2018 年のインドの調達件数 (816 件) は、シンガポール (253 件) やインドネシア (58 件) と大きな差があり、多くのスタートアップが資金調達を重ねている状態が推察される。一方、2018 年のインドネシアの調達単価は 66 百万米ドルと、インドの 23 百万米ドルと比較し、約 3 倍の水準にある。そのため、インドネシアでは、他国と比較し少数のスタートアップによって大型の資金調達が行われる様子が推察される。

<図表 3.7> 主要 3 か国の調達件数及び調達単価 - 2012 年から 2018 年への変化 -



出典: CrunchBase 社提供のデータベースによる情報を基に PwC アドバイザリー作成

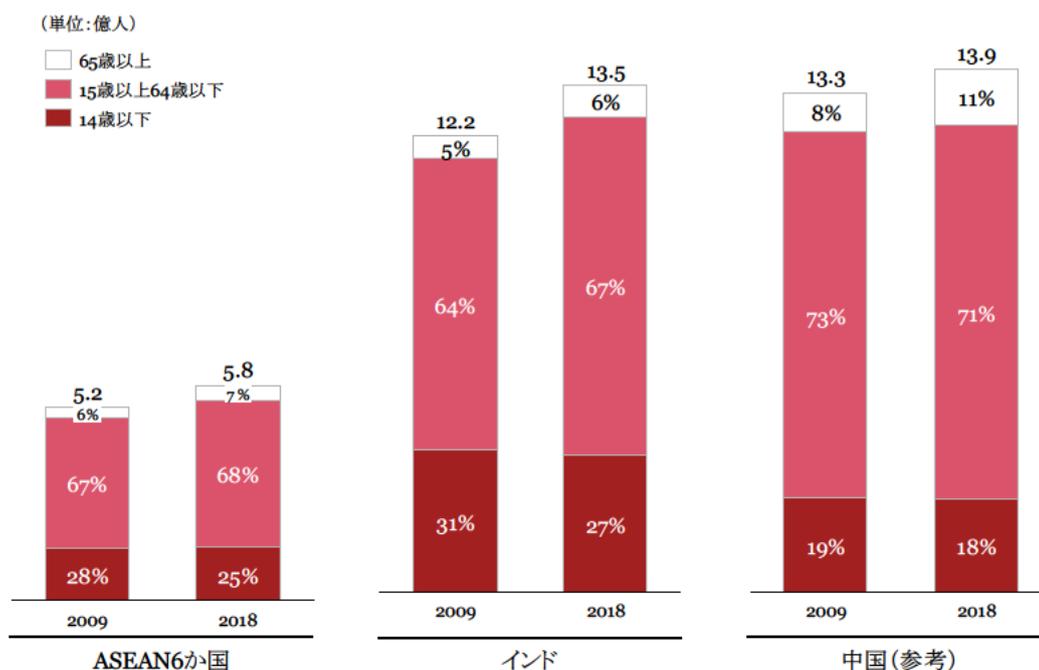
短期間のうちにスタートアップの調達総額が急伸した背景について、人口増加とスマートフォンの普及を背景として挙げる声もあった。

“東南アジアのスタートアップ市場は、人口等のマクロ的要素で自然に成長している市場。その点が投資する際の魅力となっている”(日本、VC)

"東南アジアやインドにおけるスタートアップ勃興の背景には、個人にインターネットとスマートフォンが一気に普及した状況が挙げられる。その結果、リープフロッグ現象が起こった。元々、スタートアップにとってインターネットビジネスは初期投資が少なく、参入障壁が低いことから、起業しやすい領域であった。加えて、スマートフォンが一気に普及したことで、需要者がインターネットビジネスにアクセスしやすい環境が生まれ、スタートアップの成長にとっては強力な追い風となった"(日本、政府・公的機関)

図表 3.8 の通り、2009 年には 5.2 億人であった ASEAN6 各国（インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、シンガポール）の人口も 2018 年には 5.8 億人に増加し、今後さらなる増加も予想される¹⁸。また、インドの人口は 13.5 億人に達し（2018 年）、10 年以内に中国を抜いて世界一になるとの予測もある¹⁹。なお、総人口に占める生産年齢（15 歳以上 65 歳未満）人口比率も上昇しており、このような現象は「人口ボーナス期」²⁰と呼ばれ、経済のさらなる成長が期待される状況にある。

＜図表 3.8＞ 各国の人口構成の推移²¹ - 2009 年と 2018 年の比較 -



出典: IMF を基に、PwC アドバイザリー作成²²

¹⁸ 日本アセアンセンター、2017。「ASEAN 情報マップ」

¹⁹ 国際連合、2019。「World Populations Prospects 2019: Highlights」

²⁰ JETRO、2015。「人口ボーナス期で見る有望市場は(2015年3月号)」における定義を参照。

²¹ ASEAN6 各国は、インドネシア、タイ、ベトナム、フィリピン、マレーシア、シンガポールを指す。

²² IMF。「World Economic Outlook」(2019年12月12日閲覧)

<https://www.imf.org/external/datamapper/LP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>

調査対象国における人口増加や人口ボーナスを受け、その成長性の取り込みに期待する声は日本の事業会社からも聞かれた。

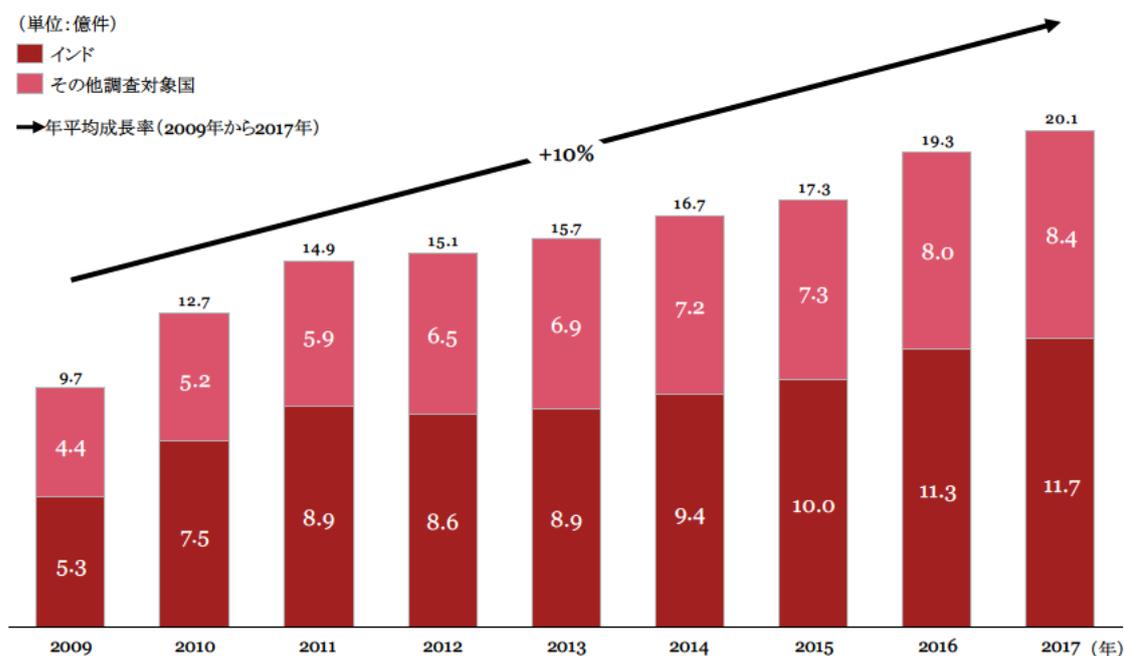
“当社における東南アジアでのスタートアップ投資は、市場(人口ボーナス等)の獲得による事業拡大を狙った案件が殆どである”(日本、IT・通信)

“当社のアジアスタートアップ投資に対する目的は、市場(人口ボーナス)の獲得である。それ以外を目的(技術の獲得や新技術の実証等)とした投資はあまりない”(日本、IT・通信)

“当社 CVC における東南アジアの投資対象は Early Stage の企業が中心であり、目的は先進的なものを見つけるといふより、市場を狙うことがメインとなっている”(日本、IT・通信)

また、図表 3.9 の通り、2009 年以降調査対象国においてスマートフォン及び携帯電話の契約加入者は増加を続けており、特に 2015 年から 2016 年には調査対象国全体で 2 億件、インドだけでも 1.3 億件の加入契約数の増加が見られた。

<図表 3.9> 調査対象国のスマートフォン及び携帯電話の加入契約数推移



出典: World Bank を基に、PwC アドバイザリー作成²³

²³ World Bank. 「Mobile cellular subscriptions」(2019 年 12 月 12 日閲覧)
<https://data.worldbank.org/indicator/IT.CEL.SETS>

(2) 調査対象国全体のスタートアップの特徴

上述した通り、スタートアップ数増加の一因は人口増加やスマートフォンの普及等が挙げられるが、これは各国で Eコマースを初めとする B2C 領域のスタートアップの台頭が先行する要因ともなった。ヒアリング調査からは、そのような B2C 領域の台頭の背景には、欧米や中国等で成功したビジネスモデルを自国に輸入したタイムマシン経営の活発化が挙げられた。また、近年東南アジアのスタートアップは、成長著しい中国の大手 IT 企業から影響を受けている様子が窺え、現地ヒアリング調査においても各国で中国企業のビジネスモデルを模倣したタイムマシン型スタートアップが多い印象を受けた。

“2013 年から 2015 年頃の東南アジアの市場では、欧米のモデルをそのまま模倣したようなビジネスモデルのスタートアップが勃興していた” (日本、VC)

“タイムマシン型サービスの流れはもう古い」という考え方があるものの、結局は中国で出来上がったビジネスモデルを東南アジアで展開する流れは続いている” (日本、VC)

“我々が現在東南アジアで確認するほとんどのスタートアップによるビジネスは、中国におけるビジネスモデルのコピーである” (中国、IT・通信)

調査対象国では、上記のとおり B2C 領域が中心であるが、顧客獲得は激化しており、キャッシュバーン²⁴を伴う熾烈な競争が繰り返されているようである。例えば E コマースや決済アプリ等の事業を展開する場合、各社は先行者の地位を確立するために、収益性よりも膨大な資金を投じて顧客獲得を優先する傾向にあるが、そのような競争が行き過ぎた結果、調査対象国全域で熾烈なキャッシュバーンが生じている模様である。

“キャッシュバーンは東南アジア各国で発生しているが、インドネシアが一番激しい印象。プロモーションのため割引勝負になっている。最後の一社になるまで、競争は続くものと思われる”
(シンガポール、スタートアップ:交通)

東南アジア・インドにおけるスタートアップは、後述のとおり、各国ごとに特徴的な進展がみられる。ただし、おおむね B2C 領域の普及から始まり、B2B 領域へ進展していく流れは共通しているように見受けられた。

“東南アジアのスタートアップの事業領域は B2C が中心だが、いずれ B2B が主力となるだろう。それは、中国もたどった道である” (インドネシア、VC)

このような B2C 領域の成熟を経て、国によっては、いわゆる DeepTech と呼ばれるようなコア技術 (AI、ブロックチェーン、バイオテクノロジー、ロボティクス等) を活用した事業が出現している (各国にて後述)。特に、特に、IT エンジニアが豊富なインドや、政府による大学等研究機関向けの支援が豊富なシンガポールで、こうした DeepTech を活用した B2B 領域が台頭しつつある。

²⁴ 「キャッシュバーン」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

なお、現地ヒアリング調査を通じて、インド等一部の国を除いて、調査対象国全域で人材不足が多くのスタートアップにとって課題になっている様子が見て取れた(後述)。

“東南アジアにおける投資後の難しさとしては、全域でのエンジニア不足の発生が挙げられる。そのため、エンジニアの給料も高騰中であると認識している”(日本、IT・通信)

(3) 調査対象国全体のスタートアップ・エコシステムの概況

調査対象国における投資家の特徴として、財閥の台頭とその影響力の大きさを挙げる声があった。日本の事業会社では、現地財閥と独自の関係性を構築し、スタートアップの探索に役立てている企業もあるようである。

“財閥の力は各国大きいので、関係強化に向け、通常ではリターン的にありえない投資を行う企業もいる。例えば、財閥の一族の人間が作ったスタートアップに対して、財閥との関係を重視して1億円もの出資した日系企業がいた。財閥は国内に独自ルートを持ち投資を実行しているので、財閥との関係を活かせば、優良なスタートアップを見つけることもできる。現に、そのような形でインドネシアにおけるスタートアップ投資に取り組む日本企業も存在する”(意見交換会)

“アジアでは現地財閥と協業した投資が多い。現地財閥と様々な事業で付き合いがあるため、その流れの中から案件化されるケースが多い”(日本、VC)

“アジアでは財閥とのリレーションシップが非常に重要と考え、各国でがっちり組むパートナーを決め、連携する方針を取っている。特にインドネシアやベトナムでは財閥とのお付き合いが重要と考えている”(日本、商社)

“東南アジアはコミュニティが小さいことが特徴である。インドネシアではある財閥と昔から築いてきた人脈があるため、彼らを通じてスタートアップのインナーサークル²⁵に入ることができている”(日本、商社)

調査対象国に共通した Exit 環境の特徴として、各国における IPO の難しさと、M&A Exit の活用に言及する声も多く挙げられた。

“東南アジアで投資を行う理由は、高額な Exit になる可能性があるから。アジアは IPO の Exit になりにくい反面、M&A での Exit が有望な選択肢と成り得る。売却先は、欧米のグローバルカンパニー、東南アジアのユニコーン、伝統的なコングロマリット(財閥系)がメインになっている”(日本、VC)

“東南アジアは IPO を通じた Exit が現実的な市場ではないため、投資後、後続ラウンドで徐々に VC や事業会社に一部株式を売却し、元本を回収することが多い。売却先としては、ローカルの事業会社も多いが、東南アジアでは Temasek 等政府系 VC や、インドの Later Stage では Accel Partners、Sequoia Capital 等米国系 VC の存在感が大きいと感じる”(日本、VC)

²⁵ 「インナーサークル」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

“東南アジアで Series A・B を手掛ける VC は、Gojek 等の東南アジアのユニコーンではなく、より売却額が大きくなりやすい Tencent 等の中国のユニコーンに買われることを目指している”(日本、VC)

なお、スタートアップ・エコシステムを都市別に分析及び比較した Startup Genome (2019 年版)²⁶によれば(図表 3.10)、上位 30 都市の中で米国・中国・イスラエルを始めとしたスタートアップ先進都市が多く占める中、シンガポールは 14 位に、バンガロール(インド)が 18 位にランクインしている。これら両国のスタートアップ・エコシステムの成熟度は世界水準であると評価されている模様である。

<図表 3.10> スタートアップ・エコシステムの都市別ランキング

ランキング	都市名	ランキング	都市名
1	Silicon Valley	16	Austin
2	New York City	17	Chicago
3	London	18	Bangalore
	Beijing		
5	Boston	19	Washington, D.C.
6	Tel Aviv	20	San Diego
	Los Angeles	21	Denver-Boulder
8	Shanghai	22	Lausanne-Bern-Geneva
9	Paris	23	Sydney
10	Berlin	24	Vancouver
11	Stockholm	25	Hong Kong
12	Seattle	26	Atlanta
13	Toronto-Waterloo		Barcelona
14	Singapore		Dublin
	Amsterdam-StartupDelta		Miami
			Munich

出典: Startup Genome を基に、PwC アドバイザリー作成²⁷

²⁶ Startup Genome, 2019. 「Global Startup Ecosystem Report 2019」

²⁷ 2 年に 1 度更新されるスタートアップ・エコシステムの都市別ランキング。なお、ランキングは、Performance、Funding、Market Reach、Connectedness、Talent、Experience、Knowledge の 7 項目の総合評価によって決定する。

(4) 各国ごとの分析・整理に向けて

次節以降、各国ごとに「スタートアップの特徴」を詳述するが、その際図表 3.11 に示した下記 3 つの観点から分析・整理を行う。

1- 成長フェーズ及び事業領域

本調査事業では、各国のスタートアップの状況を整理する際、まず成長フェーズや事業領域の観点から分析及び整理を行っている。成長フェーズの観点では、スタートアップの資金調達における Round (Early Stage、Later Stage) に着目し、成長または停滞している Stage やその背景について、分析及び整理している。事業領域の観点では、各国のスタートアップの事業領域 (B2C、B2B) や提供するサービスの内容等に着目し、ビジネスモデルの特性、商品やサービスの用途、使用されるテクノロジー等を分析及び整理している。

2- 人材

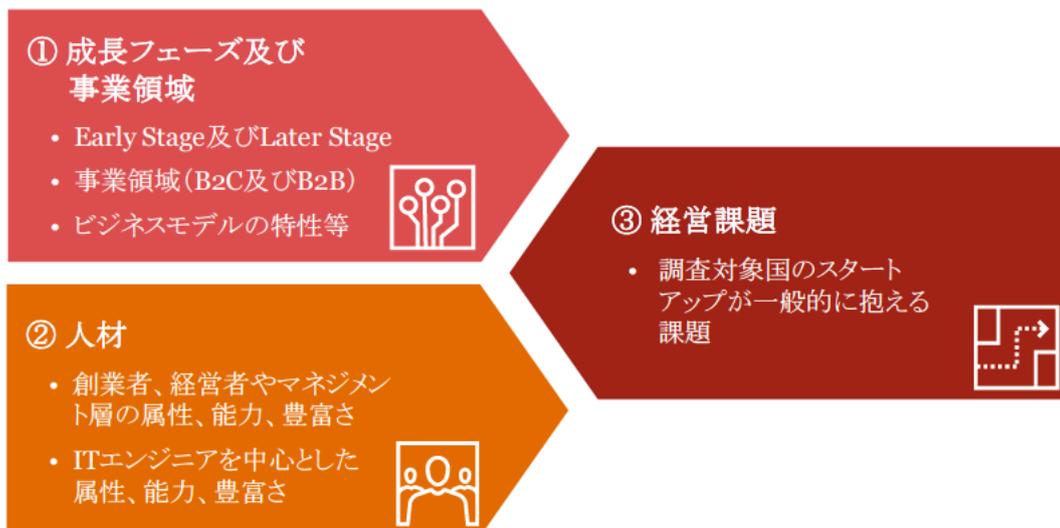
多くの資産を持たないスタートアップにとって、人材は事業の成否を分ける重要な要素であると考えられる。本調査事業では、起業家及びマネジメント層の観点から、各国の人材の状況を分析及び整理している。具体的には、各国の起業家及びマネジメント層が一般的に持つとされる経験・知見、各国における人材の厚み等に着目し、分析及び整理を行っている。

3- 経営課題

本調査では各国のスタートアップが抱える経営課題に着目し、分析及び整理を行っている。各国スタートアップの経営課題を整理することは、各国の今後の方向性や日本企業による各国への進出可能性を考察する上で有益であると考え、本観点での分析及び整理を行うものである。

(但し、主要 3 か国の経営課題の記述に留め、東南アジア・その他 4 か国については割愛した)

<図表 3.11> スタートアップの特徴に関する分析の観点



出典:PwC アドバイザリー作成

また、「スタートアップ・エコシステム」を詳述する際は、図表 3.12 に記載の通り、スタートアップを取り囲む 3 つの構成要素（「投資家」「Exit 環境」「政府及び公的支援」）の観点から分析及び整理を実施した。

1- 投資家

本調査事業では、スタートアップに主に資金面から事業支援を行う「投資家」に着目し、各国ごとに顔ぶれや棲み分けを分析及び整理している。「投資家」としては、エンジェル投資家や VC、事業会社等が存在するが、各国ごとに活動する投資家の顔ぶれや Round 別の棲み分けは異なる。また、近年は一部東南アジア諸国において財閥系 CVC も投資家として台頭しつつあり、このような特徴も本観点にて分析及び整理を行っている。

2- Exit 環境

起業家や投資家にとって Exit の機会はスタートアップ投資の重要なインセンティブとなると思われる。そのため、本調査事業では Exit 環境の観点から各国の状況を分析及び整理している。Exit の手段には、大別すると証券取引市場への株式上場 (IPO)、株式譲渡による事業売却 (M&A) の 2 種類が想定されるが、創業者やエンジェル投資家、VC 等がそれら手段を行いやすい環境が整っているか、調査対象を各国ごとに確認を行ったものである。

3- 政府及び公的支援

「スタートアップ・エコシステムの状況」パートの掉尾として、本調査事業では各国政府による公的な支援に着目し、分析及び整理を行っている。政府及び公的機関は、起業家、アクセラレーター・インキュベーター、投資家、大学・研究機関等幅広いプレイヤーに対し、ネットワーキング、マッチング、規制緩和、各種補助金の付与等の多岐に亘る支援を行っている。政府及び公的機関はスタートアップ・エコシステム全体に影響を及ぼしているものと想定されるため、本調査事業でその支援の充実度合いを整理することは有益であると判断し、本観点にて分析を行うものである。

<図表 3.12> スタートアップ・エコシステムに関する分析の観点



出典:PwC アドバイザリー作成

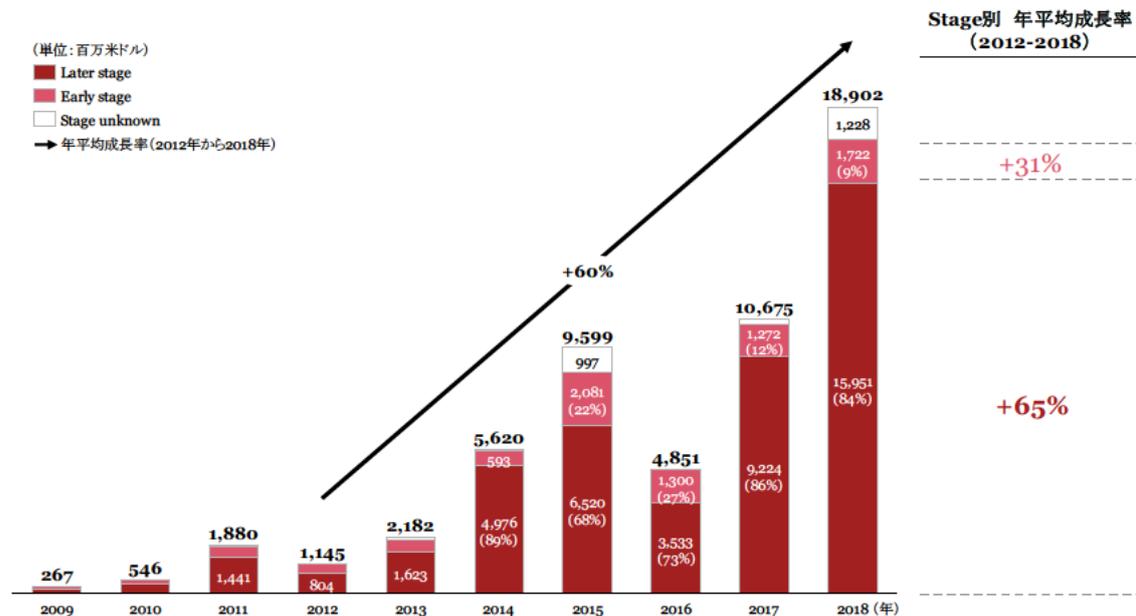
次節以降、調査対象国のスタートアップ及びスタートアップ・エコシステムについて、分析及び整理結果を示す。

3.2. インドの概況

(1) スタートアップ投資の市場規模²⁸

図表 3.13 の通り、2012 年から 2018 年にかけて、インドのスタートアップにおける調達総額は年平均成長率 60%で拡大し、2016 年には一旦落ち込みを見せたものの、2018 年には 189 億米ドルに達している。特に、Stage 別には、Early Stage の年平均成長率 31%に対して、Later Stage が年平均成長率 65%と急拡大を牽引している構造が見てとれる。

〈図表 3.13〉 インドにおける Stage 別調達総額の推移



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

なお、2016 年に急激に調達総額が落ち込んだ背景としては、それまでのスタートアップ投資への過熱感が落ち着いたことが推察される。有望視されていたスタートアップに対して、海外を中心とした投資家による巨額投資が続いたが、主要な Eコマース企業の経営不振や、その他、スタートアップの破綻も相次いだことにより、投資家により大型投資が一時的に手控えられたようである。NASSCOM²⁹によれば、同年も資金調達件数に大きな減少は見られなかったが、投資家がリスクに敏感になったことで収益性重視のスタンスが強まり、一件あたりの調達総額が減少したとある³⁰。また、関係者からのヒアリングでも 2016 年頃の経緯に関するコメントがなされていた。

²⁸ 各国のスタートアップ投資の調達金額は、CrunchBase を活用し、創業 15 年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認し(2019 年 12 月閲覧)、集計の上本文中に記載した(期間は 1 月から 12 月を対象として、各年を集計)。本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出している。なお、調達取引には、スタートアップに対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が発行する株式の過半数以上の取得)は含まない。なお、年平均成長率は「(X 年の資金調達総額/Y 年の資金調達総額)^{1/(経過年数-1)}-1」の計算式にて算出した。

²⁹ National Association of Software and Services Companies (インド全国ソフトウェア・サービス企業協会)

³⁰ NASSCOM, 2016. 「Indian Start-up Ecosystem Maturing Edition 2016」

“2014年から2015年くらいは明らかに Valuation が高く、Seed、Early でも現在の倍くらいの Valuation がついていた。過熱感の背景として、現在でも外資系投資家がインドのスタートアップ投資の7割程度を占めているように、インドでは外資系投資家の存在が大きく、中国に次ぐ成長市場としてインドがブームになった際に外国の資金が一斉に入った影響が挙げられる。その後、延々と利益が出ず、数十億を調達してきた企業が2、3社潰れた。潰れる、明確な方向転換を余儀なくされる、社員を半分以上レイオフしなければならない、といったケースが何社か出て、投資家が我に返った。”*“イケイケ・ドンドン”*のムードが落ち着き、ユニットエコミクスを回して事業として成立させる、という方向に揺り戻しが発生したのが2016年から2017年である”
(日本、VC)

その後、2017年に調達総額は復調しているが、その背景としては、通信料の低額化を契機とした「リープフロッグ現象」³¹、そしてその結果としてのスタートアップ数の増加が考えられる。インドでは2016年に財閥系企業 Reliance Jio Infocomm が破壊的な低価格通信サービスを提供し始めたが³²、同時期に行われた中国企業による高機能かつ低価格なスマートフォンの供給と相まって、前掲の図表 3.9 に示した通り、スマートフォン及び携帯電話の契約者数は1.3億件増加した。その結果、個人がインターネットへ接続可能な環境が急速に立ち上がった。これは、先進国のような段階的な普及(PCを経て、スマートフォンへ)を経ずに、デジタルサービスの利用者が一足飛びに増加する「リープフロッグ現象」を意味する。このようなデジタルサービスの潜在顧客数の急速な増加は、インターネットを通じてサービスを提供する多くのスタートアップにとって絶好の事業機会となり、スタートアップ数の増加に繋がったものと想定される。このような経緯を経て、次々に立ち上がるスタートアップに投資が行われたことが、調達総額の復調に繋がった要因であると推察される。

“スタートアップの成長のためには、マクロ経済の伸張や可処分所得の向上は重要だが、通信端末の普及とデータ通信料の価格低下がより重要であると考えられる。インドでは、デバイスが一定の普及率を超えて、データ通信料が安定するということがスタートアップの立ち上がりにおいて非常に重要な要素であった”
(日本、VC)

“データ通信料の価格破壊については、Reliance Jio Infocomm が価格破壊を起こし、ほぼ使い放題のような状態になっている。ある日突然、通信料が97%オフになるという、他の国では起こらないようなことが起きた”
(日本、VC)

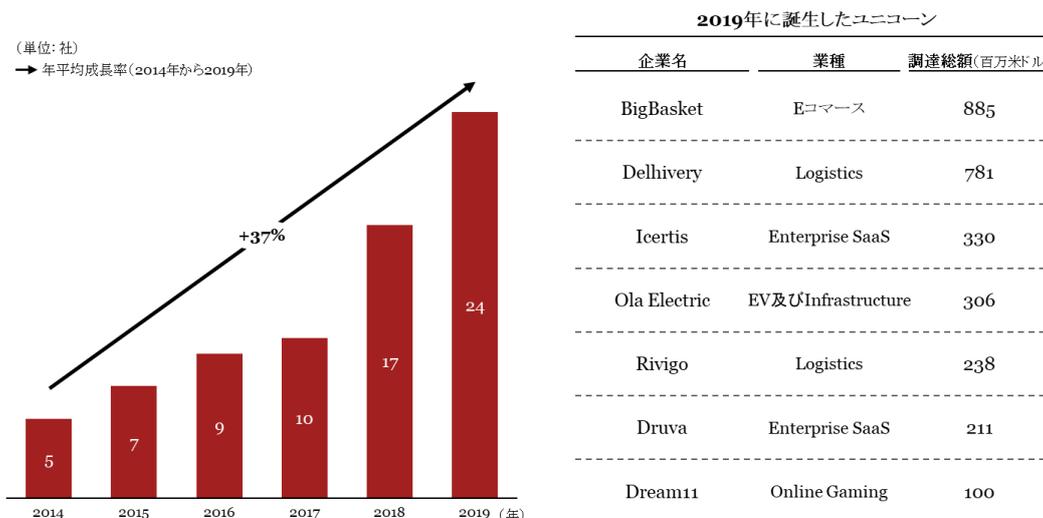
“Reliance Jio Infocomm によるデータ料金の価格破壊と、中国製スマートフォンの普及により、インターネット上の取引が急激に拡大し、消費者のデータアクセス数が増大した”(インド、スタートアップ:フード関連)

³¹ 「リープフロッグ現象」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

³² 2016年9月にサービスを開始した財閥系企業である Reliance Jio Infocomm は、新たな携帯通信サービスで97%オフになるという価格破壊をもたらした。

NASSCOM によれば、図表 3.14 の通り、2019 年時点での同国のユニコーン数は 24 社になり、中国・米国に次いで世界 3 位のユニコーン数を誇るとされる³³。2014 年から 2019 年までの 5 年間だけでも 19 社のユニコーンが出現し、2019 年単年でも、BigBasket や Delhivery 等 7 社のユニコーンが新たに誕生した。インドのスタートアップのユニコーン化は急速に進んでいる状況であり、例えば、Udaan (中小企業向けの B2B E コマース) は、GST (Goods and Services Tax) 導入による B2B の州間取引の増加の恩恵を受けて、起業から僅か 26 か月足らずでユニコーン化した³⁴。インドの Later Stage は層が厚いことは後段でも述べるが、ユニコーン化を控える企業が多数存在しており、2025 年には、2019 年から 4 倍の 100 社程度にまで増加が見込まれている³⁵。

<図表 3.14> インドにおけるユニコーン数の推移



出典: NASSCOM を基に、PwC アドバイザリー作成³⁶

図表 3.15 の通り、インドのスタートアップにおける調達総額は、一部の有望なユニコーンが占めているのではなく、Early Stage から Later Stage まで幅広いスタートアップによる資金調達がされていることが観察される。同国の資金調達件数は、Early Stage において 2012 年の 141 件から 2018 年の 556 件に増加 (年平均成長率 26%)、Later Stage は 48 件から 225 件に増加 (同 29%) しており、いずれの Stage でも同等の拡大がみとれる。調達単価については、Early Stage が約 3 百万米ドル程度で推移する中で、Later Stage は 2014 年を境に 45 百万米ドル近傍へ上がった後、2016 年の一時的な急落を除いてそれ以上の調達単価水準に増加している。Later Stage における調達単価の増加が顕著であるが、後述するシンガポール、インドネシアと比較すると、ユニコーンを控除した Later Stage の調達単価は 2012 年から 2018 年にかけての年平均成長率が 22% と高い点は対照的 (シンガポールは -3%、インドネシアは +6%) である。このことは、ユニコーン以外の Later Stage のスタートアップによる資金調達の大型化を示しており、ユニコーン化を控える Later Stage の企業の層の厚さを示唆するものと言える。

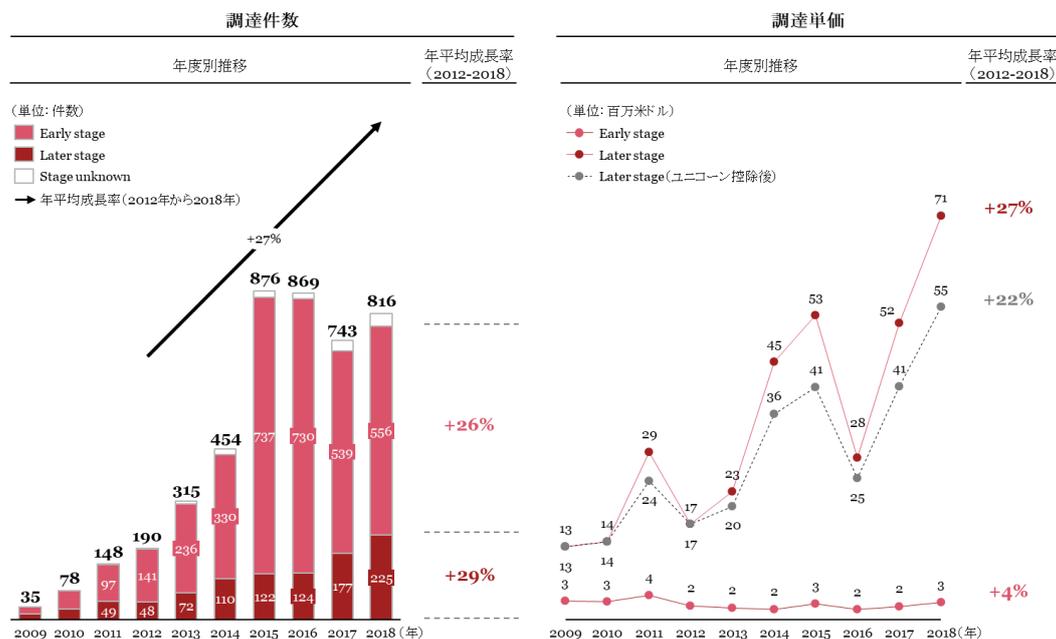
³³ NASSCOM, 2019. 「Indian Tech Start-up Ecosystem 2019 – Leading Tech in the 20s」

³⁴ 同上

³⁵ 同上

³⁶ NASSCOM, 2018. 「Indian Tech Start-up Ecosystem 2018: Approaching Escape Velocity」
及び NASSCOM, 2019. 「Indian Tech Start-up Ecosystem 2019 – Leading Tech in the 20s」

<図表 3.15> インドにおける調達件数及び調達単価の推移



出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

(2) スタートアップの特徴

1-成長ステージ及び事業領域

インドにおけるスタートアップの事業領域は B2C から B2B まで幅広い模様である。ユニコーンをみても、E コマースや旅行予約、グルメサイト運営、教育、スポーツ、メッセージアプリ等の B2C 領域に加えて、ロジスティクスや FinTech、モバイル向けの広告事業等等、多種多様なスタートアップが活躍している。NASSCOM によれば、2019 年にユニコーンとなった 7 社のうち 5 社が B2B サービスを提供しており、ユニコーン化した企業における B2B 比率は 2019 年が最も高かったとされる³⁷。また、ユニコーン以外でも、スタートアップ数全体の約 4 割が B2B とされており、B2C に偏重しているインドネシア等の国とは異なる状況にある³⁸。こうした事業領域の広がりについては、様々な識者からも指摘されているところである。

“インドでは、2010 年第前半には E コマース等個人向け起業に投資が集中していたが、現在では企業向けサービス、FinTech といったあらゆるセクターに投資が集積し、政府は特定分野に偏向しすぎることなく、幅広いテーマ、業界の支援を行うスタンスにある” (インド、政府及び公的機関)

“インドで B2B のスタートアップが活発な背景について、投資家側からの収益性に関する強い圧力(要請)がある。B2B の方が投資参画時の金額が大きい反面、持続的な収益性が期待できることも一因と思われる” (インド、政府及び公的機関)

³⁷ NASSCOM, 2019. 「Indian Tech Start-up Ecosystem 2019 – Leading Tech in the 20s」

³⁸ NASSCOM, 2019. 「Indian Tech Start-up Ecosystem 2019 – Leading Tech in the 20s」

“インドの Tech 系スタートアップは、FinTech、RetailTech、EdTech、HealthTech³⁹が中心でありアナリティクス(分析系の)ツールが多いが、今後はB2B系SaaSビジネスからユニコーンが増えるだろう
(インド、政府及び公的機関)

図表 3.16 は、インドにおける調達総額(2014年から2018年の累計)の上位企業である。上位10社には、様々な業種の企業が存在していることが確認できる。

<図表 3.16> インドにおける調達総額の上位スタートアップ(2014年から2018年の累計)

企業名	業種	調達総額(百万米ドル)
① India First Life Insurance	Financial Services	7,100
② Flipkart	Eコマース	5,581
③ Ola	Ride Sharing	2,878
④ OYO	Hotel及びTravel	1,550
⑤ Swiggy	Food Delivery	1,466
⑥ Snapdeal	Eコマース	1,399
⑦ One97 Communications	FinTech	880
⑧ Greenko Group	Renewable Energy	835
⑨ BigBasket	Eコマース	826
⑩ BYJU'S	EdTech	775

出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

前述の通り、インドでは、2016年頃のスタートアップの経営不振・破産によって大型投資案件が減少したが、2017年以降のSoftBank⁴⁰による大型投資を契機とした過当競争の再燃及びSoftBankショック⁴¹を経て、現在は、過度なキャッシュバーンを抑えた利益重視の経営スタンスが志向されるように変化している模様である。投資家からは闇雲な資金拠出を伴った顧客獲得合戦によるトップライン拡大志向が敬遠されるかわりに、収益性等ユニットエコノミクス⁴²重視の経営への要求が強くなっている。そのような中、スタートアップの経営者は、収益性を向上するためのオペレーション改善施策等に経営の軸がシフトしているとも言えそうである。現地のユニコーンやEarly Stageのスタートアップのコメントからも、経営スタンスの変更については口を揃えて指摘された点である。

³⁹ 「X-Tech」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁴⁰ 本報告書における「SoftBank」は関連企業(SoftBank Telecom Corp, SoftBank China & India Holdings, SoftBank Capital, SoftBank Ventures Asia, SoftBank Vision Fund, SoftBank-Indosat Fund 等)を含む。

⁴¹ SoftBankの投資先ユニコーンが経営不振に陥り、SoftBankに大規模な評価損が発生。それを受け、市場全体として、投資先の収益性管理が厳格になった現象。

⁴² 「ユニットエコノミクス」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

“インドの全般的な資金調達環境として、3年前は成長の絵だけ描ければ、ユニットエコミクスの計画もなくともVCから資金調達をできたが、SoftBankショック以降は投資家も慎重になっており、より収益性が求められる状況になっている”(インド、スタートアップ:フード関連)

“投資家要請により持続的な収益性を重視し、販促・マーケティング活動等でもROIを意識した経営を推進し、投資家とも四半期ごとの計画進捗レビューを実施している”(インド、スタートアップ:ファッション)

“真の顧客とは、提供される価値に対して適正な対価を支払う人のことである。近年のEコマースの競争は過剰な値引きによって、市場に対しておかしな幻想を作ってしまったが、それは変わりつつある。市場全体が反省をしたのか、過熱感は落ち着いてきており、投資家も利益、EBITDA等の基本的な指標を重視する姿勢に変わってきている”(インド、スタートアップ:Eコマース)

“今は赤字でも急激な成長をしている企業に資金が集まっているが、持続可能なビジネスを行うには健全なユニットエコミクスを確保することが重要。市場もようやく冷静になってきたのではないか”(インド、スタートアップ:自動車関連)

“Eコマースにおいては、競争環境は沈静化しており、運用体制の高度化による収益確保に軸足をシフトしている”(インド、スタートアップ:自動車関連)

なお、インドでユニットエコミクスの概念が広まっている背景として、インドのスタートアップ・エコシステムにおける米国系を中心とした外国投資家の存在があるとの関係者の指摘がある。同国は米国系投資家が集まっていることから、米国流の投資スタイルの影響を受けやすいという声が聞かれた。これにより、米国新興市場発のSoftBankショックが逸早くインドの投資環境にも影響を及ぼし、他国に先んじてユニットエコミクス重視の経営に舵を切られたと考えられる。

“インドはスタートアップも投資家も、アメリカ、特にシリコンバレーとのつながりが強く、すぐにアメリカの投資家によるベストプラクティスが入ってくる”(日本、VC)

“インドと米国の繋がりが非常に強いことは特徴的である。米国のトップティアVCのほとんどがインドに専用のファンドを設けており、インド人パートナーを雇って投資活動を実施している”(意見交換会)

B2B領域は顧客獲得を目的としたキャッシュバーンのような事態には陥りづらいものと想定され、投資家を中心にB2Bの拡大は好意的に捉えられている。同国関係者へのヒアリングでも、こうしたB2Bの有望性については多くコメントされている。

“インドでB2Bのスタートアップが活発な背景について、投資家側からの収益性に関する強い圧力(要請)がある。B2Bの方が投資参画時の金額が大きい反面、持続的な収益性が期待できることも一因と思われる”(インド、政府及び公的機関)(再掲)

“B2C は膨大な資金を投下して事業拡大を目指す等儲からない事業だが、B2B は顧客獲得コストは相対的に低く、安定的な成長を狙えるため、インド全体としても B2B は今後、ますます増加すると考える”
(インド、スタートアップ:自動車関連)

2-人材

インドにおける IT 人材の豊富さは世界でも有数と言われている。IIT や IIM⁴³は高倍率をめぐり受けた学生が競争的な環境のなかで学んでおり、同国における優秀な IT・経営人材を輩出する教育機関となっている。また、米国をはじめとした外国の MBA ホルダーや多国籍企業への勤務経験を有する人材が、本国インドに山積する社会課題の解決を志す等の理由でスタートアップを起業するケースも多く、同国スタートアップの優秀な人材の一角を担うようになっているとの専門家による指摘も聞かれた。

“Finomena をバンガロールにて創業した Riddhi Mittal 氏は米スタンフォード大学の出身、ShopKirana の共同創業者である Sumit Ghorawat 氏は米カーネギーメロン大学院を卒業後に P&G 勤務を経験、というように欧米の高等教育機関やグローバル企業出身の起業家が一定数存在する”(日本、VC)

さらに、オフショア開発拠点⁴⁴としての歴史を背景にした、多数の IT エンジニアの存在も指摘される場所である。欧米企業のオフショア開発拠点として IT システムの下流工程に従事してきた背景から、インドにはエンジニアを多数輩出する素地が整っているとされる。かつては財閥系のコングロマリット企業に就職していたであろう人材が、近年ではスタートアップにも集まるようになってきているとの同国スタートアップのコメントもあった。一方で、企業ビジョンに共感する人材や、引く手あまたのデータアナリティクスの人材の獲得競争が厳しくなっている状況も、スタートアップを中心に指摘されている。

“インドのスタートアップに集まる人材は、財閥系(コングロマリット)の人材や、外資系コンサルティングファームの出身者も集まるようになってきているが、優秀なタレントの確保は引き続き課題である”
(インド、スタートアップ:物流関連)

“データアナリティクスの人材が当社事業のキーであるが、優秀な人材は引く手あまたで、選択肢が多く、給与水準も上がっていることから、適切な人材の確保は当社にとって課題である”
(インド、スタートアップ:ファッション)

近年では米国政府の意向により米国の就労ビザ取得のハードルがあがっており、起業家が米国に長く滞在を続けることが難しくなっていることも、インド本国へ帰国しての起業を後押ししているとのコメントもあった。

“欧米に留学してグローバル企業に勤務しているような人材がインドに帰国して起業する、というパターンは前からあったが、アメリカの現政権になってから若干加速している印象はある。アメリカにいつらくなってインドに戻る際、起業を検討することがある”(日本、VC)

⁴³ Indian Institutes of Technology(インド工科大学)、Indian Institutes of Management(インド経営大学院)。

⁴⁴ 主に開発コストの削減を目的として、ソフトウェア開発業務等を国外の事業者へ委託すること。

また、同国特有の社会的な背景からも、階層意識のしがらみが存在しない IT・スタートアップの世界において成功を志向する人材も多く存在するという、同国ならではのコメントも聞かれた。

“カーストは IT やスタートアップの世界ではほとんど意識されていないとされ、ビジネス上の手続きや資金調達等での差別の程度が比較的低いことは、一般企業への就職と比べ指定カースト出身者にとって起業の魅力を増す要素であると考えられる”(日本、VC)

3-経営課題

「1-成長ステージ及び事業領域」にて確認した通り、スタートアップは投資家から収益性を重視した経営を強く求められており、起業家や経営者はこの対応を迫られている。スタートアップ経営における戦い方は、売上高確保を重視した顧客争奪合戦から、経営やオペレーションの質的な強化と改善による利益確保を目指したものとなっている。多くの経営者はこの潮流にうまく適応して経営の舵を切っているように思われるが、一部のスタートアップでは、創業者が投資家との折り合いを付けられずに、自身が立ち上げた企業から退任を余儀なくされるという事例も聞き及んだ。スタートアップ経営を担う起業家や経営者としては、このような急激な変化に柔軟に対応しつつ、スタートアップらしい急成長を実現していくことが求められる。なお、収益性を重視した経営は、バブルのような投資環境を招くことを回避でき、健全かつ持続的成長をもたらす良さがある一方で、キャッシュバーンによる顧客獲得を通じた、これまでのような指数関数的な成長軌道を目指しづらくなってきた可能性は否定はできない。新たなスタートアップの経営スタイルの中で、持続的かつスタートアップらしい爆発的な成長をどのように実現しうるか、同国スタートアップ経営における今後の課題とも言える。また、インドのスタートアップが急速な成長及び拡大をすればするほど、人材獲得競争はさらに厳しくなるものとみられる。インドでの IT エンジニアの獲得競争には、これまでの財閥系企業やスタートアップのみならず、同国に研究開発拠点を設置する多国籍企業も加わっている。あるスタートアップによれば、同国の豊富な人材供給力が旺盛な需要をカバーしているとの話があるものの、今後も持続的に人材確保できるかは、スタートアップ経営者にとっては留意が必要だと考えられる。

“IT 人材の確保は課題ではあるが、供給サイドで大きな課題にあるとは思わない。ただし、プログラマー以外にも、UI や UX 等などのデザインを手掛ける人材は、特にバンガロール以外においては人材獲得が厳しい状況になってきた”(インド、スタートアップ:フード関連)

(3) スタートアップ・エコシステムの状況

「3.1. 調査対象国全体の概況」にて確認した通り、インドは世界有数のスタートアップ・エコシステムが形成されていると評価されている。同国のスタートアップ・エコシステムは、投資家や起業家といった民間の主導により自然発生的に形成が進展してきたという識者のコメントも聞かれた。

“インドのスタートアップはどちらかというと自然発生的である。2012年頃から主要都市(デリー、バンガロール等)を中心に、米国からの帰国者等をはじめ、優秀な人材が集まる環境へと変化していった”
(日本、政府及び公的機関)

また、インドのスタートアップ・エコシステムは、次の循環フェーズに入ってきたという現地スタートアップ経営者らのコメントもあった。つまり、インドのスタートアップ・エコシステムは、優秀な人材や各成長フェーズに万遍なく存在する投資家らが、スタートアップの成長を後押ししているという。スタートアップの黎明期では、起業家らが自らスクラッチで事業を立ち上げてきたが、昨今は元起業家のエンジェル投資家が支援者となったり、次のスタートアップを起業する「シリアルアントレプレナー」⁴⁵になったりと、スタートアップ経験者がスタートアップ創業・育成を後押しし始めている。その意味において、同国のスタートアップ・エコシステムのサイクルは次の循環的な拡張フェーズに入っているとの認識が、有数のスタートアップ起業家や経営者からも指摘されている。

“これまでの10年は創業者が何もなかったところからグリーンフィールドで事業化したフェーズ、その中で成功したスタートアップが大規模になってきた。そのような経験を経て、インドにはスタートアップの経営を知る人的資源があり、Exitした創業者が小さなスタートアップを創業する等、最初の循環フェーズに入ってきた”
(インド、スタートアップ:フード関連)

“2,000億円から3,000億円の個人資産を持つFlipkartの創業者はスタートアップ投資をしているが、彼らはEarly以外にも投資している。Binny Bansalはマッキンゼーの元パートナーとLater Stageに対するコンサルティングも始めているが、Seed期のスタートアップに対してアドバイスをするエンジェル投資家等が多い中で、Series E-FというStageで、1兆円のValuationを経験したような創業者ならではのアドバイスを提供するコンサルは少なく、よい取り組みだと思う。インドにはエンジェルネットワークも無数にあり、個人としては数百万円しか出せない投資家を20人くらいまとめて1億円のRoundに投資する、という流れもある。国外にいるインド人を束ねて投資するネットワークも多い。このようなエンジェル投資家の増加の流れは加速すると思う”
(日本、VC)

“インドのスタートアップ・エコシステムそのものは、資金や人等一通りがそろってきており、成熟していく局面にきていると認識している”(インド、スタートアップ:Eコマース)

⁴⁵ 「シリアルアントレプレナー」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

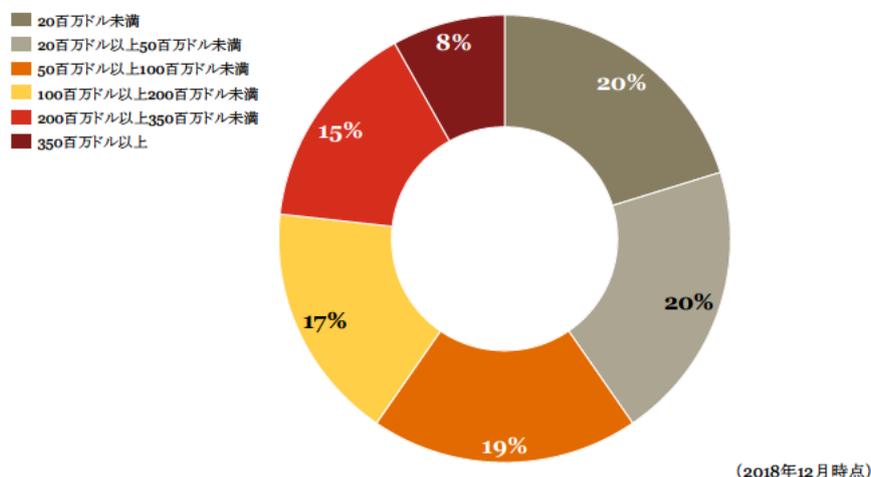
1-投資家

インドの調達環境としては、Early から Later Stage まで、エンジェル投資家や VC、PE⁴⁶等の投資家が揃っており、他国で見られるような“Round の壁”は存在せず、スタートアップは成長フェーズで切れ目なく幅広い資金調達オプションを検討できる状況にあるという。

“インドではスタートアップ・エコシステムが形成されつつあり、投資家も、地場のアクセラレーターや、海外投資家中心の Series A・B に加え、Series C・D 等の Later Stage でも投資家が揃っている”（日本、VC）

また、図表 3.17 の通り、ファンド総額別の VC 数比率からも、様々な規模のファンドを運営する投資家がバランスよく存在することがわかる。

<図表 3.17> インドにおける VC のファンド総額構成比率



出典: Small Industries Development Bank of India (インド小企業開発銀行) を基に PwC アドバイザリー作成⁴⁷

インドでは、一度の取引でユニコーン等へ数 10 億円から 100 億円を投資する SoftBank や中国の大手 IT 系企業 (Alibaba、Tencent) の存在感が大きく、数億円から数 10 億円を投資する Sequoia Capital や Accel Partners 等米国系ファンドが多く見られる等、外資系投資家が数多く存在するとの声もあった。また、昨今は、韓国企業も精力的にインド市場を強化しているとの声がヒアリングでも聞かれた。

“近年では中国や韓国企業の進出が目立つが、基本的には Seed や Early は手掛けず、(業界における) No.1 プレイヤーに対して Series D 等の Later Stage で 50 億円から 100 億円を投資し、確実にリターンを得るといった投資手法で存在感を示している”（日本、VC）

“中国企業からインドのスタートアップに対する投資に加えて、ここ 1 年間は韓国企業が非常に積極的に面談に訪れている”（インド、スタートアップ: フード関連）

⁴⁶ Private Equity ファンドの略。ここでは未公開株式に投資するファンドを指す。

⁴⁷ Small Industries Development Bank of India, 2019. 「Private Investing in India – Venture Capital Focus」

また、**Later Stage** を中心に投資する中国企業らと比べるとスケール感では見劣りするものの、**Early Stage** における投資家としては、インドの地場 VC である **Blume Ventures** や **Lightspeed India** 等が活躍しており、日系の VC も積極的に実績を重ねている状況である。

一方、東南アジア諸国で見られるように、新興国においては現地の有力財閥の存在感が強いことが多く、インドにおいても **Tata** や **Reliance** といった大手財閥がスタートアップの取り組みも推進しているとの声もある。ただし、東南アジア諸国と比べると、財閥企業の存在感に対しては様々な見方がされていた。

“東南アジア諸国のみならず、インドでも財閥の存在感は大きい。**Tata** をはじめとして、多くの財閥が **DX** 等のテーマでスタートアップ投資に積極的に取り組んでいる。東南アジアの他国とインドが少し異なることは、インドはスタートアップ・エコシステムがやや進展していることもあり、財閥系はプロフェッショナルのファンドマネージャーを雇う等、スタートアップ投資にあたってより成熟した取り組み方をしている点である”(意見交換会)

“インドでも財閥がスタートアップ投資をしているが、全体の中で圧倒的な存在感を持つほどではない。東南アジア、特にインドネシアやタイは財閥が強いことは把握しており、インドにも **Reliance** や **Tata** 等の財閥があり、スタートアップ投資をしているが、圧倒的な存在感を持っている訳ではない。東南アジアほどではない。それよりも米国系 VC が全 **Round** で仕切っているほうが、存在感は大きい”(日本、VC)

さらに、民間のみならず、インド中央政府による資金面からのスタートアップ支援策も見られ、2016年には約1,600億円規模のファンドオブファンズが確保された。当政府系ファンドは、インドの政府系金融機関である **Small Industries Development Bank of India** (インド小企業開発銀行) により運営され、インド国内で上場している投資ファンドへの資金拠出を行っている。ファンドで計画されている約1,000億ルピー(約1,500億円)の資金拠出は2025年までに完了することが想定されているが、2019年12月時点で約310億ルピー(470億円)を投資ファンドへ拠出、279を超えるスタートアップへ約270億ルピー(約420億円)を間接的に出資している状況である⁴⁸。なお、インドでは、**Series A** といった早期の段階でも、投資家を取り纏める投資銀行を起用するケースも多く、投資家とのネットワークが希薄な **Early Stage** でも資金を集める仕組みが整っている点は特徴的であると **Early Stage** の起業家からも指摘されている。

“インドでは、**Series A** の段階であっても、調達先を集めるために投資銀行(**Avendus**)を起用するケースも多く、その場合には調達金額の3-4%程度の報酬で起用している”(インド、スタートアップ:交通)

⁴⁸ SIDBI. 「Fund of Funds - Overview」(2020年3月10日閲覧) <https://www.sidbivcf.in/en/funds/overview>

図表 3.18 に示した有力なスタートアップに対する主要投資家を見ると、SoftBank⁴⁹以外の日本企業の存在感は希薄と言わざるを得ない。ユニコーンに対しては、米国系ファンドを中心に、中国の大手 IT 系企業及び SoftBank の存在感が大きい。

<図表 3.18> インドの有力スタートアップ(下記はすべてユニコーン)に対する主要投資家⁵⁰

企業名	事業領域	調達総額	主要投資家
Ola	ライドシェア	2,906	SoftBank, Accel Partners, Sequoia Capital
Snapdeal	Eコマース	1,576	SoftBank, Recruit, Blackrock, Alibaba Group
OYO	ホテル運営支援	1,550	SoftBank, Sequoia Capital India, Lightspeed India Partners
Swiggy	フードデリバリー	1,466	Accel India, Norwest Venture Partners, SAIF Partners,
One97 Communications	デジタル決済(Paytm)	890	Intel Capital, Sapphire Ventures, Alibaba Group
ReNew Power	独立系発電事業者	884	JERA, Goldman Sachs, Asian Development Bank
BigBasket	生鮮食品Eコマース	837	Bessemer Venture Partners, Alibaba Group, Helion Venture Partners
BYJU'S	オンライン教育サービス	784	Lightspeed India Partners, Sequoia Capital India, Tencent Holdings,
Zomato	グルメレビュー・フードデリバリー	658	Sequoia Capital, VY Capital
PolicyBazaar	個人用保険/価格比較	347	Softbank, Info Edge
Hike	メッセージアプリ	261	SoftBank, Tiger Global management, Tencent, Foxconn
Delhivery	ロジスティクス	257	SoftBank, Times Internet, Nexus Venture Partners
Udaan	B2Bマーケットプレイス	235	Lightspeed Venture Partners, Microsoft ScaleUp, DST Global
InMobi	モバイル広告	213	Softbank, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Sheralo Ventures
Rivigo	ロジスティクス	166	Warburg Pincus, Trifecta Capital Advisors, SAIF Partners India
Mu Sigma	データアナリティクス	180	General Atlantic, Sequoia Capital India
Lenskart.com	めがね小売	130	Softbank, Chiratae Ventures, PremjiInvest
Dream11	スポーツゲーム	100	Tencent Holdings, Kaalari Capital, Steadview Capital

(調達総額の単位は百万米ドル)

出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

こうした日本企業の存在感の薄さは、ユニコーンのみならず、Early Stage のスタートアップ経営者からもコメントされている。

“米国・中国だけでなく、韓国の投資家も沢山来ている。日本企業はあまり見ない印象が強い”

(インド、スタートアップ:フード関連)

“これまで6回にわたる取引を通じて、米国系 VC や自国 VC から総額 25 百万米ドルを調達してきた。調達先は知人からの紹介等。インドでは、一般的には IIT 等の卒業生のコミュニティ及びネットワークが活用されているようだ。なお、これまで日本企業からのコンタクトは一度もなかった”

(インド、スタートアップ:フード関連)

⁴⁹ 本報告書における「SoftBank」は関連企業 (SoftBank Telecom Corp, SoftBank China & India Holdings, SoftBank Capital, SoftBank Ventures Asia, SoftBank Vision Fund, SoftBank-Indosat Fund 等) を含む。

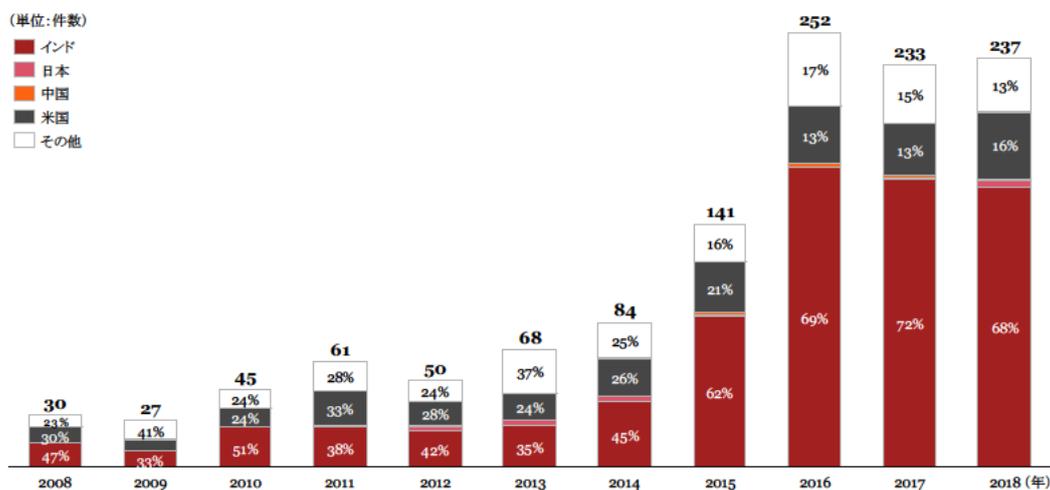
⁵⁰ 調達総額は 2009 年から 2018 年の累計。主要投資家の赤字は日本企業、緑字は米国企業、青地は中国企業、黒字はその他を指す。

2-Exit 環境

インドにおけるスタートアップにとっての Exit オプションは、投資家からも指摘されている通り、M&A がメインストリームであり、また、図表 3.19 の通り、2016 年以降は M&A の 7 割がインド国内における Deal で占められている。インド企業の買収件数は 2014 年より年平均成長率 27% で増加し、2016 年以降は毎年 200 件を超える案件が確認されている。

“インドにおけるスタートアップ・投資家の Exit 手法は IPO よりも M&A の方がメインストリームである”
(日本、VC)

<図表 3.19> インドにおけるスタートアップの買収件数の推移 - 買収実施企業の国籍別 -



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

ただし、将来的には、国内新興企業向けの取引所における国内上場による Exit も増加する可能性がある。2018 年に IPO 機会促進のためにスタートアップ向けの新興市場 BSE Startup が創設され、これまで Alphalogic Techsys(ソフトウェア)、Transpact Enterprises(医療機器)、Transway Technologies(ソフトウェア)、Valencia Nutrition(飲料)の 4 社が BSE Startup への上場を果たしている⁵¹。一方で、ユニコーンや Early Stage の起業家・経営者らの声を聴くに、厳しい利益基準等による制度面で使いづらさがあり、中期的な期待感を有するものの、インド国内の IPO を現実的な Exit の選択肢の一つとするにはもう暫し時間を要するようである。

“インドのスタートアップが、Series D、E、F と Round を伸ばしていくのは、現在の新興企業向けの取引所が、「数年連続で利益を出さなければいけない」等要件が厳しく、IPO のハードルが高いためである。ユニコーンクラスでも上場しにくい状況であり、そのため、インドの起業家は、IPO を目指すとしても、自国内ではなく米国等国外で行うことが志向される。実際、現在その準備をしている企業を数社見聞かしている”
(日本、VC)

⁵¹ BSE Startup. 「List of Scrips」(2020 年 3 月 12 日閲覧)
<https://www.startupsbse.com/Corporates/ScripsList.aspx?flag=startup>

“投資家は将来的に IPO での Exit も想定しているだろうが、現時点でインド国内の IPO を検討するのは時期尚早かと思ふ”(インド、スタートアップ:ファッション)

“当社は 2025 年頃を目途に IPO を目指したい考えもあり、インド国内(BSE)は上場先の選択肢の一つである。その頃の状況を鑑みて、国外市場に限定せず、オプションは持っておきたい”
(インド、スタートアップ:フード関連)

“現在は特定の市場を意識しているわけではないが、インドの株式市場の評価も少しずつ上がってきているので、当社が Exit する頃には現実的なオプションになると思ふ”(インド、スタートアップ:E コマース)

3-政府及び公的支援

Ministry of Commerce and Industry(インド商工業省)は、2016年にスタートアップ育成支援施策であるStartup Indiaを掲げ、図表3.20で示すような19の施策を通じてスタートアップ・エコシステムの形成支援を強化している⁵²。それ以前のインドでは、SME⁵³への財務支援やビジネス上の手続きの簡素化等多くのスタートアップ支援政策が個別に併存しており、支援施策を包括的にまとめるような枠組みは存在しなかった。同国の政府機関関係者からの話でも、Startup Indiaでは、特定の分野に注力しすぎることなく幅広いテーマや業界のスタートアップ支援を志向しているように見受けられ、特定業界向けの支援やファンドオブファンズ⁵⁴組成による資金的な支援は、担当省庁や中小企業向け開発金融機関等がそれぞれ推進している状態という。

“インドのスタートアップ・エコシステムは(政府支援がない状態でも)自律的な仕組みが出来上がっており、必要最小限の支援を広いテーマや業界向けに展開するスタンスを取っている”(インド、政府及び公的機関)

＜図表 3.20＞ Startup India の施策概要

各種手続きの簡素化	1	自己申告制度導入を通じたコンプライアンス関連報告の簡素化
	2	Startup India Hubの立ち上げ
	3	政府機関とスタートアップ間の情報交換を促進する、モバイルアプリ/ポータルサイトの導入
	4	特許審査手続きの簡素化と各種リーガルサポートの提供
	5	スタートアップに対する、公共入札への参加要件緩和
	6	会社清算手続きの簡素化
資金援助とインセンティブの供与	7	ファンド・オブ・ファンズの設立を通じた資金調達支援
	8	スタートアップへの信用保証制度の整備
	9	投資家へのキャピタルゲイン減税スキームの導入
	10	3年間にわたる法人税の免除
	11	公正価値を超える投資に対する減税スキームの導入
産学連携とイノベーションの促進	12	スタートアップ関連イベントの企画/開催
	13	Atal Innovation Missionの立ち上げ
	14	インキュベーター創出に向けた官民協業体制の整備
	15	31か所の国立イノベーションセンターの設立
	16	7か所のR&D拠点の設立
	17	BioTechnology分野のスタートアップ促進
	18	学生の研究・イノベーション活動への資金援助
	19	優れた活動を実施したインキュベーターへの表彰制度 / 資金援助

出典:Startup Indiaを基に、PwCアドバイザー作成

Startup Indiaでは、「各種手続きの簡素化」、「資金援助とインセンティブの供与」、「産学連携とイノベーションの促進」をアクションプランにおける3つの柱として掲げている。「各種手続きの簡素化」の一環としては図表3.20の通り支援窓口の一元化や会社清算手続きの簡素化等の取り組みが挙げられている。スタートアップにとって必要な規制当局への登録プロセスの遅延や登録プロセスが不明瞭であること等によって、スタートアップの設立や運営

⁵² Ministry of Commerce and Industry(インド商工省), 2016. 「Startup India: Action Plan」

⁵³ 「SME」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁵⁴ 「ファンドオブファンズ」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

に支障が生じていることから、政府はスタートアップの適切な政府機関への登録、登録プロセスの追跡等を可能にするモバイルアプリの導入を施策の一つとしている。「資金援助とインセンティブの供与」に関しては、インド国内で資金調達に困難を感じるスタートアップが多い状況を踏まえて、ファンドオブファンズによる資金調達支援や信用保証制度の整備、減税等の施策が打ち出されている。スタートアップに対する減税政策は、2016年以降に設立された株式会社やパートナーシップのうち、政府に認定されたものは設立後10年間、連続する3年間において法人税を免除されるというスキームである。また、Startup Indiaの支援プログラムはスタートアップや投資家への直接的な支援にとどまらず、「産学連携とイノベーションの促進」のもと行われる施策には、アクセラレーターやインキュベーター⁵⁵の活動支援、公営施設や研究機関の拡充等も含まれ、スタートアップ・エコシステムを構成するプレイヤーに広く支援を実施している。アクセラレーターやインキュベーターを支援する仕組みとしては、インキュベーター創出のための官民協業枠組み(PPP)の整備や優れたインキュベーターへの表彰・助成金制度等がある。さらに、スタートアップ支援や研究開発を促進する国立イノベーションセンターの設立や、起業人材を輩出するIIT(インド工科大学)やIIM(インド経営大学院)といった高等教育機関での研究拠点の新規設立等も含まれている。さらに、NASSCOMによる10,000 Startups Program等、業界団体によるネットワーキングやメンタリングサービス、ピッチイベント等の取り組みも活発である。インド中央政府のイニシアチブの下でStartup Indiaが積極展開され始めたが、スタートアップの起業家らが事業の場において実利を実感するまでには、もう一步の状態にあるとの声が大半を占めていた。

“Startup Indiaのイニシアチブは2016年に開始したばかりであり、スタートアップの観点からは著しい効果が表れているとは言い難い”(インド、政府及び公的機関)

“政府はサポート体制を構築しつつあるものの、まだ効果的な支援を期待できる状況ではない。政府の定義するスタートアップは、定義が狭すぎるように思える(創業5年以内等)。支援がほしい時には、既に創業から5年以上経過してしまっているケースが大半であるように感じる”(インド、スタートアップ:ファッション)

”スタートアップ向けの政府支援で、特に当社はメリットを感じていないがその他の国内物流の諸手続きの簡素化等は助かっている”(インド、スタートアップ:物流関連)

“政府支援はまだまだ欠如している状態。政府は様々な支援を打ち出しているものの、未だに各種手続きの煩雑さは変わらず、また各省庁縦割りで別々の施策を単独でやっている状況も見受けられる”(インド、スタートアップ:フード関連)

“モビリティ領域等、古い規制の改正等に関して政府の協力はほとんどないので、企業側でうまく対応していくしかない”(インド、スタートアップ:自動車関連)

⁵⁵ 「アクセラレーター」「インキュベーター」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

ただし、スタートアップが所在する州政府の独自の支援策や、ピッチコンテスト⁵⁶等の効果は、起業家らの実感として出始めているとの声も聞こえてきており、中央政府・州政府の施策の進展については、今後期待されるところである。

“カルナタカ州(バンガロールが所在する州)が主導する”Elevate”(スタートアップ支援策)主催のピッチコンテストで良い結果を残すと、助成金も支給される制度も始まった“(インド、スタートアップ:フード関連)

“雇用拡大がインドのミッションとなっているため、中央政府の取り組みとしてはスタートアップ支援よりも、製造業強化(Make in India)が目立つ。スタートアップ支援に関しては、中央政府よりも、州政府による支援が盛り上がっている印象がある”(日本、政府及び公的機関)

⁵⁶ スタートアップが集い、事前に準備した資料(ピッチ)をもとに、短時間で自社の技術やサービスを紹介する催し。投資家に自社の将来性を売り込み、資金を獲得することを目的とする場合が多い。

(4) 今後の見通し

前述した通り、インドのスタートアップ・エコシステムは自律的な拡張サイクルに入っていると見受けられるが、質の高い人材の豊富な供給力は、同国スタートアップの重要な競争力の源泉になっている。自国内で育成された優秀なIT・経営人材らがスタートアップに参加する流れが尽きず、これにより新たなスタートアップの創出や拡大が継続し、更には、その中から成功した元起業家らが次のスタートアップを支援する側に回る等、スタートアップ・エコシステムは循環的な拡張を続けていくことが期待される。

スタートアップの事業機会の観点では、Tier2⁵⁷以下と呼ばれるような、未だ満たされない国内の地方都市における潜在的な需要が旺盛であり、B2C領域のスタートアップには大きな成長余地が残されているものと期待される。また、B2B領域でも、企業向けSaaSを始めとした自国内展開に加え、外国市場進出を狙うスタートアップも多く出てきており、これらの流れは当面、続くような印象が強い。

なお、現地のスタートアップ起業家からは、インドのスタートアップはこれまで、新ビジネス創出と競争激化、それに続く業界の寡占化・集約化、さらには安定化しつつある市場への破壊的なサービスの創出といったサイクルを辿っており、今後も繰り返されるのではないかと、この見方もある。現在は、新産業の創出段階にあるとされるが、今後は再び、市場の寡占化の段階に突入し、次なる新ビジネス創出のサイクルが続いていくのでは、という興味深い意見も聞くことができた。

“インドのスタートアップ・エコシステムは、2005年から2011年頃のEコマースを始めとする新ビジネスの台頭と競争から始まり、2016年には、FlipkartやSnapdealの例のごとく業界の寡占化、集約化が進展、その後、足元の2020年はFinTech等新産業の創出や破壊的なカテゴリーが台頭する状況にある。今後は、現在台頭しつつある新産業が寡占化して、また新たな領域が出てくるといったサイクルが続いて行くのではないだろうか”（インド、スタートアップ：物流関連）

インドのスタートアップ・エコシステムは、これまで投資環境の過熱化と沈静化のサイクルを経験してきており、米国系投資家の投資スタイルに影響を受けやすい構造にあることは、前述した通りである。インドのスタートアップに米国系投資家は深く入り込んでおり、この構造は今後も継続していく可能性が高い。米国・インドそれぞれで、スタートアップへ豊富な資金が流入する状況が持続すればよいが、景気変動や急激な投資拡大の反動による投資家心理の後退等、スタートアップの資金調達環境が悪化するリスクについては、注視しておく必要があると思われる。

⁵⁷ JETRO, 2016. 「BOP/ボリュームゾーン・ビジネス 実態調査レポート インド～市場・商品調査：基礎データ～」

インドの都市は分類上、Tier1(人口400万人以上の都市)、Tier2(人口100万人以上～400万人未満)、Tier3,4(人口50万～100万人未満)と分けられる。

コラム：インドの日常に浸透するスタートアップ

本調査では、インドのスタートアップや政府支援機関へのヒアリングを目的に、スタートアップが集積するデリー及びバンガロールで現地調査を行った。バンガロールはインドのシリコンバレーと呼ばれるように、市内の随所でスタートアップの活況を感じることができ、また、日常生活のシーンに、スタートアップによる新たなサービスがいかにか浸透しているかが確認できた。バンガロールのビジネス街にあるフードコートへ行くと、決済手段は **Paytm** を始めとしてキャッシュレス決済のみであること等、現金が使えない場所が多く見られる。市内の移動には、ライドシェア⁵⁸の **Uber** が便利であるほか、**Ola** も選択肢に挙げられる。これらのサービスは乗用車のみならず、オートリキシャと呼ばれる三輪車も利用可能であるところは、インドらしいところである。市内を移動していると、至るところでホテルチェーンである **OYO** の看板が見られ、業界の破壊的なプレイヤーの存在を実感する。また、フードデリバリーの領域で **Zomato** や **Swiggy** がしのぎを削っている状況があるが、自宅や職場等へのデリバリーのみならず、ベンガルール空港を降り立った手荷物引き取り場所で、その場でフードを注文して所定場所でピックアップできるといった新たなサービスも展開されていた。なお、直近の動きとしては、**Amazon** がフードデリバリー事業参入を検討中と報じられており、この領域では活発な競争環境は続くようであるが、一方で、**Zomato** が **Uber Eats** のインド事業を買収したりと優勝劣敗が決しつつある状況もみられる。

バンガロールの市民は、ここ数年で一気に立ち上がったサービスを使いこなしており、日常生活に浸透して生活のインフラの一部となりつつある姿が窺えた。このようなバンガロール市内は、多くのスタートアップや起業家、投資家、政府機関や **IIT** (インド工科大学) 等勢いあるスタートアップ・エコシステムのプレイヤーが集積しており、ホテルのラウンジやカフェ等、至るところで熱く議論を交わしている姿を目にした。インドのスタートアップの中心地ともいべき最前線は、興奮すら感じるような活況を呈しており、同国スタートアップの熱を肌で実感したものであった。

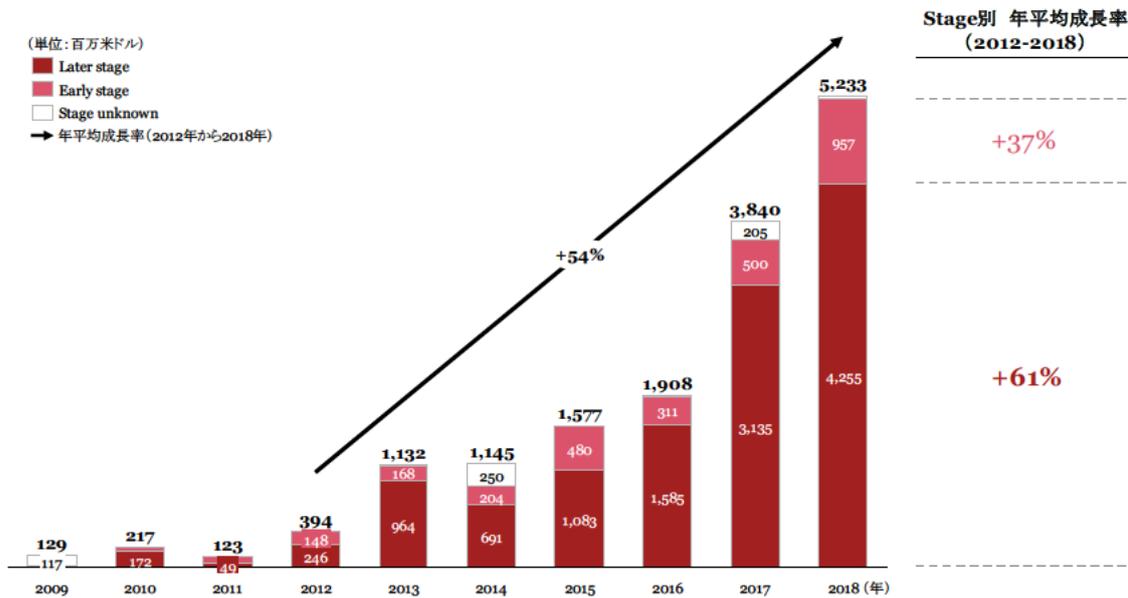
⁵⁸ 相乗りの需要のある乗用車の所有者・ドライバーと利用者をマッチングさせるサービスの総称。

3.3. シンガポールの概況

(1) スタートアップ投資の市場規模⁵⁹

シンガポールでは、図表 3.21 の通り、スタートアップの調達総額が 2012 年頃から顕著に増加している。調達総額の年平均成長率は 2012 年から 2018 年にかけて Early Stage が 37%、Later Stage が 61%となっており、いずれの Stage でも調達総額が急伸している様子が窺える。Grab と Trax のユニコーン 2 社における調達総額を確認すると、2018 年の Later Stage 約 43 億米ドルの内、約 28 億米ドルを前述 2 社が占めている。そのため、シンガポールにおける調達総額の急伸は一部ユニコーンによって牽引された現象である様子が窺える。

<図表 3.21> シンガポールにおける Stage 別調達総額の推移



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

シンガポールにおける調達総額増加の背景には、シンガポール政府がスタートアップの振興を国家戦略として位置付け、主体的に様々な取り組み(後述)を展開した影響も大きいと思われる。

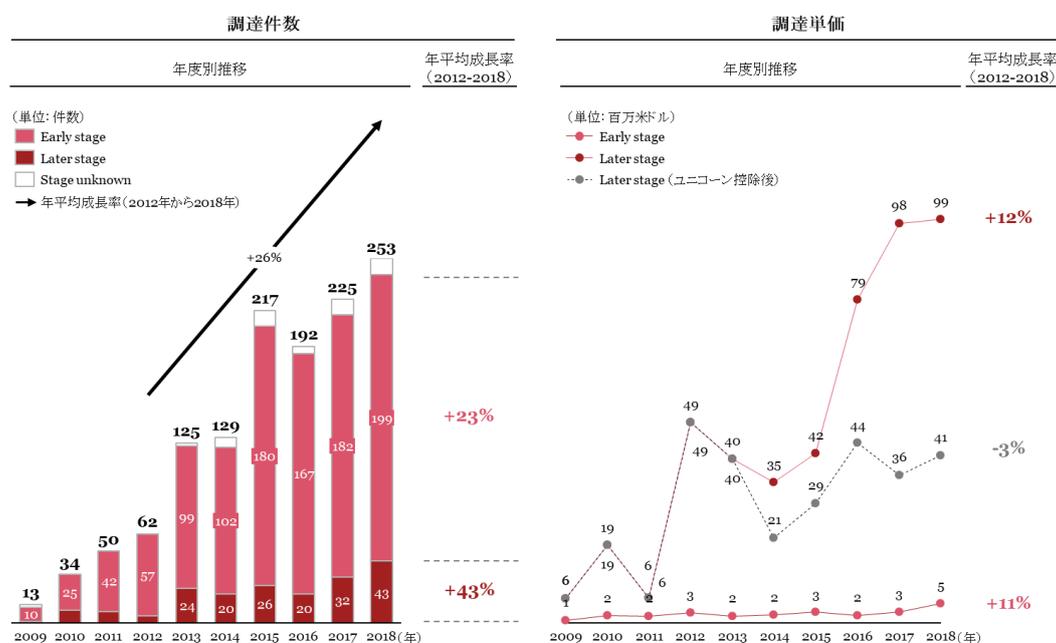
“近年、Temasek、Vertex とともに Later Stage への投資を目的とするファンドを組成する等、シンガポール政府主導のファンドによる投資が増え始めており、インド等には劣るものの、Later Stage でも投資を受けるための土壌ができ始めている“ (シンガポール、VC)

⁵⁹ 各国のスタートアップ投資の調達金額は、CrunchBase を活用し、創業 15 年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認し(2019 年 12 月閲覧)、集計の上本文中に記載した(期間は 1 月から 12 月を対象として、各年を集計)。本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出している。なお、調達取引には、スタートアップに対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が発行する株式の過半数以上の取得)は含まない。なお、年平均成長率は「(X 年の資金調達総額/Y 年の資金調達総額)^{1/(経過年数-1)}」の計算式にて算出した。

"シンガポールはこれまでに250億シンガポールドル(約2兆円)の予算を研究開発に投資しており、現在技術の商用化を図っている。DeepTechの開発期間は長く、事業計画の達成状況等で業績を測ることができないため、伝統的な投資家にとっては投資不可能な領域である。政府の支援はこうした民間投資家が投資をできない領域のギャップを埋めることを意図している。現在AIの活用はHealthTech等の分野で進んでいるが、今後は量子計算分野で技術の商用化が進むと考えている"(シンガポール、政府及び公的機関)

図表 3.22 をみると、調達件数は Early Stage が 2012 年の 57 件から 2018 年の 199 件に増加(年平均成長率 23%)し、Later Stage は 5 件から 43 件に増加(年平均成長率 43%)している。一方、調達単価は、Early Stage が約 3 百万米ドルから約 5 百万米ドルと年平均成長率 11%のペースで増加し、Later Stage も約 49 百万米ドルから約 99 百万米ドルと年平均成長率 12%のペースで堅調に伸びているが、ユニコーンを控除後の Later Stage における調達単価(2018年)は約 41 百万米ドルに留まっている。そのため、前述の調達総額の急伸は、ユニコーンによる引き上げ効果が大きいものと想定される。

<図表 3.22> シンガポールにおける調達件数及び調達単価の推移



出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

なお、IPO や買収によりユニコーンは減少しており⁶⁰、CB Insights の調査⁶¹によると、2019 年時点で同国のユニコーン数は Grab と Trax の 2 社となっている。

⁶⁰ 2017 年に米国で上場を果たした Sea や、同年 Alibaba Group に買収された Lazada を指す。

⁶¹ CB Insights. 「The Global Unicorn Club」(2020 年 3 月 10 日閲覧)

<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

(2) スタートアップの特徴

1-成長ステージ及び事業領域

現状、シンガポールでは **B2C** 領域がスタートアップの主流であると想定されるが、近年のシンガポール政府の戦略として知的財産や研究開発技術の活用に繋がる **DeepTech** 領域を振興している。そのため、**DeepTech** を活用した **FinTech**、**HealthTech**、サイバーセキュリティ分野でのスタートアップが出現し始めているが、特に **FinTech** は、以前よりシンガポール政府、民間共に積極的に推進してきた背景もあり、ペイメントソリューションやソーシャルレンディング等多様なサービスが生まれている模様である。

“現状、国内スタートアップの大多数は、**E コマース**や **FinTech** 等の **B2C** 領域である。それは、簡単に立ち上げやすいからであり、規制省庁も **FinTech** を促進してきた。ただし、簡単な技術はコピーが可能なため競争優位性が低いことから、シンガポール政府は **DeepTech** の商用化に注力し始めたところ。**DeepTech** は民間企業はリスクであり、政府支援が必要と考えている。商用化に向け、ここ **1-2** 年で民間企業での **DeepTech** 活用促進策も出始めている” (シンガポール、政府及び公的機関)

“これまでシンガポールでは **E コマース**等のいわゆる”プラットフォームビジネス”が主流であったが **E コマース** を発展させるために、データアナリティクス等の技術が進化した。その結果、データアナリティクス技術の延長線にある **AI** やサイバーセキュリティ等を扱うスタートアップが立ち上がり始めている” (シンガポール、政府及び公的機関)

“民間セクターも公共セクターも、産業促進として **DeepTech** を商用化したサイバーセキュリティ分野を推進している。それは、サイバーセキュリティは世界に輸出しやすい産業との認識であり、力を入れている。その他の **DeepTech** の商用化分野はヘルスケア、フード等がある” (シンガポール、政府及び公的機関)

“シンガポールにおいては、政府がスマートシティーや **DeepTech** といった領域への支援を進めている。**P2P** 電力取引プラットフォームや、アニメクリエイターのデジタル作品のプラットフォームにブロックチェーン技術を応用している企業等、最先端技術を有するスタートアップが台頭しつつあり、業種は多様化している” (日本、VC)

“シンガポールは **B2B** 系、**DeepTech** 系、主要都市にフォーカス系 (シンガポール他、海外でもジャカルタ・香港等主要都市にフォーカス) のビジネスが多い印象” (日本、VC)

図表 3.23 は、シンガポールにおける調達総額(2014年から2018年の累計)の上位企業である。AI等 DeepTech 領域のスタートアップも確認できるが、E コマース等の B2C サービスが多くを占めている。前述のとおり、政府は DeepTech 領域でのスタートアップ振興を図っているが、主流である B2C サービスには未だ成長余地があるとの声もあった。

<図表 3.23> シンガポールにおける調達総額上位のスタートアップ(2014年から2018年の累計)

企業名	業種	調達総額(百万米ドル)
① Grab	Ride Sharing	6,080
② Lazada Group	Eコマース	749
③ Sea	Eコマース / FinTech	720
④ Trax	Analytics / Image Recognition	279
⑤ PropertyGuru Group	Online Real Estate	274
⑥ BIGO Technology	AI	272
⑦ ONE Championship	Media / Entertainment	266
⑧ 701Search	Eコマース	245
⑨ GreyOrange	Robotics	170
⑩ MyRepublic	Telecom	156

出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

“AIをはじめとした DeepTech スタートアップは次々誕生しているが、まだまだE コマース等の個人向けのサービスの成長余地が大きいように感じる” (シンガポール、VC)

なお、シンガポールにおけるスタートアップの特徴として、ASEAN 諸国へのエリア展開を挙げる声もあった。

“当社の投資対象候補は、大きな市場獲得による事業確立を狙った企業といえる。シンガポールのスタートアップはASEAN 諸国に進出していることが多く、投資対象となりやすい” (日本、IT・通信)

“東南アジア全域への展開を目指すスタートアップは、拠点をシンガポールに置く場合が多い。Grab はマレーシア発の会社だが、シンガポールに本社を移した。Lazada の本社は元々シンガポールにあるが、実際の売上はインドネシア等他東南アジア地域が多く、東南アジア全域に展開している印象が強い。そのため、Grab も Lazada も「シンガポールの会社」というよりも、「東南アジアの会社」というイメージがある”(日本、VC)

2-人材

シンガポールにはグローバルな IT 企業の拠点多く設けられてきた経緯があり、その影響で人材が集まりやすく育ちやすい環境にある、と指摘する声があった。

“シンガポールは市場も人口も小さいが、Google や Facebook 等のグローバルな IT 企業のアジア拠点（ヘッドクォーター）があり、その影響でデータサイエンティスト等の IT 系人材も多い。その結果、シンガポールは東南アジアにおける一大人材拠点になっている”（シンガポール、政府及び公的機関）

近年、シンガポール国立大学をはじめとした国内の大学は、インキュベーションやメンター制度等の教育プログラムを設けており、起業を奨励する運営がなされている。シンガポール政府による人材育成の中で代表的なものとして Block71（コラム参照）が挙げられるが、これは創業期のスタートアップに対してオフィスと開発スペースを提供し、資金調達や人材獲得のためのマッチング等包括的に人材育成を行う施策である。本支援を通じて事業化に成功したスタートアップも誕生しており（C2C 向け E コマースの Carousell 等）、現地での視察を通じて今も多くの起業家があとに続くべく切磋琢磨している様子を垣間見ることができた。

政府は教育に関して長期的な目線で目標を設定しつつ、プログラム内容を 5 年ごとに改定することで、最先端の人材に求められる技能の習得機会を提供している。

“政府が人材に関する施策を多く打ち出している理由は、小国のシンガポールでは人が重要な資源であるため。シンガポール国立大学等の難関大学では、デジタル技術の習得に力を入れている。シンガポールは資源がないので、新しいテクノロジーを開発するために、人材教育に力を入れ、技術を資源化するために知的財産権の保全に力を入れている”（シンガポール、政府及び公的機関）

また、シンガポール政府は、国籍を問わず高い能力を持つ人材の勧誘に積極的な姿勢を示しており、起業家ビザ（Entrepass）⁶²を設ける等施策を実施している。ヒアリングからは、シンガポール政府の手厚い人材勧誘施策を垣間見ることができた。

“国内人材はシンガポール国立大学等の教育機関で手厚く育成しているが、シンガポール政府は海外からの人材勧誘にも前向きに取り組んでいる。人材の勧誘に向けて、病院の充実・治安の向上等細かいケアをしている。シンガポールは多国籍な人種が居住しているため、人材が集まりやすく、その利点を活かすべく、政府も細かなフォローをしている”（日本、商社）

“シンガポールは自国民が第一という原則があるものの、良い人材は適正な条件で受け入れるべく、適切なビザが用意されている”（シンガポール、VC）

“シンガポールは法律、規制、政治、IT の基盤が整っているので、海外からも人材が来やすい状況にあり、それは東南アジア他国と異なる強みとなっている”（シンガポール、政府及び公的機関）

⁶²シンガポール労働省、「Eligibility for Entrepass」（2020 年 3 月 10 日閲覧）
<https://www.mom.gov.sg/passes-and-permits/entrepass/eligibility>

このように人材の育成や勧誘に国家を挙げて対応した結果、国内人材の質は向上を続けており、東南アジアでは他の追従を許さないほどに人材が揃いつつある状況と想定される。ヒアリングを通じて感じた今後の課題は、米国や中国、イスラエル等のグローバルなスタートアップ拠点にも負けない程に人材の質や厚みを高めていくことと推察される。

“シンガポールのデータアナリストをはじめとした技術人材の質はその他東南アジア諸国に比べると抜きん出ているといえるが、人材の層の厚さと質の面ではやはり中国が一番。シンガポールの大学出身の人材も優秀であるものの、グローバルで見た場合には若干質の面で劣る”(シンガポール、VC)

“DeepTech の技術力に関しては、まだイスラエルより低いと思う”(シンガポール、政府及び公的機関)

“イノベーションに関しては、イスラエルや、AI 構築に必要なデータの収集が容易な中国のスタートアップが技術的に先んじている印象が強い。そのような先進的なスタートアップも東南アジア市場に進出するために、シンガポールに拠点を設けている”(日本、商社)

3-経営課題

シンガポールの市場規模は大きくはないため、スタートアップが成長を続けるためには東南アジアやグローバル市場へ事業展開を図る必要がある。ただし、近年のシンガポールの起業家について、その「内向き」志向を指摘する声もある。前述の手厚い政府支援を背景としてスタートアップが立ち上がった後、さらなる拡大を続けるためには、より規模の大きな他国市場へ展開を図る必要があるが、「内向き」志向のスタートアップにとっては他国展開は非常に大きなチャレンジ(経営課題)になると思われる。

“シンガポールは環境整備が行き届いており、シンガポール人にとって居心地が良すぎるのがスタートアップの育成における課題となっていると感じる。実際に最近のインキュベーションプログラム参加者はシンガポール内でNo.1になろうとする傾向がみられ、小粒な発想に留まることが散見される。政府としても危機感をもっているため、起業家にグローバル市場を体感し、競争意識をつけてもらうための留学プログラム等を推進している”(シンガポール、政府及び公的機関)

また、ここまで見てきた通り、シンガポール政府はスタートアップ人材の育成及び勧誘に国ぐるみで取り組んでいる。そのような施策は結果が出るまでに年数を要するものと想定されるため、人材が出揃うまでは、スタートアップも、政府も長期的な目線で我慢をする必要があるだろう。特に、政府が力を入れている DeepTech 分野では、先行する競争相手(中国やイスラエル等のスタートアップ)の技術力を評価する識者の声も多かった。今後競争相手に打ち勝つ程にシンガポールのスタートアップが技術力を高めていくことは、グローバルな競争に勝ち残っていくためには必要な過程であり、国内企業にとっては大きなチャレンジ(経営課題)であると言える。

(3) スタートアップ・エコシステムの状況

1-投資家

シンガポールは Sequoia Capital 等の米国系 VC が早くから進出していたが、近年はシンガポールに拠点を置くグローバルな IT 企業や中国系 VC も投資を活発化させており、自国内には多様な投資家が揃いつつある状況と推察される。また、それぞれの投資家は、シンガポール国内のスタートアップに投資をするのみならず、シンガポールを拠点に東南アジア各国で投資活動を行っているようである。

“東南アジア地域の投資に関して言えば、シンガポールを拠点として各国へ食い込んでいくことが十分可能である。現に、多くの投資家がシンガポールを拠点に投資活動を行い、各国のスタートアップもシンガポールに拠点を置く投資家から資金を調達している”(日本、金融)

“Google は 3 年程前にアジアにおける拠点を構え、その際シンガポールのスタートアップを買収した。その他の大手 IT 企業も軒並みシンガポールに拠点を構えており、同時にアクセラレーター等の投資活動も展開している”(日本、VC)

“近年のシンガポールでは、中国系投資家の活躍が目立つ。その理由は、3 つあると考えている。1 つ目は、中国の E コマースは飽和しているため、次の商売の芽を探しているから。2 つ目は、企業文化。中国の投資家は何事もスピーディー。3 つ目は、言語。シンガポール人も中国語を話せるため、信頼関係を築きやすい”(シンガポール、政府及び公的機関)

多様な投資家が揃いつつある中、スタートアップにとってもシンガポールは魅力的な調達環境となりつつあり、調達戦略の一環として拠点を移すスタートアップも存在するようである。

“Grab がマレーシアからシンガポールに拠点を移した背景は、人材獲得のしやすさやスタートアップに好ましい規制(の緩さ)もあるが、一番は投資家に対するアピールだと思う。各国に展開する多様な投資家が存在するシンガポールに拠点を置くと、彼らに対するアピールがしやすく、結果、調達もやりやすくなる”(シンガポール、VC)

投資家の種類は上記のとおりであるが、Round 別には同国の投資家は Early Stage が大半であり、Later Stage の投資家層は薄いと指摘がある。そのため、目下、Temasek Holdings 傘下の政府系投資ファンドである Vertex Holdings 等が、Later Stage における調達環境強化の動きを進めている状況と推察される。ここでもシンガポール政府が積極的にスタートアップ・エコシステムの課題解決に向けた取り組みを展開している様子が窺える。

“Series C 以降で投資が可能な投資家は数が少ない。成長投資目的の、Tiger Global や Pavilion Capital⁶³のようなファンドが存在するものの、そこまで Later Stage の投資は行っていない。日本と同様、Series C はまだまだ手薄である”(日本、VC)

⁶³ シンガポールの政府機関である Temasek 傘下の投資ファンド。

“Sequoia Capital、Tiger Global 等の外資系大手 VC が Early Stage で投資を行い、他プレイヤーを排除してその後の Round まで囲い込みを行う。そのため、Series C 以降が欠けているように思われる”
(シンガポール、VC)

“シンガポールでも他国同様に Series C の壁が存在する。そのため機会を感じ、フォローの意味も込めて、Temasek Holdings 及び Vertex Holdings においても Series C 以降のスタートアップに投資を行うファンドを立ち上げたようだ” (シンガポール、VC)

なお、図表 3.24 における投資家の顔ぶれをみると、日本企業は SoftBank やトヨタ等が存在するが、その数は決して多いとは言えない状況にある。また、日本企業に対するシンガポールのスタートアップの期待感の低下を指摘する声も聞かれた。

“2015 年、2016 年頃にはシンガポールのスタートアップから、日本企業の紹介や交渉サポートの依頼が多かった。ただし、最近では意思決定の遅さ等を背景として、日本企業は諦められている筋が窺える”(日本、VC)

<図表 3.24> シンガポールの有力スタートアップ 10 社に対する主要投資家⁶⁴

企業名	事業領域	調達総額	主要投資家
Grab※	ライドシェア	6,780	SoftBank, Tokyo Century, Yamaha, Toyota, Microsoft, Tiger Global Management, Booking Holdings, Didi Chuxing, Hyundai
Lazada Group	EC	4,210	Alibaba Group, Tesco, Tengelmann Ventures, Temasek Holdings,
Sea	ゲーム	1,297	General Atlantic, Ontario Teachers' Pension Plan, Khazanah Nasional
Trax※	小売店向けの画像認識	287	Warburg Pincus, Boyu Capital, Investec, Broad Peak Investment
BIGO Technology	ビデオ共有プラットフォーム	272	Ping An Overseas Holdings, YY.com
ONE Championship	スポーツ	266	Sequoia Capital India, Sequoia Capital, Mission Holdings
TauRX Pharmaceuticals	ライフサイエンス、製薬	258	Dundee Corporation, Genting management
ZALORA Group	オンラインファッション小売	238	Telenor
Heptagon Advanced Micro Optics	マイクロオプティクス	214	Access Industries, J.P. Morgan Asset Management, Rocket Internet, Tengelmann Ventures
GreyOrange	倉庫ロボット	170	GGV Capital, Matrix Partners, NGP Capital, Vertex Ventures, Vertex Ventures Israel, AAC Capital Partners, Jolt Capital

(調達総額の単位は百万米ドル)

出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザー作成

⁶⁴ 調達総額は 2009 年から 2018 年の累計。主要投資家の赤字は日本企業、緑字は米国企業、青地は中国企業、黒字はその他を指す。※はユニコーンを指す。

2-Exit 環境

これまで述べてきた通り、シンガポールは政府主導でスタートアップ・エコシステムの整備を続けており、対外的な評価も高い状況にある⁶⁵。このような中、残るスタートアップ・エコシステム課題は「Exit 環境の整備である」との声が聞かれた。

“シンガポールでは政府は2010年くらいからスタートアップのエコシステム整備に動き出しており、エンジェル税制を入れたり、インキュベーターやSeedファンドを支援したり、政府自身もグロースファンドを持ったりと、様々な手当てを続けている。シンガポールはスタートアップをEarly Stageから支援しているが、最後に残ったピースは”出口”。そのため、シンガポール証券取引所を何とかしようと政府は考えていると思う”
(日本、VC)

実際に、シンガポール証券取引所(SGX)におけるスタートアップのIPOは多くない。新規上場社数を見ると、2011年は22社、2018年は17件に留まっており、過去8年間での新規上場社数は平均22件程度で大きく変化しておらず、IPO銘柄をみると2018年の代表的な新規上場企業は、整形外科運営のAsia Healthcare Specialists、フードコート運営を行うKoufu Group、アウトレット運営を行うSasseur REIT等、スタートアップ以外の企業が目立つ。その背景には、シンガポール証券取引所では、創業者の権利を保護しやすい種類株の発行を認めていなかったことが一因と考えられる(2018年にルールを改定)が、このような国内の状況を受け、一部スタートアップでは米国をはじめとした国外でのIPOを目指しているようである。代表的なユニコーンであったSeaは、2017年にニューヨーク証券取引所(NASDAQ)でのIPOを果たしている。

“シンガポール証券取引所は上場銘柄の業種がITとあまり関連性がないことからスタートアップ向きとはいえず、そこでの上場は目標とはなりづらい”(シンガポール、VC)

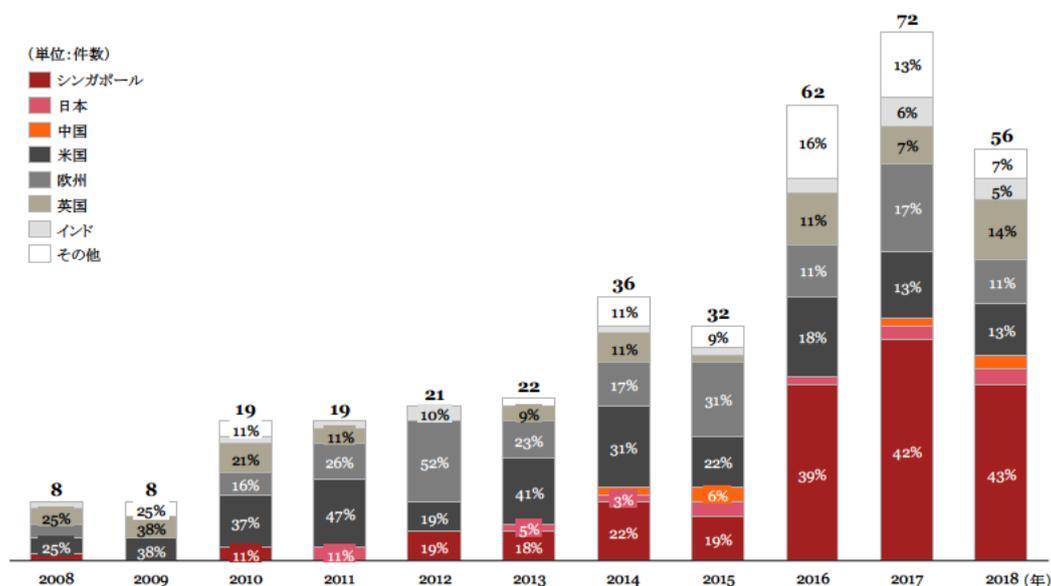
ただし、国外でのIPOは手続等労力の面で多大な負荷がかかることもあり、スタートアップやVCにとってはM&AがExitの現実的なオプションになっている模様である。

“Early Stageで高い企業価値が付いている状況においては、投資リターンの面でも、手続きの簡単さからみてもM&Aの方が効率的であり、無理に労力を割いてシンガポールでIPOを狙う必要はない”
(シンガポール、VC)

⁶⁵ シンガポールにおけるスタートアップ・エコシステムの評価は、「(3) 調査対象国全体のスタートアップ・エコシステムの概況」図表3.10「スタートアップ・エコシステムの都市別ランキング」を参照。

なお、図表 3.25 をみると、シンガポールでは国内企業による買収件数が増加している様子が窺える。なお、「(2) スタートアップの特徴」「2-人材」でも触れた通り、シンガポールに拠点を置くグローバルな IT 企業も買い手としては存在するようである⁶⁶。

<図表 3.25> シンガポールにおけるスタートアップの買収件数の推移 - 買収実施企業の国籍別 -⁶⁷



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

⁶⁶ 「(3) スタートアップ・エコシステムの状況 1-投資家」に記載のコメントを再掲する。

“Google は 3 年程前にアジアにおける拠点を構え、その際シンガポールのスタートアップを買収した。その他の大手 IT 企業も軒並みシンガポールに拠点を構えており、同時にアクセラレータ等の投資活動も展開している”(日本、VC)

⁶⁷ 欧州企業による M&A の内訳としては、フランス、ドイツ、スイス、スウェーデン、オランダ、デンマーク、オーストリア、ノルウェー、イタリア、アイルランド、ギリシャ、ルクセンブルグの企業による取引がシンガポールでは確認された。

3-政府及び公的支援

これまで各節で見てきた通り、シンガポール政府は様々なスタートアップ支援策を展開している。その目的としては、自国内での起業や国外スタートアップの誘致促進を通じて企業数を増やし、税収の増加に繋げようとする意図を指摘する声がある。以降は、そのようなシンガポール政府による支援策の取り組み方の全体像を改めて整理する。

“シンガポール政府は自国の小規模な市場(人口 500 万人)に閉じず、自国を起点として東南アジア・インドに攻めるスタートアップの拠点となるべく、政府支援を強化してきた。その目的は、自国で起業が増加することで将来的な税収の増加を期待してのことと想定される。そのため、Regulatory Sandbox^{68 69}のような規制緩和を実施し、シンガポールから東南アジア及びインドへプロダクトやサービスを輸出しやすいようスタートアップへのサポートも続けてきた。なお、近年は、特にAI、サイバーセキュリティ、バイオテクノロジー、ロボティクス等の分野に焦点を当て政府支援を実施しているようである”(日本、VC)

“シンガポール政府は国立研究所発のスタートアップ各社に1,500 億円もの資金を投入してきた。その目的は、国家として先端技術を育成するという視点も勿論あるが、資金提供を通じて有望なスタートアップの株主になれるという点も大きい。技術系スタートアップの事業が拡大すれば、それに伴う莫大なパテントフィーの発生も予想され、結果政府も株主として相応の配当を享受することができる”(日本、VC)

シンガポールにおけるスタートアップ・エコシステム育成の取り組みを振り返ると、2009 年から 2016 年にかけては資金支援に焦点を当てた Technology Innovation Scheme (TIS) が展開されてきた⁷⁰。この TIS によりスタートアップや VC の活性化が図られたと評価する声がある。現在 TIS の支援内容は Startup SG Equity (後述) に引き継がれているが、そのタイミングで施策の焦点が資金支援から、人材育成に変化したとの声がある。

“TIS の一環として、2010 年に政府は VC 支援向けに総額 10 から 20 百万シンガポールドルの資金を準備し、支援策を展開した。具体的には、その資金を使い、政府は VC の出資額 1 シンガポールドルあたり 7 シンガポールドルを拠出した。拠出にあたり政府は投資リターンを目標を設定せず、VC には返済の義務もなく、加えて VC は政府持分を 1 シンガポールドルで買い戻すことができる(5 年間)という破格の内容であった。このような利益度外視ともいえる支援策に国費を投じることに批判はあったものの、スタートアップの起業が促され、シンガポール国内の VC の経験値が蓄積された。また、投資が活発化したことでシンガポールは投資環境の良さで国外に知られるようになっていった”(シンガポール、VC)

⁶⁸ 「Regulatory Sandbox」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

⁶⁹ 「Regulatory Sandbox」の日本企業による活用については、下記のようなコメントも確認した。

“日本は規制が厳したため、わざわざシンガポールで起業する日本経営者を何人も見てきた。例えばビッグデータを活用するスタートアップであれば、シンガポールの Regulatory Sandbox を活用し実証実験を進め、日本に技術を持ち帰りローカライゼーションすることができる。ライドシェアのコア技術であるダイナミック・ルーティングについても、Regulatory Sandbox を活用すれば、数十万人単位で実証実験をできる。このように、シンガポールは Regulation Arbitrage (二国間の規制の差分を踏まえ、実証実験の場所や、その後の起業の場所を選択する)の場となっている”(日本、VC)

⁷⁰ TIS は国家研究基金(National Research Foundation, NRF)認定のインキュベーターが推薦するスタートアップに対し、NRF が総投資額の 85%(最大 50 百万シンガポールドル、約 40 億円)を投資し、残りをインキュベーターが投資するスキーム。起業初期のリスクマナーの大半を政府が負担することにより、スタートアップの起業を促すとともに、調達環境の改善を促すものであった。

“政府支援の中心は、2016年までのTISを活用したスタートアップ・VCへの資金提供から、現在のDeepTech分野をはじめとした人材育成に焦点が移っている”(シンガポール、政府及び公的機関)

2016年以前のシンガポール政府による支援施策は、シンガポール通商産業省傘下の規格生産性革新庁が管轄する補助金及びアクセラレータープログラムをはじめとして、様々な省庁から多数のプログラムがばらばらに提供されていた。そのような煩雑さの解消に向け、シンガポール政府は2017年よりStartup SGというブランドのもと、スタートアップ関係の支援窓口を統一し管理・運営を行うようになった(図表3.26を参照)。Startup SGは、スタートアップとスタートアップ・エコシステムの各プレイヤーとの距離を縮めることや支援情報の集約を目的として、起業家向けと投資家向けの2つの支援サービスがあり、双方にとってメリットを享受できる仕組みとなっている。

＜図表 3.26＞ シンガポール政府のスタートアップ支援プログラムの変遷と概要

規格生産性革新庁 (SPRING)	国立研究財団 (NRF)	情報通信開発庁 (IMDA)	金融管理局 (MAS)	内国歳入庁 (IRAS)
<ul style="list-style-type: none"> 創業資金提供 事業化支援 エンジェル投資家紹介 インキュベーター育成支援プログラム 中小企業向けローン 	<ul style="list-style-type: none"> 共同出資スキーム (TIS) Early Stage出資 デジタルメディア企業への資金支援とメンタープログラム 	<ul style="list-style-type: none"> 情報処理、通信向けの創業資金提供 (IPACT) 	<ul style="list-style-type: none"> FinTechに特化した資金および技術開発支援 (FSTI) 	<ul style="list-style-type: none"> 創業期のスタートアップ向け税制の整備

Startup SG に集約

Startup SG Loan	<ul style="list-style-type: none"> 固定資産への投資の支援、イノベータータイプな起業家への出資 	Startup SG Investor	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ等に投資を行うファンド運営会社に対する税優遇
Startup SG Talent	<ul style="list-style-type: none"> EntrePassなどにより、グローバル人材のイノベータータイプなビジネス設立を助ける 	Startup SG Equity	<ul style="list-style-type: none"> 第三者投資家との共同投資スキーム
Startup SG Founder	<ul style="list-style-type: none"> イノベータータイプなビジネスアイデアを持つ起業家の初起業時に30,000SGDを提供 	Startup SG Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ成長のため安価なスペースを提供
Startup SG Tech	<ul style="list-style-type: none"> 特許技術の商用化に向け、Early Stageで出資 	Startup SG Accelerator	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップのプログラム開発費用負担やメンターの採用

出所:Startup SG 公表情報を元に PwC アドバイザリー作成

また、StartupSG が立ち上がる以前の政府支援は、特定の事業領域を定めずスタートアップ全般を支援する取り組みが中心であった。2016年以降はDeepTechを重点支援領域と位置づけ、シンガポールの保有する知的財産の事業化を目指し特許取得にかかる期間の見直しを図る等(ファストトラックイニシアチブ)⁷¹、様々なDeepTech分野の支援策に取り組んでいる(図表3.27参照)。

⁷¹ファストトラックイニシアチブの取り組みにより、FinTech、AI関連の特許取得期間は2年以上から6か月に短縮した。Intellectual Property Office of Singapore(シンガポール知的財産庁)、2018。「Launch of FinTech Fast Track Initiative: An Accelerated File-to-Grant Service for Financial Technology Patent Applications (Circular No. 3/2018)」及びIntellectual Property Office of Singapore(シンガポール知的財産庁)2019。「Launch of AI2: Accelerated Initiative for Artificial Intelligence - An Accelerated Application-to-Grant Service for Patent Applications in Artificial Intelligence (CircularNo. 2/2019)」

<図表 3.27> シンガポールにおける DeepTech 関連の支援施策(例)

	施策名	施策内容
DeepTech 全般	官民共同投資スキーム	<ul style="list-style-type: none"> 政府認定ファンドであるSG Innovate/Spring Seeds Capitalと、民間機関の共同投資を可能にするスキーム テクノロジー系の投資上限(200万シンガポールドル)に対し、DeepTech系は400万シンガポールドル
	スタートアップ共創スキーム	<ul style="list-style-type: none"> 民間の大手企業をベンチャー共創パートナーとして呼び入れ、エンジニアの知見をスタートアップに移管することでビジネスの実証実験から顧客開発を迅速に進める取り組み
FinTech	ファストトラック・イニシアチブ	<ul style="list-style-type: none"> 従来2年以上を要したFinTech関連の特許審査期間を6か月へ短縮
	AIビジネスパートナーシッププログラム	<ul style="list-style-type: none"> 金融部門も対象とする、AIのエンドユーザー企業とAIソリューションプロバイダをマッチングさせるプログラム
	FSILスキーム	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関あるいは金融機関と取引のある技術ソリューション会社を対象に、概念実証に係る人件費等の適格コストの50~70%をMASが負担するスキーム
Cyber Security	Regulatory Sandbox	<ul style="list-style-type: none"> 新たな技術を採用したもの、あるいは既存の技術を革新的に応用したサービスを対象に、対象企業の資本維持率に関する基準を緩和
	Cyber Security Capabilities Grant	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関のCyber Resilienceの強化やセキュリティオペレーションなどのCyber Securityに関連したプログラムを通じて、人材のスキル向上を狙う
	Innovation Cyber Security Ecosystem@Block 71 (ICE71)	<ul style="list-style-type: none"> 情報通信メディア開発庁等の運営するICE71では、Cyber Security分野の起業家やスタートアップ育成を目的とした資金的な支援、ノウハウを提供
HealthTech	専門家養成アカデミー	<ul style="list-style-type: none"> Cyber Security庁は、行政・エネルギー等主要11産業分野向けに、マルウェア分析等の専門家を育成するCyber Security専門家養成アカデミー設立方針を表明
	National HealthTech Challenge	<ul style="list-style-type: none"> スタートアップ、SMEと医療関係者のマッチングイベントであり、本イベントの勝者は出資を受けることが可能
	人材育成プログラム	<ul style="list-style-type: none"> IHS、情報通信メディア開発庁、労働力開発局による、HealthTech人材拡充を目的とした人材育成プログラム
	新学位の設置	<ul style="list-style-type: none"> シンガポール経営大学(SMU)はHealthTech人材の育成を目指し、新学位の「医療経済学&マネジメント」を設置

出所:Startup SG、SG Innovate ほか公表情報をもとに PwC アドバイザリー作成

DeepTech 分野の支援強化に向けては、専用の組織として SG Innovate が設立された。SG Innovate の支援対象は DeepTech を活用した FinTech、サイバーセキュリティ、ヘルスケア、AgriTech の他、シンガポール固有の社会課題(港湾に囲まれた島国であるが故の「水」問題や小国であるが故に耕作地が限られることから生じる「食料」問題等)に対応した事業とされており、図表 3.27 の内、(a)官民共同投資スキーム及び(b)スタートアップ共創スキームにハンズオン⁷²で取り組んでいる。

“SG Innovate では、経営者や従業員を派遣し、ハンズオンで支援する。SG Innovate は資金支援だけの「Silent VC」ではない。特に量子計算分野のスタートアップには必ず経営陣を送る。特許を守る必要があるため、法律の専門家を派遣することも多い”(シンガポール、政府及び公的機関)

前述の(a)官民共同投資スキームは、DeepTech を扱うスタートアップへ政府が認定したファンドと政府が共同で投資する枠組みである。一般的なテクノロジー系スタートアップに対する政府の投資上限が 2 百万シンガポールドル(約 1.6 億円)であるのに対し、DeepTech 系スタートアップへの投資上限は 4 百万シンガポールドル(約 3.2 億円)であり、政府の DeepTech への注力振りが窺える。(b)スタートアップ共創スキームはシンガポール国立大学やシンガポール科学技術研究庁等の研究機関が開発した DeepTech を活用し、スタートアップを立ち上げ、大手企業と共に事業育成を図る枠組みである。具体的には、大手企業をスタートアップ共創パートナーとして招き、スタートアップは政府支援の下でビジネスの実証実験(POC)を、大手企業の支援により顧客開発等事業化のプロセスを進めている。なお、大手企業の最新技術に精通したエンジニアの知見をスタートアップに共有することで、スタートアップの技術力向上も図られている。

⁷² 資金支援のみならず、企業経営に直接参画し、事業化を支援すること。

上記のとおり、昨今のシンガポール政府は DeepTech 分野を中心に支援を強化しているが、その反動で、その他分野のスタートアップ支援は手薄となっている様子も窺えた。

“シンガポールでは、政府支援により Deeptech 分野の研究開発は進展しており、政府はその中から生まれてくるスタートアップに対する投資を模索している。南洋工科大学等国立大学の周辺にはバイオ研究機関も数多く存在しており、研究開発が活発化している。このように、シンガポールでは大学発 IT 系スタートアップに資金が流れているが、DeepTech 及びバイオテクノロジー以外の分野のスタートアップには、あまり資金が流れていないようだ”(日本、VC)

また、政府支援の課題として、短期間での方針変更や、支援の手厚さによる悪影響を指摘する声も聞かれた。

“ただし、シンガポールでは政府方針が 3 年から 4 年程度で転換する傾向がある。少し前にはバイオテクノロジーが重点支援領域だったが、AI やロボティクスに切り替わっていることから、注力分野が短い間に変わる印象が強い”(日本、VC)

“シンガポール政府は、スタートアップの質向上に多額の資金を費やしている。その結果、シンガポールのスタートアップはインドネシアや中国の起業家に比べ政府に守られている状況にあり、そのためシンガポールのスタートアップは、リスクを取らない傾向を感じる人が多い。経営者のマインドセットも、中国企業が世界を見ている一方、シンガポール企業は東南アジアどまりである。自国のマーケットサイズが小さいシンガポール企業は規模の大きい他国、例えばインドネシア等へ展開すべきなのだが、気質の問題により、それも難しそうである。そのような状況が、「ユニコーンの生まれにくさ」に繋がっているのでは、と感じる”(シンガポール、VC)

(4) 今後の見通し

政府がスタートアップの振興を成長の軸に据えており、長期的な目線で施策を打ち出しているため、引き続き様々な取り組みを通じてスタートアップが立ち上がることが考えられる。特に今後は DeepTech を事業化するための支援が徐々に効果を表し、先端技術を活用したスタートアップの出現と、より高度化された FinTech 等をはじめとしたサービスが生まれることも期待される。シンガポールは米国や中国等のより成熟したスタートアップ・エコシステムに比較して規模やスタートアップの層で劣後するが、東南アジアにおいては抜きん出たスタートアップ・エコシステムを誇り、当面は東南アジア市場での競争優位性を盤石のものとし、スタートアップ・エコシステムの経験値を蓄積・成熟させていくと考えられる。

コラム: Block71 の取り組みの状況

Block 71 はシンガポール政府とシンガポール国立大学 (NUS) が主導して設立した東南アジア最大のスタートアップ・インキュベーション施設である。2011 年以降、これまで 600 社以上の IT 系スタートアップがインキュベーションを受けており、また、年間で 300 件以上のピッチイベントやネットワーキングイベントを実施している等、スタートアップ・エコシステムの各プレイヤー間のネットワーク強化と協力を促進している。現在では、250 社を超えるスタートアップが入居しており、30 社以上の VC やアクセラレーターが入居している。この区画は、過去にシンガポールが製造業に注力していた時代の工業団地の一角であり、かつてはエレクトロニクスや製造業の中小企業が入居していた。現在では東南アジア随一のスタートアップ集積拠点として知名度を上げ、近隣の研究所や NUS と連携しながら発展を続けており、常に満室の状態である。本来この取り組みは開始から 3 年を目途に成果を出すことを求められていたが、Carousell に代表されるスタートアップが立ち上がり、一定の成功を見せたことで継続が決まり、さらなる発展を遂げた。今では隣接する Block73、Block79 等の区画にも拡大を続けており、活況だといえる。

本施設では、起業家が様々なアイデアを持ち寄って製品、サービスの開発を行うためのコワーキングスペースや、独立するまでの簡易なオフィススペースをはじめ、創業期のスタートアップ運営の場を提供している。この他に多様な共有スペースが存在し、他のスタートアップと交流を深めることを奨励している。中でも特徴的な施設として、共有飲食スペースがあり、ここでは様々な料理を提供するフードトラックがひしめいている。なおフードトラックも入居しているスタートアップが運営しており、その陣容は定期的に入れ替わっているため、Block71 入居者は常に新しいメニューを体験することができる。また、この施設にはステージが用意されており、入居者による演奏も定期的に行われている。あらゆる面で新たなモノやサービスを提供し、共有できる場として Block71 の打ち出している特徴が如実に表れていると感じられた。原則として入居可能なスタートアップはシンガポールに籍を置く企業が対象となり、期間はある程度事業化が進み、独立可能となるまでとされており、概ね 3 年程度で単立していく。

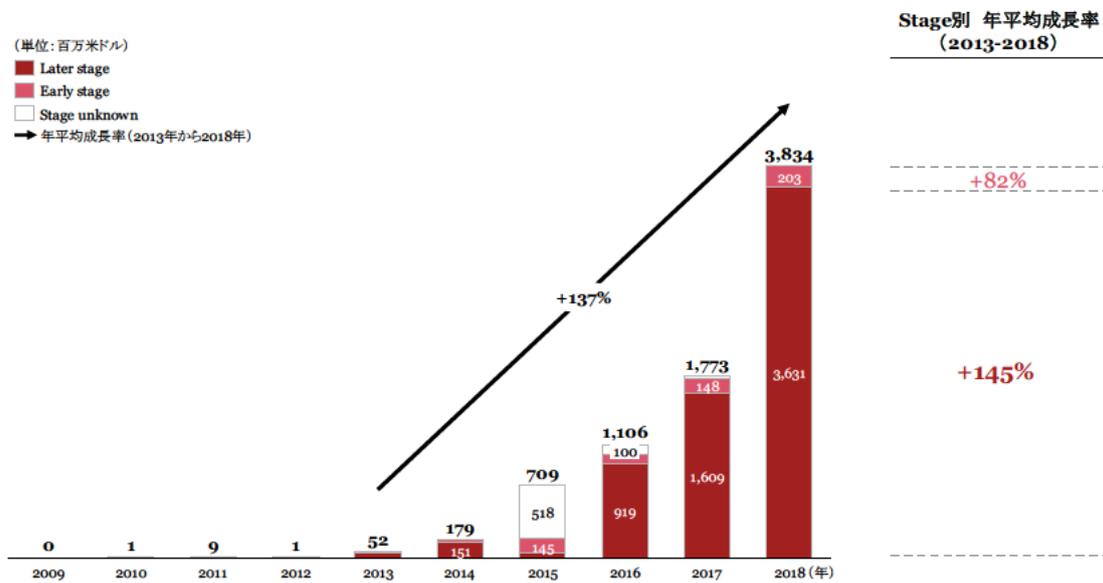
シンガポール人の起業を促すという目的の元に設立された背景もあり、起業家の多くは NUS 卒業生をはじめとしたシンガポール人が太宗を占めるが、一部では在シンガポールの事業会社の共同出資によって設立されたスタートアップも存在し、多様なバックグラウンドを持つ人材が集まっている。日本人起業家や日本企業の参画するスタートアップも入居しており、ある日本の大手企業の事例では、次世代ソリューションの開発を推進すべく、協業パートナーと手を組む形で自らがスタートアップとなって、自社変革に臨んでいる。なお、外国人の起業家が単独で入居を望む場合は、母国における起業経験と実績が審査対象とされており、ハードルは高いといえるが、Block71 としてレベルの高い起業家を集めたいという明確な意図の表れともとれる。業種は幅広く、IT を活用した様々なサービス提供をめざすスタートアップが入居しているが、シンガポールの中でも特に関心の高い領域については独立したワーキンググループが設立されている。現在はサイバーセキュリティと、海上関連事業(海運、水産資源開発)に焦点が当てられており、この分野に特化したスタートアップのインキュベーション及び知見を持つ大手企業との協業を進めている。協賛企業には数多くの欧米大手企業の名が連なっており、本施設への関心は世界的に高いものであると見受けられる。この取り組みはシンガポール政府の数ある施策の一つに過ぎないものの、起業家を支援し、後に続く起業家の育成を進めるという点において成功を収めているといえる。既に著名なスタートアップがこの施設から誕生しているだけでなく、入居希望者が後を絶たないことから、今後も Block71 はシンガポールのスタートアップ・エコシステムの発展において重要な役割を果たしていくのではないだろうか。

3.4. インドネシアの概況

(1) スタートアップ投資の市場規模⁷³

2013年から2018年にかけて、インドネシアにおける調達総額は年平均成長率137%の増加を記録している(図表3.28参照)。その中で、ユニコーンの調達総額に視点を転じると⁷⁴、2017年及び2018年には合計で56億米ドルを記録している⁷⁵。つまり、ユニコーンの調達総額はインドネシア全体のおよそ9割近くを占める計算となり、インドネシア市場の急伸は、ユニコーンの巨額調達に影響を受けた現象であることが推察される。

<図表 3.28> インドネシアにおける Stage 別調達総額の推移



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

図表 3.29 では近年の調達総額(累計)の上位企業を示している。図表からは、Gojek 等の B2C 事業を営むスタートアップがインドネシアで多額の資金調達を実施している様子が窺える。

⁷³ 各国のスタートアップ投資の調達金額は、CrunchBase を活用し、創業 15 年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認し(2019 年 12 月閲覧)、集計の上本文中に記載した(期間は 1 月から 12 月を対象として、各年を集計)。本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出している。なお、調達取引には、スタートアップに対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が発行する株式の過半数以上の取得)は含まない。なお、年平均成長率は「(X 年の資金調達総額/Y 年の資金調達総額)^{1/(経過年数-1)}-1」の計算式にて算出した。

⁷⁴ CB Insights. 「The Global Unicorn Club」(2020 年 3 月 11 日閲覧) <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>。なお、ユニコーンは Gojek、Tokopedia、OVO、Bukalapak、Traveloka の 5 社を指す。

⁷⁵ 内訳は Gojek の約 26 億米ドルを筆頭に、Tokopedia が約 22 億米ドル、Traveloka は約 5 億米ドル(CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成)

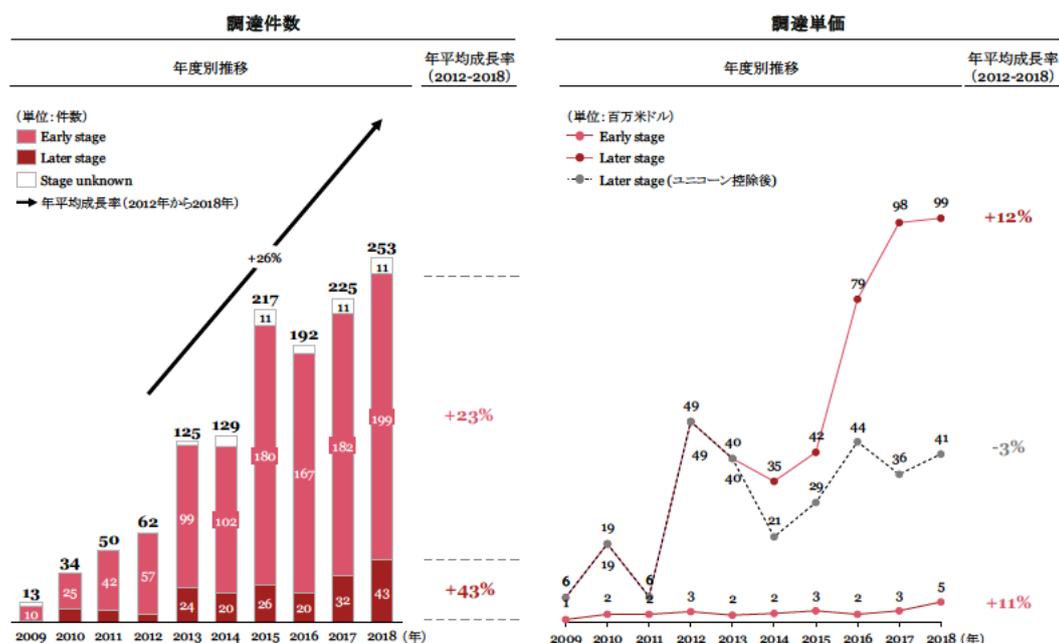
<図表 3.29> インドネシアにおける調達総額上位のスタートアップ(2014年から2018年の累計)

企業名	業種	調達総額(百万米ドル)
① Gojek	Ride Sharing/ FinTech	3,168
② Tokopedia	Eコマース	2,447
③ Matahari Mall	Eコマース	616
④ Traveloka	Online Travel	500
⑤ Akulaku	FinTech	120
⑥ Qoo10-Indonesia	Eコマース	82
⑦ Elevenia	Eコマース	68
⑧ Reliance Capital Management	FinTech	45
⑨ Kredivo	FinTech	30
⑩ OnlinePajak	Online Tax Reporting	29

出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

次に、インドネシアの調達件数を Stage 別に確認すると、2013 年から 2018 年にかけて Early Stage では 9 件から 46 件に、Later Stage は 3 件から 9 件に増加しており、Early Stage での件数増加が目立つ。一方、調達単価の動向は、2013 年から 2018 年にかけて、Early Stage も約 1 百万米ドルから約 4 百万米ドルへと上昇しているものの、Later Stage は約 14 百万米ドルから約 403 百万米ドルと上昇が際立つ。なお、ユニコーンを除く Later Stage の調達単価(2018 年)は 18 百万米ドルに留まっており、前述の大幅な単価上昇はユニコーンの調達による現象であることが分かる。

<図表 3.30> インドネシアにおける調達件数及び調達単価の推移



出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

(2) スタートアップの特徴

1. 成長ステージ及び事業領域

インドネシアにおけるスタートアップの事業領域については、「35%がEコマース、6%がゲーム、5%がFinTech、54%がその他の業種」と指摘するレポートがあり⁷⁶、またユニコーンとしてもGojekの「配車サービス」、Bukalapak及びTokopediaの「Eコマース」、Travelokaの「オンライン旅行代理店」等B2Cを主な事業領域とする企業が目立つ。そのため、現在のインドネシアではB2Cが主要な事業領域になっているものと推察される。このような「インドネシアはB2C領域が中心の市場」である様子はヒアリング調査を通じて多く耳にしたが、同時に多く聞かれたことは、B2C領域における「キャッシュバーンの発生」である。シンガポールのスタートアップも、客観的な目線から「(東南アジアではキャッシュバーンが発生しているが)インドネシアの競争環境が一番深刻である」とのコメント⁷⁷をしているが、現地ヒアリング調査からは、キャッシュバーンによる熾烈な競争の様子が窺えた。

“インドネシアのスタートアップは既存技術でサービスが構築できるB2C領域が中心。他国で成功したビジネスモデルの模倣がまだまだ通用する市場であり、B2Bが台頭するには時間がかかると考えている。DeepTechは投資対象として検討していないが、インドネシアでは商業化と技術の実現性に難があるとみている”
(インドネシア、VC)

“5年程前から、インドネシアではライドシェアリングやEコマース等のB2Cサービスが全盛となっている。その基盤は、スマートフォンの普及や若年人口の増加等ファンダメンタルな要素。現在、スタートアップ間の競争は激化しているが、競争に打ち勝つため、各社は安売りやポイント付与等のキャッシュバーンばかりしている。今のインドネシアはキャッシュバーンのみが差別化要素になっていると感じられ、投資対象とするには割高な市場と考えている”(インドネシア、VC)

“インドネシアでは顧客の獲得と定着のために、キャッシュバーンと言われようとも割引競争をしている。決済業界は機会があるが、割引のしすぎで危機に瀕しているとも感じている”(インドネシア、スタートアップ: FinTech)

“インドネシア市場のスタートアップの主戦場はEコマースや周辺領域であるペイメント等。ただ、このようなB2C領域では、各社が割引等で互いに削り合っており、優勝劣敗が進んでいる”
(インドネシア、スタートアップ: FinTech)

⁷⁶ Indonesia Digital Creative Industry Community. 「Mapping & Database Startup Indonesia 2018」(2020年3月11日閲覧)
<https://www.bekraf.go.id/pustaka/page/mapping-database-startup-indonesia-2018>

上記レポートに記載されている具体的な企業数は、Eコマース(352社)、ゲーム(55社)、FinTech(53社)、その他(532社)、計992社となっている。なお、「その他」の内訳については開示されていない。

⁷⁷ 「3.1. 調査対象国全体の概況 (2) 調査対象国全体のスタートアップの特徴」における「シンガポール、スタートアップ: 交通」のコメントを参照。

上記のとおり、現在のインドネシアは B2C 領域が中心の市場であるが、近年では新たな事業領域として個人商店をはじめとする SME 向けのサービスが勃興しつつある。これは、B2C の延長ともいえる SME に対して、P2P lending (個人間融資の仲介サービス) やマイクロファイナンス (小口融資)、クラウドファンディング、ペイメント等を提供するサービスである。SME 向けサービスが勃興しつつある背景には、SME 自体の数の多さ、かつ、国民の多くが銀行口座を持たない現状が存在する。まず、年間売上高が 300 百万ルピア (約 240 万円) 以下の Micro Enterprise は企業全体の 67.9% を占める⁷⁸。次に、国民の多くは銀行口座を保持していない (保持率は 49%)⁷⁹。その結果、数多く存在する SME の相当数は銀行から融資を受けられない状況にあるものと推察される。このように既存の金融制度から抜け落ちてしまう SME を顧客とする金融サービスに商機を見出したスタートアップは、次々とサービスを開始しており、現地ヒアリング調査でも SME 向けサービスに言及するスタートアップは多かった。また、現地ヒアリングの対象企業に加え、多くのスタートアップは資金調達に成功している模様であり、例えば、SME 向けのクラウドファンディングを手掛ける Modalku は 1.2 百万米ドルを調達 (2016 年)、SME 融資も行う Reliance Capital Management は 45 百万米ドルの資金調達を実現している (2015 年)。

“当社では、利幅が薄い等の理由で銀行の対象外となっている SME の存在を社会課題として捉え、その解決の一環として、ペイメントサービス等を提供している” (インドネシア、スタートアップ: 交通)

“当社では銀行口座やカードを持たない SME に対するサービス提供を目的として、ペイメント事業を展開している。インドネシアでは、銀行口座を持たない法人の割合は 51% に上ると推計されており、デジタルペイメントは増加し、2022 年には 69 億米ドルに達すると想定されている” (インドネシア、スタートアップ: FinTech)

“当社では、SME の開業や成長の手助けを目的として、SME 向けにペイメントや貸付サービスを展開している。ペイメント事業は、実は銀行と競合していない。なぜなら、我々は、銀行が対象外としている (口座がないため取り扱いが面倒であり、結局利幅も薄い) SME を対象にサービスを提供しているから。我々は、銀行が相手にする 1,000 万人の上流階級ではなく、その下の 2 億人を相手に商いを行っており、対象顧客が異なるためバリュー・プロポジション⁸⁰が異なる” (インドネシア、スタートアップ: FinTech)

なお、SME はデジタルサービスを活用するための知見を持ち合わせていないケースも多いようである。そのため、現地でのヒアリング調査では、今後の自社や市場の成長要因として、「顧客である SME への教育」を挙げるスタートアップが多かった。

“今はまだ、SME もデジタル取引に慣れていく段階。他デジタルサービスの歴史的なサイクルを踏まえると、現在の課題が解決され、それに伴い顧客のサービスに対する理解も進み、ニーズが顕在化していき、サービスが拡大する流れになるものと思われる” (インドネシア、VC)

⁷⁸ Asia Pacific Foundation of Canada, 2018. 「Survey of Entrepreneurs and MSMEs in Indonesia」

⁷⁹ World Bank, 2017. 「Global Financial Inclusion (Global Findex) Database 2017」

⁸⁰ 「自社が顧客に提供するサービスの価値」を指す。

“SME は、登記されているだけで1,600 万件ほど存在し、(登記されていないSME の存在も勘案すると)潜在的には2,000 万件は存在すると思う。ただし、我々は“Money is no.1 purpose”ではなく、SME の成長支援を目的に、事業を展開している。ただ、支援しようにも、SME はIT リテラシーが低く、スマートフォンを持っていてもSMS やゲームばかりしてしまうので、まずは彼らの教育から取り組んでいるのが現状。当社サービスを利用するために、「何を・どのように申し込み欄に入力するのか」から教えなくてはいけない”

(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“当社ではSME 向けに部材・資機材のE コマースを展開するだけでなく、付随する金融サービス(Credit Line、掛け払い)もパッケージにして提供している。SME はクレジットカードを使えない人が多いので、Alipay も使えるように取り組んでいる。SME が単体でAlipay に申し込んでも加入できないが、当社が複数のSME を束ねた上で申し込むことで、サブプライムローンのようにリスクが分散され、加入が認められる仕組み。なお、金融サービスについては、SME は総じてIT リテラシーが低いので、サービスを使えるように教育する必要がある。教育の充実度が競争に打ち勝つドライバーだと考えており、教育に向けた小規模拠点を多く持つ等体制を厚くしている状況”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

上記のとおり、B2C 領域及び一部の B2B 領域(SME 向け)は盛り上がりを見せているものの、現地ヒアリング調査では、DeepTech をはじめとする先端技術領域の立ち上がりの動きは見られなかった。その要因として、人材の不足(後述)を挙げるヒアリング先が多く、DeepTech 領域でのスタートアップの立ち上がりには時間がかかるという声も聞かれた。

“インドネシアでもFinTech が流行っているが、AI のような高度な技術を使ったものではなく、ありふれた技術を使ったサービスが主流である”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“AI やブロックチェーン等のDeepTech は、大企業向け市場でのサービス展開が良いと思うが、そもそもDeepTech はインドネシアでうまくいっていない。それは、人材レベルに起因する。教育プログラムはあるが、洗練されたレベルではなく、人材レベルはベトナムより低いと感じる。国としての教育プログラムは今始まったところではあるものの、国内に高度人材が多く存在しない以上、今後もDeepTech を活用したスタートアップの登場は難しいかもしれない”(インドネシア、VC)

2.人材

次に、インドネシアのスタートアップを人材の観点から確認していく。まず、インドネシアにおける25歳以上人口に占める学位保持者(大卒以上)を確認すると、その割合は9%以下と決して多くはない(2016年)⁸¹。また、100万人あたりのエンジニアの人数も、マレーシアの1,834人、インドの1,159人と比較して、インドネシアでは278人と著しく少ない⁸²。そのため、同国ではスタートアップを支える人材が手薄となっている状況が推察される。また、ヒアリング調査からは、元々絶対数が多くはない「国外で就学・就業経験のある高度人材」の大半がユニコーンに集積しているとの指摘もあった。このような絶対的な人材量の不足や、一部企業への良質な人材の集中によって、一般のスタートアップが人材を獲得することには困難が伴う状況が推察される。

“インドネシアは、人口は多いが、人材は少ない。ただし、当社には海外帰りの優秀な人材が集まっており、恵まれている。また、特にITエンジニアはIITから採用しており、数百人規模を誇る。バンガロールにはエンジニアの拠点もあり、提供サービスのバックエンドはインドチームが開発している。それでも、当社ではミドル層の人材が不足しており、課題と認識している”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“インドネシア国内は経営人材(CEO・CFO)も実務部隊も不足気味で、どの階層でも経営や技術の知識がある高度人材は多くない。経営層はインドネシア人が主体で、深い知見・経験(外国で学ぶ、もしくは、外国の大手企業で勤務経験のある)を持つ高度人材は多くない”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“インドネシアの人材は、全てにおいてレベルが低い。マネジメントも、資金調達的能力も、会計知識も少ない。チーム管理能力、顧客の希望を把握する能力もない。市場の動きを把握する能力(感性)も弱い。数少ない人材はユニコーンに行ってしまうので、特にMiddle Roundのスタートアップには人材が足りない。つまり、多くのスタートアップにおける1番の課題は、人材の少なさ。層は薄く、数も少ない”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

国内における人材不足に対応するため、インドネシアのスタートアップは他国リソースの活用推進や、インドやシンガポール等からIT人材の勧誘を図る等の対策を進めている模様である。ただし、特に人材の勧誘については、その難しさを指摘する声もあった。インドネシアでは2015年から2030年の間に大卒及び高卒程度の技能を有するIT人材が900万人不足するとも推計されており⁸³、今後もスタートアップは人材不足に苦慮することが想定される。

“当社の人材は9割以上がインドネシア人だが、開発のバックエンドはインド人”(インドネシア、スタートアップ:交通)

“エンジニア不足に対応するためバンガロールからエンジニアを採用し、インドネシアに招へいした。インドは距離も近いので、問題ない”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

⁸¹ World Education News+Reviews, 2019. 「Education in Indonesia」(2020年3月12日閲覧)
<https://wenr.wes.org/2019/03/education-in-indonesia-2>

⁸² Google, AT Kearney, 2017. 「Indonesia Venture Capital Outlook 2017」

⁸³ World Bank, 2018. 「Preparing ICT Skills for Digital Economy:Indonesia within the ASEAN context」

“インドネシアは法律、規制、政治、IT 等の諸制度及び基盤が整っていない印象がある。そのためか、膨大な人口の割りには海外からの人材勧誘がうまくいっていない印象がある”(シンガポール、政府及び公的機関)

政府も人材不足を認識しており、様々な人材育成プログラムの提供を開始している。例えば、1000 Startup Digital(後述)では、デジタルスタートアップの育成を目的とした「一般市民向けコーチングプログラム(セミナー、ネットワーキング、ワークショップ、ハッカソン、ブートキャンプ、アクセラレータープログラム)」の提供を開始した(2016年)。ただし、例えばインドネシア労働省の「職業訓練プログラム」に対して「受講者の多くは労働市場に出るには不十分のレベルである」と指摘があるとおり⁸⁴、各プログラムには未だ洗練の余地も残されている模様である。

“インドネシアの人材教育プログラムはあるが、洗練されたプログラムではない”(インドネシア、VC)

3-経営課題

ここまで、インドネシアのスタートアップの特徴を概観してきたが、現地スタートアップへのヒアリング調査を通じてもっとも強く感じた経営課題は「人材の不足」であった。規模の大小を問わず、各社は人材不足を感じているようであるが、特に今後さらなる成長を目指す中小のスタートアップでは、IT 人材にせよマネジメント人材にせよ、人材が不足している様子が窺えた。年々人材の獲得競争が厳しさを増している状況は政府も認識しており、前述のように解消に向けた取り組みを始めたところである。ただし、人材育成や勧誘の施策が実を結ぶまでにはある程度の時間を要すると想定され、しばらくは政府もスタートアップも我慢の時間が続くものと思われる。

人材不足のような組織運営に関わる経営課題に加え、B2C 領域のスタートアップでは、顧客獲得のためのキャッシュバーンの過熱、それに伴う多額の資金需要の発生と財務の逼迫を経営課題として認識しているようである。各社は生き残りを賭け厳しい競争環境に身を置いているが、競争を継続し生き残るためには膨大な資金が必要なものと推察される。現地でのヒアリング調査では、「最後の 1 社になるまで競争を継続する」とのコメントもあったが、競争の継続に向け、資金調達で無理を重ねれば重ねるほど、財務の逼迫が懸念される場所である。勝者総どりを目指し無理を重ねるのか、それとも、どこかで白旗を上げるのか、インドネシアの B2C スタートアップは今まさに難しい判断を迫られているものと推察される。

⁸⁴ United States Agency for International Development (アメリカ合衆国国際開発庁), 2015. 「Workforce Connections Analysis of Skill Demand in Indonesia (2015)」

(3) スタートアップ・エコシステムの状況

1. 投資家

ヒアリング調査を通じて、投資家は、インドネシアの人口の多さ、または、その若さに期待し、投資を行う様子が垣間見えた。日本企業からも同様の期待を耳にしており、2.5 億人を超える人口に対する投資家の期待は大きいようである。

“インドネシアで投資活動を行う理由は、単純に、若く・膨大な人口に将来性を感じるから。技術狙いの投資ならば、例えばイスラエルに行くだろう”(インドネシア、VC)

“インドネシアは1 国で十分に大きな市場があり、ドメスティックな企業でも投資対象として考えられる”(日本、IT・通信)

また、ヒアリング調査からは、インドネシアでは各国の投資家がひしめき合っている様子が窺われた。インドネシアにおける調達総額の 72%を海外の投資家が担うとの推計もあり⁸⁵、インドネシアでは海外投資家を中心として、資金供給が行われている様子が推察される。

“インドネシアでは Series A 以前はチケットサイズが小さいことから、メンタリング等を行う現地 VC が主なプレイヤーとなっている。Series B 以降は、チームとしてインドネシアをチェックしている韓国や、現地にオフィスを開設した SoftBank 等の日本企業、中国、米国のプレイヤーが多い。有望なスタートアップは Series B までにユニコーンに買われてしまうため、Series C 以降は市場として成立していない”(インドネシア、VC)

“他国では Later で入るような外国投資家がインドネシアでは Early に降りて投資している。彼らが早い段階で投資をする理由は、Later 以降の投資については Exit 機会が不透明になってしまうことが挙げられる。Later で投資した場合、Exit 戦略が描きにくい”(インドネシア、VC)

“Early Stage には各国から投資家が集まっていると認識している(地場、日本、中国、韓国、アメリカ、インド等)。地場はGGV、Vertex、East Ventures、Alpha JWC 等、日本はKK Fund、Beenext、CyberAgent Capital、Strive 等、中国はAnt Financial、Shunwei、Zen Fund 等、韓国はSamsung、Naver 等、米国はAndreessen Horowitz、Accel 等、インドはSky star、Sequoia India、Ventra 等。財閥の1社であるSamsung はピッチコンテストを開催するくらいに力を入れている”(インドネシア、VC)

このように海外投資家が多く存在するインドネシアだが、日本企業の存在感は大きくない。例えば、有力スタートアップの主要投資家を確認すると、日本企業は決して多くはなく、一部大手企業が存在するばかりである(図表 3.31 参照)。やはり米国系 VC や中国の大手 IT 系企業の存在感が目立つが、現地でのヒアリング調査では特に日系 VC の奮起に期待する声が聞かれた。

⁸⁵ Google, AT Kearney, 2017. 「Indonesia Venture Capital Outlook 2017」

<図表 3.31> インドネシアの有カスタートアップ 10 社に対する主要投資家⁸⁶

企業名	事業領域	調達総額	主要投資家
Gojek※	ライドシェア	3,168	Mitsubishi Corp, Mitsubishi Motors, Mitsubishi UFJ Lease, Google, Kohlberg Kravis Roberts, Warburg Pincus, JD.com, Tencent Holdings,
Tokopedia※	ECコマース	2,448	SoftBank, Beenos Partners, Alibaba Group,
Matahari Mall	ECコマース、小売	616	Mitsui & Co. Lippo Group, Mahatari Department Stores
Traveloka※	ホテル予約サービス	500	Sequoia Capital, Hillhouse Capital Group, JD.com, East Ventures
Akulaku	FinTech	120	Sequoia Capital India, FINUP, Qiming Venture Partners, January Capital
Qoo10-Indonesia	ECコマース	82	Brookside Capital, eBay, Oak Investment Partners, Saban Capital Group
Elevenia	ECコマース	68	SK Planet, XL Axiata Tbk
Navigat Group	発電	46	Standard Chartered Bank
Reliance Capital Management	FinTech	45	LeapFrog Investments
Orchid Internet Holdings	ECコマース	40	BOSCH CAPITAL ADVISORS, Haddad Advisory

(調達総額の単位は百万米ドル)

出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

“2012 年から 2013 年当時、インドネシア市場に日系 VC は数多く活躍しており、存在感もあった。ただし、残念だったのは、彼らの多くが Seed や Series A であきらめたこと。10 億円から 100 億円が必要となる Series B や Series C にはついて行かなかった。日系 VC の代わりに、当時の Series B 以降は Sequoia 等の米国系 VC や中国系 VC が担った。今また日系 VC はインドネシアに戻って来つつあるが、スタートアップの値段は倍に上がっており、苦勞している。結果的には、日系 VC は大きなチャンスを手放すことになってしまい、現在彼らのインドネシアにおける存在感は低くなってしまった。日系 VC が Series B 以降に進まなかった理由は資金力に原因があるとみている。日本ではマザーズがあり、20-30 億円で IPO の機会があるので、彼らはそこで満足してしまうようだ(結果的に資金力が付かない)。まずは日系 VC が資金力を付けないと、インドネシアをはじめとした東南アジアでの、日本企業による投資には困難が伴うと感じている”

(インドネシア、スタートアップ)

ここまでは日本企業を含む海外投資家の活動を確認してきたが、「3.1. 調査対象国全体の概況 (3) 調査対象国全体のスタートアップ・エコシステムの概況」でも触れた通り、やはりインドネシアでも国内の財閥が持つ影響力が大きいようであり、「投資家としての財閥」に言及する声が多く聞かれた。そのため、国内大手財閥である Sinar Mas のスタートアップ投資を確認すると(図表 3.32 参照)、グループの経済成長を維持することを目的に、グループ事業に関連するスタートアップへ投資するケースが多く見られた。1960 年代にパーム油等を扱う企業として創業した Sinar Mas はインドネシア屈指の財閥であり、多くの国内企業を抱える。その結果、国内に独自の経済圏やリレーションを持つようである。スタートアップ投資については、海外で就学及び就業経験を有する 2 世 3 世が、その経験を活かし取り組みを主導している等、近年は他投資家とも協力しながら投資活動を推進しているようである。

⁸⁶ 調達総額は 2009 年から 2018 年の累計。主要投資家の赤字は日本企業、緑字は米国企業、青地は中国企業、黒字はその他を指す。※はユニコーンを指す。

“インドネシアでは財閥企業も投資家として存在している。彼らは、本業に価値があると思えば Overprice でも買おうとする。財閥の注力セクターは、本業(祖業)に近い農業やロジスティクス。例えば、パームオイル業に使えるようにドローンに投資する、等が分かりやすい例である”(インドネシア、VC)

“Sinar Mas のような地場財閥は、ナレッジもなかったので、一度スタートアップ投資に失敗した。現在は、他投資家と協力しながら、再挑戦しているところ”(インドネシア、VC)

“インドネシアやタイ等はまだまだ「ウェット」なビジネス上のつながりが存在している。現地企業や財閥のファミリーが経済圏を支配しており、次の世代の時代へも経済成長を持続させるために DX⁸⁷等の新しい分野に取り組んでいる。2世3世が欧米で経験を積み、現地で事業化をしている印象。日本企業はこのような背景を理解し、投資すべき”(意見交換会)

<図表 3.32> Sinar Mas 財閥のスタートアップ投資

部門	主要企業	これまでの主な投資先(抜粋)
食料・食品	Golden Agri-Resources	Happy Fresh
	大手パーム油生産事業者	食料品Eコマース
紙パルプ	Asia Pulp and Paper	Waste4Change
	世界最大規模の製紙パルプ企業	紙資源を含む廃棄物のリサイクル
通信	Smartfren Telecom	Eko
	無線ネットワーク事業者	モバイルメッセージアプリ
エネルギー インフラ	Dian Swastatika Sentosa	MyRepublic
	発電や通信設備等を手掛けるインフラ企業	インターネット接続事業者
金融	Sinar Mas Multialtha	Omise
	証券、銀行、保険等を手掛ける金融事業者	オンライン決済サービス
不動産	Sinar Mas Land	Ride Jakarta
	スマート都市開発等を手掛ける不動産事業者	フィットネス、サイクリングスタジオ

出典:Sinar Mas Group、CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成⁸⁸

⁸⁷ デジタルトランスフォーメーション(Digital Transformation)を指す。

⁸⁸ 「主要投資先」は、Sinar Mas・図表中の主要企業・SMDV(Sinar Mas Digital Ventures、インドネシア財閥 Sinar Mas の投資部門)のいずれかの企業から出資を受けているスタートアップを PwC にて抜粋し記載した。

ここまでは、投資家の種類(国籍)に焦点を当て市場を概観してきたが、次に各 Stage における投資家の厚みの面から整理を行う。現地でのヒアリング調査では、起業家や VC から「Series C の壁 (Series C 以降は投資家が少なくなり、調達をしにくくなる)」への言及が多く聞かれた。また、実際に、インドネシア国内の調達取引を確認すると (2017 年 1 月から 8 月をサンプリング調査)、計 53 件の内、Seed が 43%、Series A が 30%、Series B が 8%、Series C 以降が 15%となっており、確かに Series C 以降の調達取引の少なさが目立つ結果となった⁸⁹。

“インドネシアでは Early Stage に投資家が多く、Later Stage (Series C 以降)では不足している。Later Stage に投資家が不足している背景として、インドネシアでは IPO Exit を描きにくいことが挙げられる。IPO Exit が描きにくいということは、投資家にとって Exit 戦略の選択の幅が狭いことを意味し (M&A Exit しかない)、そうすると投資額が大きい Later Stage ではリスクを取りに行きにくい (投資しにくい)”
(インドネシア、VC)

“Series C には壁があり、Series B の当社は資金調達に苦勞している。インドネシアでは Series C 以降の資金調達に困難が伴うので、日本や外国の投資家とリレーションを広げ、調達の課題を乗り越えていきたい”
(インドネシア、スタートアップ: FinTech)

“今後、Series C 以降の“スニコーン (soon unicorn)”向けに、2.5 億米ドル以上の規模のファンドを立ち上げる想定。インドネシアは Series C 以降が手薄なので、そこを狙いに行く”(インドネシア、VC)

「(2)スタートアップの状況」にて前述した通り、Early Stage から Later Stage に至るまで、インドネシアではスタートアップの数はそれほど多くはない模様である。一方で、前述のとおり、特に Early Stage では外資系 VC を中心に投資家の厚みが増しつつあり、そのため限られた一部の有望なスタートアップへ投資が殺到する状況が推察される。そのような需給ギャップを背景として、インドネシア国内で Over-Valuation⁹⁰の発生を危惧する声が多数聞かれた。

“インドネシアは期待値先行型のスタートアップ市場環境にある。日本と同じ売上水準の企業でも、インドネシア企業はマーケット成長期待から Valuation が高くつく傾向にある。また、シンガポールと比較しても、インドネシアの方が高い印象にある”(日本、VC)

“インドネシアは、VC 間も、スタートアップ同士も、競争が激しい。また、インドネシアではスタートアップに capital がつきやすいので、Valuation が上がる傾向がある。例えば、Early Stage で同様のビジネスモデル・同レベルの経営陣であっても、マレーシアでは 2 億円、インドネシアだと 4、5 億円の Valuation になるイメージがある”(日本、VC)

“Series B までは 2.5 億米ドルが相場。インド等に比べるとインドネシアは Over-Valuation だと感じているが、プレイヤーの多さに起因していると思う”(インドネシア、VC)

⁸⁹ Google, AT Kearney, 2017. 「Indonesia Venture Capital Outlook 2017」

⁹⁰ 「Over-Valuation」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

“近年、インドネシアでは投資サイズが大きくなっており、**Over-Valuation** が起こっているように感じる。インドも中国も米国も、外国の投資家は巨額の資金を持っているため、地場価格+10%でも出資する。それが、特に **Series B** の価格を釣り上げている。外国投資家からすれば、本国に比べると、それでも割安だと思っているはず”(インドネシア、VC)

“インドネシアとベトナムの **Valuation** は、総じて他よりも高い印象。**Valuation** の高さは各国から投資が集中していることが背景だと思う”(日本、VC)

“インドネシアはスタートアップ投資が盛り上がっており、**Valuation** が高い。当社としては現在、投資機会の有無を注視している状況”(日本、IT・通信)

2.Exit 環境

インドネシアにおける Exit 環境を概観すると、現地でのヒアリング調査のコメントのとおり、自国内 IPO はあまり活発ではない様子が見受けられる。その背景としては、スタートアップにとっては厳しい IPO 環境が要因として考えられる。同国では、そもそも新興企業向け株式市場は設置されておらず、一般の株式市場では 2018 年まで「50 億ルピア(約 4,000 万円)以上の正味固定資産を保有」という上場基準が存在した。その結果、資産の少ないスタートアップの IPO は抑制されてきたものと想定され、スタートアップによる IPO 実績は E コマースを手掛ける Kioson (2017 年 10 月)、デジタル決済を手掛ける M Cash Integrasi (2017 年 11 月) 等、数社に限られている。ただし、2018 年 12 月には上記上場基準は緩和され(売上高、営業利益、時価総額が一定条件を満たせば上場可能)、スタートアップ向け株式市場の新設も計画されていることから、長期的には IPO 環境は改善に向かう可能性があるものと思われる。

また、自国外での IPO については、「同国スタートアップの知名度の低さから、IPO をしても高い値が付きにくく、その割に上場に労力が掛かるため現実的ではない(選択肢として取りにくい)」との声が聞かれた。

“インドネシアもシンガポールも、自国内 IPO は小さ過ぎるので、Later の Exit には活用しにくい(5 億米ドルで IPO しても得られる利益が割に合わない)。Later の企業に投資して Exit するなら、例えばアメリカに持っていく戦略があるが、インドネシア企業の多くはそれができるほどの知名度はないので、現実的ではない。中国に持っていきこうと思っても、規制があって外資系事業会社の IPO は難しいので、それも現実的ではない”(インドネシア、VC)

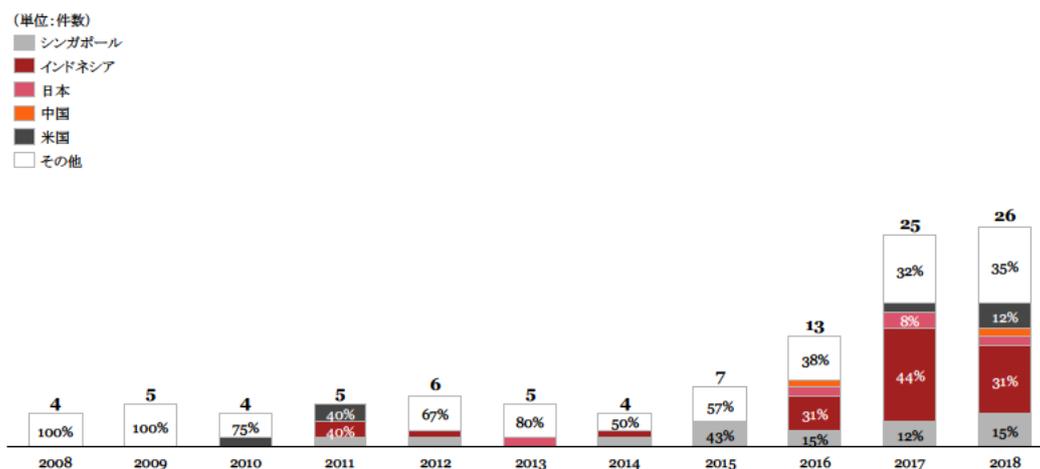
“シンガポールもインドネシアも IPO は小さくなる。NASDAQ は労力に対して見合わない。であれば、M&A で売却してしまった方が早くて高い”(インドネシア、VC)

“投資家としては、Later の企業に資金を入れたあと Exit するなら、例えばアメリカで IPO をする戦略もありえるが、それができるほどインドネシア企業に知名度はないから現実的ではない”(インドネシア、VC)

前述の通り、IPO Exit には課題が存在し、M&A ではより高値での売却も期待できることから、現地の投資家や起業家にとっては M&A Exit が現実的な選択肢となっている模様である。なお、ヒアリング調査からは、インドネシアのスタートアップが、特にユニコーンへの売却を念頭において活動している様子が窺えた。売却先の国籍別にスタートアップの M&A を整理した図表 3.33 からは、(現在はインドネシア企業への売却が中心であるものの)中国や米国企業に対する売却もみられた。

“インドネシア国内のスタートアップの多くが Series B に至るタイミングでユニコーンに買われてしまうため、Series C 以降の市場は成立していない印象。Grab のような東南アジアのユニコーンも、Alibaba、Tencent、JD のような中国のユニコーンも、技術ではなくマーケットを取るために、何らかのシェアを持っている Series B を買っていく”(インドネシア、VC)

<図表 3.33> インドネシアにおけるスタートアップの買収件数の推移 - 買収実施企業の国籍別 -



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

3. 政府及び公的支援

インドネシア政府のスタートアップ支援プログラムは、図表 3.34 のとおり、1000 Startup Digital、2020 Go Digital Vision、Making Indonesia 4.0、Indonesia’s E-Commerce Roadmap 等が存在する。ただし、現地企業へのヒアリング調査からは、スタートアップへの浸透が「今一步」の様子が窺えた。

“国家の予算が少ないため、インドネシア政府は(資金拠出を要しない)マッチングに力を入れている。ただし、それ以外の具体的な施策はないと認識しており、あくまでも応援しているイメージ”
(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“Gojek のようなユニコーンが出てきたことを契機にスタートアップ支援が動き出したところ、と認識している。政府は前向きだが、政府が縦割りなため、関係組織間のコミュニケーションに問題がある”
(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“インドネシア政府の支援として各種イベントに関する取り組みが挙げられる。ジャカルタではスタートアップと投資家をマッチングするイベントがあるが、その存在感はあまりない”
(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“ジョコ大統領の掲げる「1000 のスタートアップ」のようなスローガンはあるが、マッチングが主体。政府には FinTech 業界共通のインターフェース等オープンシステムの整備に取り組んで欲しいと感じる。特に電子マネーの分野ではいろいろな標準化が必要だと感じている。例えば、各社で API も違うので、自社サービスの利用データの集約等に苦労している”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

<図表 3.34> インドネシア政府による支援スキーム

プログラム名	概要	具体的施策	施策内容
Making Indonesia 4.0	インドネシアの国内製造業の活性化を図る産業政策であり、F&B、アパレル、自動車、化学、電機の5分野を中心に、インダストリー4.0の導入を目指している。2020年までの指標としてGDPの2%を研究・開発・設計およびイノベーションに配分するなどの3つを掲げ、イノベーション・エコシステムの形成等10の優先項目を示している	Digital Talent Scholarship	2019年より実施されている、インドネシア通信情報省の人材育成研究開発局と、国内の大学やグーグル等のグローバル企業が連携して講座を開く取り組み
Indonesia's E-commerce Roadmap	2020年までにインドネシア国内のEコマース取引量が130百万米ドルに達することを目標として2016年11月に制定された。Eコマース企業への資金支援やCyber Securityの強化によるオンライン取引の増加を図る。スタートアップ向けの支援である資金調達、税制、教育と人材等の8分野の取り組みを掲げている。具体的には以下に挙げる方針が示されているものの、具体的な目標数値等は示されておらず、どの程度進捗しているかは不透明である	スタートアップへの資金提供	Universal Service Obligation (USO)が、Eコマースを手掛けるスタートアップに対して出資を行う方針が示された
		投資家への税緩和	総売上高が約360,000米ドル以下のスタートアップへ投資する投資家に対し、税率が引き下げられる方針が示された
1000 Startup Digital	2020 Go Digital Visionで掲げられた3つの目標の一つである「デジタル系スタートアップ1,000社の創業支援」が具体化された運動。2020年までに1000社以上、そして10億ドルを超えるValuationのデジタル系スタートアップを輩出するための政策イニシアチブである。当イニシアチブのもとでは右記の①～⑥の一般市民向けのコーチングプログラムが行われている。コーチングプログラムの特徴としては、起業家はすべて無料で利用可能であること、コワーキングスペースが無料で提供されていること、オンライン、オフラインどちらでも講座が受講可能であることが挙げられる	コーチングプログラム	<ul style="list-style-type: none"> ①セミナー：起業経験者を招き創業からExitの経験を共有 ②ネットワーキング：メンター、他の起業家、産業界、学界、政府とのネットワーク機会提供 ③ワークショップ：2日間でビジネスモデルの問題調査と顧客検証を集中的に実施 ④ハッカソン：短期間で製品プロトタイプを作成するセッションを開催 ⑤ブートキャンプ：テーマ別（マーケティング、資金調達等）に1対1でメンターと対話 ⑥アクセラレータープログラム：6週間のプログラムで指標を設定し、市場投入に向けた準備

出典：公表情報を基に PwC アドバイザリー作成

(4) 今後の見通し

人材の育成および国外からの勧誘は長期的な取り組みが必要な課題であると考えられる。ただし、当該分野における政府支援は開始後間もない状況にあるため、インドネシアにおける人材不足が早期に解消される見込みは立ちにくい。そのため、短期的には、少数のユニコーンを筆頭に、限られたスタートアップが市場を牽引する状況は継続するものと推察される。

また、「2.スタートアップ・エコシステムの状況」で見たとおり、主にインドネシアのマーケットサイズに対する成長期待から、同国には海外投資家が殺到している状況にある。ただし、投資先となるスタートアップは限られていることから、需給ギャップに起因する **Over-Valuation** が発生しているものと推察される。このような需給ギャップに起因した **Over-Valuation** は、撤退による投資家数の減少や、国内の有望なスタートアップ数の増加がない限り継続するものと考えられるが、特に企業数の増加は人材不足を背景として望みにくいものと考えられる。そのため、短期的には **Over-Valuation** が継続する可能性も否定できない。

結論としては、インドネシアのスタートアップ・エコシステムが成熟化する鍵は、「人材不足の解消」であると考えられる。人材不足の解消に向けては、国内人材の育成や国外からの人材の勧誘が必要となるが、こうした取り組みは、企業個々の努力のみならず、シンガポールのように国を挙げた支援体制が必要と想定される。前述のとおり、インドネシアでは、**1000 Startup Digital** のコーチングプログラムに代表される国家主導のスタートアップ人材育成プログラムが始まったばかりであるが、その進展次第では将来的に人材不足が解消する可能性もある。さらに、国内人材の充実がスタートアップの起業に繋がれば、投資家とスタートアップの需給ギャップも解消され、**Over-Valuation** が緩和される可能性もある。このように、インドネシアのスタートアップ・エコシステムの成否は、まさに「人材不足の解消」如何に掛かっているものと推察される。

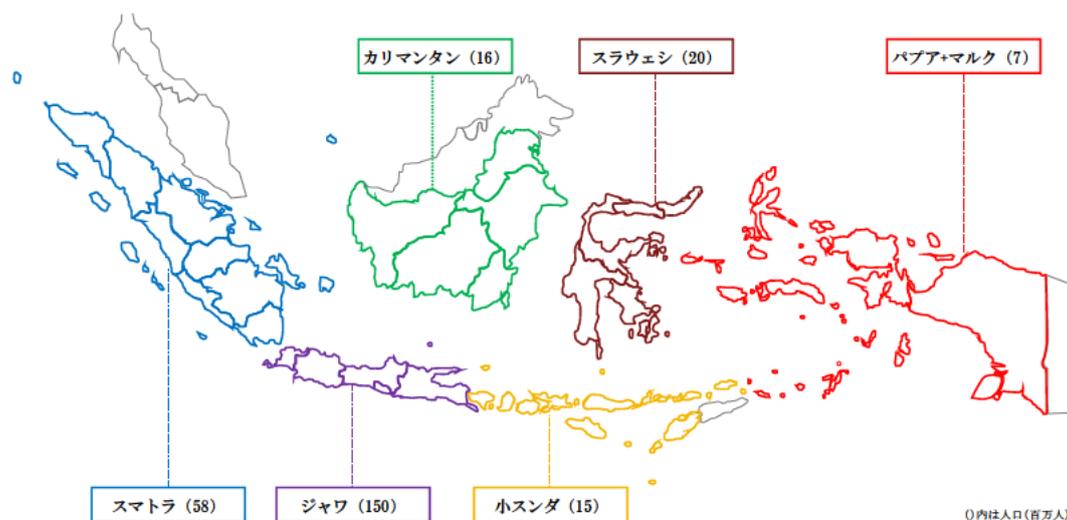
コラム：インドネシアマーケットの独自性(都市と田舎の分断)

インドネシアは2億6千万人以上の人口を抱えており、そのマーケットボリュームに対する成長期待から投資を行う外国投資家も多い。しかしながら、図表 3.35 に示したようにインドネシアは無数の島で構成されており、海による物流の分断がある。また、公用語のインドネシア語やジャワ語、スダ語を初めとして数百を超える地域言語も存在することから、一つの経済圏とはみなしにくく、額面通りのマーケットボリュームとはとらえにくいとの指摘もある。

“東南アジアは国の中でも、都市と田舎で市場が分断されており、一つの市場とは言えないと思う。例えば、インドネシアは2億人の人口がいるが、地理的・経済的な要因等により、全ての国民へ一気にリーチすることは難しいと思う。都市部の2,400万人等、個別のセグメントを対象とする必要がある。そのため、国の人口ボーナスが、そのまま事業の成長期待に繋がることはない、と感じている”(日本、VC)

“東南アジアは物流に問題があり、”とても分断した市場”。例えば、インドネシアは一括りに考えることはできない。なぜなら、島ごとに人口が偏在し、言語も異なるため”(シンガポール、VC)

<図表 3.35> インドネシアの地域区分と人口の偏在⁹¹



出典：インドネシア統計局、各種資料を基に PwC アドバイザリーにて作成

インドネシアの2019年3月末時点での貧困率は9.41%、都市部に限定すると6.69%であった。一方で、農村部の貧困率は12.15%と高く、生活レベルにおける地域間格差が窺える⁹²。また、インターネット普及率(2017年末時点)は、都市部のジャワが58.1%である一方、パプアは2.5%と、地域格差が大きい⁹³。

⁹¹ マルクの人口はパプアとの合算値で表示している。

⁹² Cabinet Secretariat of The Republic of Indonesia(インドネシア内閣官房), 2019. (2020年3月12日閲覧)

<https://old.setkab.go.id/en/poverty-rate-falls-to-9-41-percent-bps/>

なお、平均支出が貧困ラインを下回る人口が「貧困人口」と定義されている。

⁹³ Indonesian Internet Service Provider Association(インドネシア・インターネット・サービス・プロバイダー協会), 2018.

「Penetration and Behavior of Internet Users in Indonesia in 2017」

ただし、インドネシアのジョコ大統領は、2019年にカリマンタン島東部に首都を移転する計画を発表しており、都市部への人口の偏在は急速に緩和する可能性もあり、状況の注視が必要である。

“人口は首都への集中、周辺部の分散が課題。政府は首都移転を計画しており、鉄道の整備も積極的なので、人口の偏在は解消されるのでは”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

3.5. 東南アジアその他 4 か国の概況

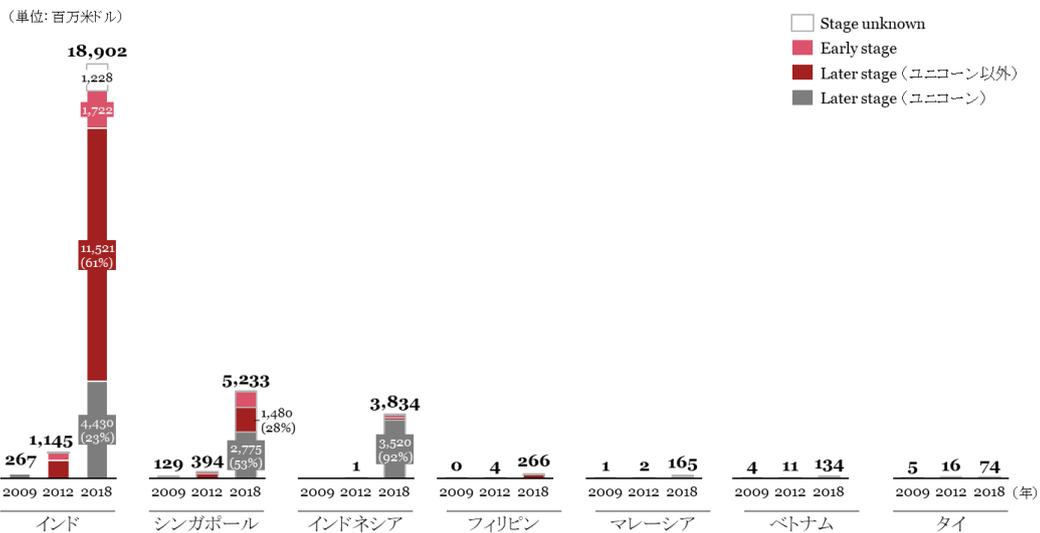
本節では、前節までに確認した主要 3 か国（インド、シンガポール、インドネシア）以外の 4 か国（ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン）について、その概要を整理する。

(1) 4 か国（ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン）の投資規模の動向⁹⁴

1-市場規模

図表 3.36 に示したベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン各国の調達総額の推移を確認すると、いずれの国も 2009 年から 2018 年にかけて調達総額の増加を確認できた。ただし、ベトナムでは上位 3 案件⁹⁵が全体の約 80% (111 百万米ドル) を占め (2018 年)、フィリピン⁹⁶、タイ⁹⁷においても同様の傾向が確認された。このように調達総額の増加は、市場全体の成長というよりも、一部スタートアップの調達に牽引された現象であると推察される。

<図表 3.36> 調査対象国における調達総額の国別比較 - 3 か年 - (再掲)



出典: CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成

⁹⁴ 各国のスタートアップ投資の調達金額は、CrunchBase を活用し、創業 15 年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認し(2019 年 12 月閲覧)、集計の上本文中に記載した(期間は 1 月から 12 月を対象として、各年を集計)。本文中に記載の調達単価については、各国における調達総額を総件数にて除し、算出している。なお、調達取引には、スタートアップに対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が発行する株式の過半数以上の取得)は含まない。

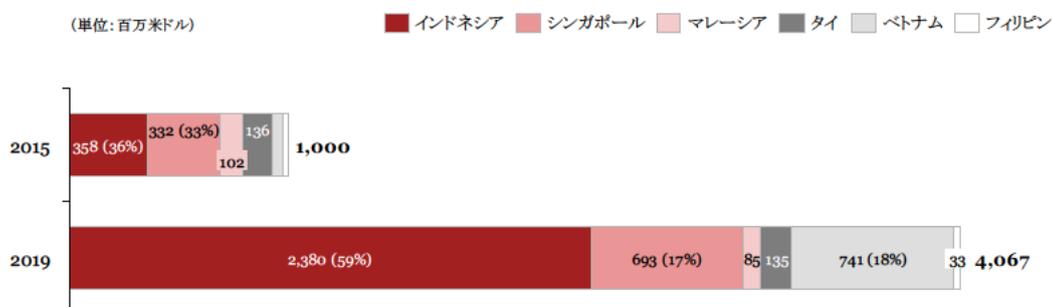
⁹⁵ E コマースを手掛ける Sendo が 51 百万米ドル、教育事業を手掛ける Topica Edtech Group が 50 百万米ドル、建設業を手掛ける Ricons が 10 百万米ドルを調達 (CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー集計)。

⁹⁶ 2018 年の調達総額の内、コミュニティサイト等を手掛けるデジタルサービス企業の Voyager Innovations による調達が 175 百万米ドル(全体の約 65%)を占める (CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー集計)。

⁹⁷ 2018 年の調達総額の内、社内モバイルメッセージツールを手掛ける Eko の調達が 25%以上を占め(20 百万米ドル)、Eko、SUNDAY INS CO., LTD (10 百万米ドル)、Eatigo (10 百万米ドル)、Gogoprint (7.7 百万米ドル)、Roojai.com (7 百万米ドル) の上位 5 案件では全体の 73%を占める(約 55 百万米ドル) (CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー集計)。

図表 3.36 は 2018 年までの傾向を示したものだが、図表 3.37 では異なる情報ソースを活用し 2019 年における東南アジア各国の調達総額を確認した。至近では、ベトナムの投資総額が大幅に増加しており、全体の 18%を占めるまでに急伸しているようである。

<図表 3.37> 東南アジア各国におけるスタートアップ投資額(国別比率)



出典: CentoCapital 提供のデータを基に PwC アドバイザリー作成⁹⁸

(2) 4か国(ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン)のスタートアップの特徴

1-成長フェーズ

その他 4 か国で誕生したユニコーンは、現状建築業を手掛ける Revolution Precrafted (フィリピン) の 1 社のみと推計されており⁹⁹、その輩出数は決して多くはない。このような目ぼしいスタートアップが表れにくい背景として、一部調査対象国について、識者からは「内向き志向」を一因として挙げる声があった。

“タイのスタートアップは国内に閉じる傾向が強い。タイの人口は 7 千万人弱なので、国外に展開しないと大きくなりにくい。そのため、「大規模に市場を獲得していく」という当社の投資目的からは外れてしまうため、タイのスタートアップは投資ターゲットになりにくい”(日本、IT・通信)

“マレーシアは国内人口が多くないため(3 千万人程度)他国へ進出しないとサービス拡大を見込めないのだが、サービスの仕様が中途半端なため他国展開が難しいケースが多いように感じる。現に、Grab 以外で東南アジアグローバルのサービスは出ていない”(日本、VC)

2-人材

ベトナムでは近年、国外で就学又は就業経験を持つ人材による起業が増加し、国内のスタートアップの質向上に寄与しているとの指摘があった。また、米国の名門大学へ留学中のベトナム人学生に対して、外資系 VC が本国ベトナムでの起業を持ち掛けるケースも存在するようである。

“ベトナムは東南アジア各国の中でも国内市場が比較的大きく、経済成長率が高い部類にあったが、近年では欧米帰りの人材を中心にして起業家の質が高まっていることも背景にある”(日本、VC)

⁹⁸ CentoCapital, 2019 「Southeast Asia Tech Investment 2019」

⁹⁹ CB Insights. 「The Global Unicorn Club」(2020 年 3 月 11 日閲覧) <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>

“ベトナムには、スタンフォード大学の卒業生やGoogle等で勤務経験を持つ人材が、自国での成功を期待しアメリカやヨーロッパから自国に戻り起業するケースが多い。今後も海外帰りの人材は増えていくと見込まれる。ハーバードで学んでいるベトナム人の学生に対してVCが起業を持ちかけるケースもある”(日本、VC)

“工業化が進んでいることもあり、ベトナムには技術系の良い人材が揃っている。加えて、人件費単価は中国やインド、インドネシア等と比較し、まだまだ安い。そのため、ベトナムにTechTeamを持つ他国のスタートアップも多い”(シンガポール、政府及び公的機関)

マレーシアは人材の質が高いとの指摘があるが、中でも華僑及び華人系起業家の存在感が大きいと言われる。彼らは英国や豪州等自国外での就学及び就業経験を持ち合わせていることが多く、その経験を通じてビジネス知識やプレゼンテーションスキル等、起業家、経営者として成功するために必要なセンスや技能も身に付けているケースが多いと言われている。

また、自国内にとどまらず東南アジア地域へ事業を拡大させる意識が強い点も、マレーシアの起業家の特徴的であると考えられる。マレーシアのスタートアップとしては、不動産販売ポータルサイトの運営を手掛けるiPropertyやサブスクリプション型によるビデオのオンデマンドサービスを手掛けるiflix等があるが、それらのようにリージョナル戦略を持っていたスタートアップは、適切な資金調達の際に恵まれた際は大きく成長できるケースが多いとの声がある。

“マレーシアでは、イギリスやオーストラリア等への留学・就職経験があり、リージョナルマーケットへの視点を持つ華僑及び華人系人材が非常に優秀と感じる。商売センスやプレゼンテーション能力も、マレー系やインド系と比較して、華僑及び華人系の方が優れている印象がある”(日本、VC)

“マレーシアは、シンガポール、インドネシア、ベトナム、タイ、マレーシア、フィリピンの6か国の中で1番目ないし2番目に人材の質が高いというイメージを持っている。国外での経験とリージョナルマーケットへの視点があることが成功要因となっている”(日本、VC)

“マレーシアは、非英語圏の中でも英語を使うことのできる人材が多く、さらに中国語、マレー語やそれに近いインドネシア語等の複数言語も使うことができる等、優秀な人材がそろいつつある”(日本、VC)

“マレーシアの起業家はみなDay 1から東南アジアマーケットをどう攻略するかについて考えており、リージョナルマーケットへの意識は非常に強い”(日本、VC)

国内人材の育成及び他国人材の勧誘を国全体で実施する仕組みも、マレーシアの特徴であると思われる。マレーシア科学大学では、全ての学生に対して起業家教育を必須科目にしており、起業教育を担当する専任教員のポストも設けている。また、高校生向けには、Digital Makers hub¹⁰⁰と呼ばれる大学教授や民間企業の研究者からテ

¹⁰⁰ Malaysia Digital Economy Corporation.「CREATING A NATION OF DIGITAL MAKERS」(2020年3月12日閲覧)
<https://www.digitalmakershub.at/>

クノロジー教育を受けることが可能な拠点も整備されている。また、他国人材の勧誘についても、IT系のスタートアップに対する支援を管轄する政府系機関 Malaysia Digital Economy Corporation では、海外人材獲得のためにビザや事業認可取得の優遇措置¹⁰¹を実施しており、国外から積極的にタレントを勧誘する動きがみられる。

現状、タイの起業家人材は多くはないものの、他国と同様、海外での就学及び勤務経験を有する人材を中心に緩やかな増加傾向を見せているようである。特に、バンコクやチェンマイ等の都市部ではIT人材が豊富であり、近年は英語を話せる起業家も増加している。このような人材の増加を背景として、タイではスタートアップの盛り上がり傾向を指摘するコメントも聞かれた。

“タイのIT人材はバンコクやチェンマイ等に多く、質も他国と比較した際に見劣りしない。起業家となる人材は数としては多くはないものの、他国のスタートアップ同様、国外での教育や勤務経験を得た優秀な人材が起業家として多く、起業家の数は増えてきている。また、以前は英語を話せない起業家も多かったが、その状況はここ数年で大きく改善されている”(日本、VC)

“近年はタイ国内でスタートアップが盛り上がりを見せており、起業家が雑誌の表紙を飾る場面等もある”(意見交換会)

フィリピンでは起業家となる人材を国内で輩出する環境が整っておらず、現状では起業家のほとんどが国外からの移住者であるとのコメントがある。その背景としては、百万人以上を雇用しているBPO¹⁰²産業と国外出稼ぎ労働者からの送金の2つが国内経済の大きな柱となっており、就労機会が十分に確保されているために起業を志しにくいことに加え、欧米企業からの業務の請け負いが主な業務とすることから、起業家精神が養われにくいことがあるとの指摘がある¹⁰³。

“フィリピンは外国人起業家の活躍が目立つ。地場の起業家は育ちにくい環境にあるのではないか”(日本、VC)

“フィリピンは英語圏なので国外から来たエキスパートが起業するケースがほとんどである。地元のフィリピン人はカルチャーとしてあまりスタートアップを立ち上げることはなく、国内で育った人材はあまり起業しない”(日本、VC)

¹⁰¹ シンガポールのNPOであるNEM Foundationとのパートナーシップのもと、MDECが導入したビザ優遇制度。ブロックチェーン等の高度な技術の知見を有する外国材を対象に、12か月間の就労ビザを発行する制度。

¹⁰² Business Process Outsourcingの略で、顧客である企業の依頼を受けて、業務の一部を請け負う産業のこと。

¹⁰³ JETRO, 2018.「アジア進出の一步目をフィリピンで」(2020年3月11日閲覧)

<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/special/2018/0902/05f3df1343432c79.html>

(3) 4か国(ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン)のスタートアップ・エコシステムの特徴

1-投資家

先述したように、外国で経験を積んだ優秀な起業家が増加していることを背景に、ベトナムでは国内外の投資家が増加しているとの声が聞かれた。例としては、ESP Capital、VIISA、Dragon Capital 等の地場 VC 等や 500 Startups 等の外資系 VC があげられる。

“起業家の質の高まりを背景として、最近ベトナムでは投資家が増加している”(日本、VC)

“ベトナムが次の有望な市場として台頭しつつある。ベトナムでは、自国外 VC の参入が相次いでおり、投資額は急激に増加している”(シンガポール、VC)

“ベトナムは、シンガポール、インドネシアに次ぐスタートアップ投資先として台頭しつつある”(日本、VC)

ベトナムでは、韓国系投資家の積極的な進出を指摘する声もある。これまで少なかったと言われている Series A、Series B を手掛ける投資家について、韓国系投資家を中心に増加しているとされている。例えば、事業会社である GS Shop や Samsung、大手財閥である Hanwha Group 等によって設立された CVC がベトナムで投資活動を行っているとの声も聞かれる。

“実際に多額の資金がベトナムに流入している。2008 年頃は Series A・B の投資家がほとんどいなかったが、現在では韓国系投資家が資金の出し手になっている。Korean Development Bank が「2019 年は東南アジアに注力する」とのメッセージを打ち出し、それに追随する形で多くの韓国投資家が入ってきた。ベトナムに進出している韓国系 VC として代表的なものは、GS Shop、Samsung Ventures、Hanwha 等があげられる”(日本、VC)

“ベトナムでは韓国系投資家の存在感が大きく、特に Seed を中心として韓国系 VC、事業会社からの調達が増加している”(日本、VC)

上記の投資家の増加を一因として、ベトナムにおける Over-Valuation の発生を指摘する声もある。

“ベトナムは人口も多いことから注目を浴びているが、日本を筆頭に外国の投資家がこぞって投資をしたため、企業価値が高騰している印象を受ける”(シンガポール、VC)

“日本の企業や投資家はベトナム進出について言及することが多いが、実態以上に Valuation が高いように感じる。ベトナムの起業家はインドに次いで優秀だと感じるが、各国からの投資の集中がベトナムのスタートアップの Over-Valuation を招いているのではないか”(日本、VC)

タイにおいては近年、通信会社や金融機関、不動産会社、石油会社といったの自国内企業が CVC を設立し、スタートアップ投資を活性化させているとの声がある。

“タイで近年設立された 15 社程度の CVC は、全てタイ国内企業によって設立されたもの。財関係企業や金融機関、不動産会社等、多様な業種の大手企業がスタートアップへ投資している。スタートアップと大手企業の距離が近く、アライアンスが組みやすいことがタイの特徴である” (日本、VC)

上記のとおり、一部の大手企業等によるスタートアップ投資は見受けられるものの、タイ国内において投資家はまだまだ多くはない模様である。Seed Stage の投資家は 10 社に満たず、Series A でも直近 3 年ほどで設立された CVC の 15 社程度にとどまるとの声が聞かれた。

“タイの投資家で Seed Stage を手掛けるのは 3 社程度に留まる。また、Series A・B になると、投資家は 20 社ほどのイメージ。ここ 3 年ほどで大幅に増加したが、大半は大手企業や財関係企業の CVC である” (日本、VC)

マレーシアでは、Seed における資金調達の担い手は出揃いつつある。その背景としては、スタートアップへの投資額への税優遇措置¹⁰⁴によって国内のエンジェル投資家が増加していること、クラウドファンディングの普及等が要因として想定される。

また、Seed Stage においては政府系ファンドの存在感も大きいと推察される。2003 年に設立された Cradle Fund は Seed Stage に特化した政府系金融機関である。従来の活動はスタートアップへの補助金の付与のみだったが、2015 年には Cradle Seed Ventures を設立してスタートアップ投資を実施しており、これまでに 700 社以上のスタートアップへ資金援助を実施した実績を有する。一方で、Series A では投資家が不足しており、資金調達が難しい状況にあるとの指摘もある。

“マレーシアには Series A の壁がある。3,000 万から 5,000 万円程度の資金を国内のエンジェル投資家やクラウドファンディングで調達することができるが、Series A は国外の VC に頼らざるを得ない状況がある。起業家の質は高いものの、Series A で資金調達ができずにとん挫するスタートアップが多数存在する” (日本、VC)

フィリピンのスタートアップ創業者・CEO を対象とする PwC 調査 (2017 年)¹⁰⁵ によれば 56% の起業家が「資金調達」を最も重要な課題として挙げており、また、「スタートアップに資金が流入しにくい」との声もあることから、フィリピンでは資金調達が困難な状況であるものと想定される。投資家は Kickstart を例として数社のみが存在する程度であるとの指摘もあり、実際に 2018 年のフィリピンでの出資件数は 21 件程度にとどまっている¹⁰⁶。

¹⁰⁴個人投資家が Early Stage への投資額を当該年度の総所得金額から控除することができる、Ministry of Finance (マレーシア財務省) による税制上の優遇措置。エンジェル投資家として認定されるための主な要件としては、マレーシアへ納税していること、収入が 18 万マレーシアリングギット (約 450 万円)、総資産が 3 百万マレーシアリングギット (約 7500 万円) 以上等がある。

¹⁰⁵ PwC Philippines, 2017. 「Off to a great start – The Philippines Startup Ecosystem (2017 Philippines Startup Survey)」

¹⁰⁶ CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー集計。

“フィリピンの資金調達環境は、他国と比較して非常に遅れている。大手企業とスタートアップの距離も大きく、スタートアップへお金が流れていない。VC は少なく、Seed も Series A を手掛ける投資家も 2,3 社程度と、資金の出し手がない状況” (日本、VC)

2-Exit 環境

タイのスタートアップは前述の通り外国に出でいかない傾向が指摘されているほか、大手企業との距離が近いため、結果として、Series B 以前の段階で自国内 IPO やタイ企業による M&A といった Exit 手段を選択するスタートアップが多く、Later Stage でのグロースを求める外資 VC が参入を検討するうえでハードルとなっており、タイの投資家層の厚みは他国ほどの広がりを見せていない状況にあるようだ。

“タイの大手企業はスタートアップに協力的。スタートアップのサービスを大手企業がすぐに使ってくれるうえ、コストが安いこともあり、スタートアップは国内市場限定の事業内容でもマネタイズがしやすい状況にある。国内でマネタイズに成功した後で、国内での IPO やタイの大手企業による Series B での M&A Exit を選択するという流れが一般的となる。なお、Series B で Exit してしまう状況は、スタートアップに Later Stage での成長を求める外資系 VC が投資をためらう要素にもなっている”

(日本、VC)

3-政府及び公的機関

ベトナムでは、アイデア段階の起業家を Exit まで継続的にサポートすることを目指して、2016 年より Ministry of Science and Technology (ベトナム科学技術省) が Project 844 をはじめとした施策を実施している。Project 844 はスタートアップ数を 200 社にするとの増加目標を掲げている。しかしながら、未だスタートアップ関連イベントの開催等に留まっており、いまだ不十分であるとの指摘も聞かれた。

“ベトナム政府によるスタートアップ支援は、フィリピンに比べると充実しているようにみえるが、まだまだ不十分である。投資家への資金援助等もなく、スタートアップ関連イベントの開催等にとどまっている” (日本、VC)

マレーシアでは、デジタル分野での起業促進をはかるため、それまで異なる省庁が個別に実施していた起業家支援政策を一元的に管理すべく、スタートアップ支援政策を包括的に管轄する Ministry of Entrepreneurship Development (マレーシア起業家育成省) が 2018 年に新設され、National Entrepreneurship Policy 2030 等の政策がつけられた。なお、マレーシア政府はイスラムの領域で、各国における起業家が連携する機会を作り繋ぎの中心になるようなスタートアップ・ハブの形成を目指している、との声もある。

“マレーシアはシンガポール同様、豊富な政府支援を武器にイスラムのスタートアップ・ハブを構築しようとしている。クアラルンプール近郊のスタートアップ・エコシステム拠点である Cyberjaya¹⁰⁷ が Aerodyne¹⁰⁸ の誘致に成功したこと等、グローバル展開できるスタートアップを誘致しようとの動きがみられる” (意見交換会)

¹⁰⁷ IT 産業の拠点として、政府主導で開発を進めている新興都市。アクセラレーターである MaGIC (詳細は後述) やマルチメディア大学等が拠点を置いている。

¹⁰⁸ 2014 年にマレーシアで創業され、自然資源や石油、ガスの管理といった領域にドローンを用いたサービスを提供しているスタートアップ。

なお、アンケート調査(添付資料参照)では、政府支援に対する好意的な声もみられた。

“経営者に対するトレーニングや有望な事業への補助金の付与等を通じて、マレーシア政府は積極的な支援策を展開している”(マレーシア、スタートアップ)

“マレーシア政府は、E コマースや貿易実務についてのワークショップを多数実施している”(マレーシア、スタートアップ)

タイにおいては、National Startup Committee(国立スタートアップ委員会)主導のもと、様々なスタートアップ支援施策が掲げられている状況と見受けられる。例としては、政府系ファンドの設立や SMART Visa と呼ばれる外国高度人材へのビザ優遇制度¹⁰⁹等の施策がある。しかし実質としては、政府による支援はイベント開催等の効果が限定されたものとどまっているとの声が VC や同国の起業家より聞かれた。

“インドネシアやフィリピンでは政府はスタートアップ支援を掲げているものの、実質的な効果は限定的。タイにおいてもイベント開催等の取り組みに留まっている状況にある”(日本、VC)

“タイ政府は Startup Thailand のイベント開催等を実施しているが、スタートアップに対して効果的な取り組みを行っているとは言えない状況にある”(タイ、スタートアップ)

フィリピンでは、Department of Information and Communications Technology(フィリピン情報通信技術省)が、同国内のイノベーションの促進を目的に 2015 年に Philippine Roadmap for Digital Startups を策定している。2020 年までにスタートアップを 500 社輩出することや国内の資金調達累計総額で 200 百万米ドルを達成することを目標として掲げているが、スタートアップ関連イベントの開催支援等にとどまり、具体的な効果には未だ至っていないとみる識者もいる。

“インドネシアやフィリピン政府は、スタートアップへの政府支援を掲げてはいるものの具体的な効果へとは至っていない印象”(日本、VC)

¹⁰⁹ Thailand Board of Investment(タイ投資委員会).「Thailand's SMART Visa」(2020年3月12日閲覧)

<https://smart-visa.boi.go.th/smart/index.html>

タイ政府が、特定セクターへの外国人材の勧誘を図って 2018 年に導入されたビザ優遇制度。スタートアップに関連するものでは、1 年以内にタイで会社を設立することやインキュベーションプログラム等に参加していることを条件に、外国起業家に対して、更新条件付きのビザを 1 年間発給するという制度がある。

なお、一部の調査対象国に関して、その社会インフラの形成段階に関するコメントも聞かれたため、最後に参考として記載する。

“フィリピンでは、2006年から2018年にかけて、通信インフラや消費者間のITリテラシーが発達した印象である。特に直近4～5年でスマートフォンが急速に普及したイメージがある。フィリピンはスマートフォンの利用時間が世界1位の9時間だが、それはプリペイドが中心であり、通信料が安い。長時間利用しても、利用者の金銭的な負担が大きくない。スマートフォンの普及に伴い、最近は決済系の市場が急速に伸びている。特に中国勢(Alipay、WeChat Pay)が、地場の通信会社と連携しながら進出していることが印象的である”
(日本、IT・通信)

(4) 今後の見通し

東南アジア諸国では人材不足に悩む国が多い中で、シンガポール、インドネシアに次ぐスタートアップ・エコシステムとして存在感を増してきているベトナムについては、近年では欧米で経験を積んだ後にベトナムに魅力を感じて帰国し起業する、英語を使えるレベルの高い経営人材が多いとの指摘がある。高度な経営人材が増加している背景としては、ベトナムの資金調達環境が改善したことが挙げられるようである。ベトナムには、かつては **Series A**、**Series B** の投資家が存在しなかったものの、近年韓国系 VC やシンガポール系 VC をはじめとする外資系 VC が集まり、実際に多額の資金が流入している状況である。そして高度な経営人材の多い国は投資家から有望な投資先とみなされることから、さらに資金の流入が進むと考えられる。そのため、資金流入と高度な人材の増加は循環的な関係にあると言え、人材の増加と資金の増加の循環的サイクルが始まっているように見受けられるベトナムでは、今後もこの流れにしたがって資金の流入、人材の高度化が進むように見受けられる。ベトナムの課題としては、スタートアップが国内の市場が十分に大きい故に海外展開を図らず、国内に閉じてしまう傾向があることと、政府支援が未だ手薄であることが挙げられるであろう。政府支援策については、現在ではイベント開催等にとどまり、スタートアップ関係者が実利を実感するには至っていない状況だが、今後より具体的な支援策が追加され、スタートアップを取り巻く状況がさらに改善に向かう可能性もあると考えられる。

マレーシアについては、政府支援が充実しており、華僑及び華人系の優秀な人材が存在するとの声があったことから、タイ、フィリピンと比較すると一歩進んでいる状況であると見受けられる。しかしその一方で、前述の通り、**Series A** での資金調達を行うためには海外展開をしていることが必要であるにも関わらず、**Series A** での資金調達を行わない限り海外展開が不可能であるとのジレンマから、**Series A** の壁が存在することが課題となっている模様である。**Series A** での資金調達において海外展開が必要となっていることの背景には、国内で活動する VC が僅かであることが挙げられるため、**Series A** の壁解消のためには前述のジレンマ解消あるいは国内への投資家の集積が必要であると思われるが、どちらも解決には一定の時間が必要とされると考えられる。

タイでは、都市部には質の高い IT 人材が豊富に存在するとのポジティブな面の指摘もあった一方で、国内のマーケットがマレーシア等と比較すると大きいために、スタートアップが海外展開を志さず国内に閉じる傾向があることから、**Series B** 以降の投資家が不足しているとの課題が存在するようである。スタートアップの成長のためには、全ての段階において途切れなく投資家が存在し、資金調達が可能であることが必要不可欠であるため、このように **Series B** の壁という問題はスタートアップ発展のためには解消が必要である。ただし、**Series B** の壁の背景である、タイのスタートアップの国内に閉じる傾向は、政府の介入によって解決される問題ではなく今後容易には変わっていかないと考えられるため、**Series B** の壁の解消には中長期的な時間がかかると考えられる。

フィリピンでは、国内に起業する文化がないことが、今後のスタートアップ勃興に対する最大の課題であると考えられる。前述の通り他国企業からの業務を請け負う BPO 産業が主要産業となっていることが起業家層の薄さにつながっていると考えられるため、起業家精神を養うには新たな取り組みが必要であるうえ、起業家精神の醸成及びスタートアップの活況に至るまでには未だ暫く時間を要すると考えられる。

コラム：発展過程にあるアクセラレーター及びインキュベーターの状況

ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンでは、スタートアップにとって必要な情報やメンタリング¹¹⁰へのアクセスの制限が、スタートアップ・エコシステムの形成に向けた一つの課題となっている。

ベトナムでは、ハノイを中心に現在 40 を超えるアクセラレーター、インキュベーターが活動しており、スタートアップが様々な支援を享受できる環境が整いつつある。シリコンバレーに本社を持ち、これまで 65 か国で 4,000 社以上を輩出した世界最大のアクセラレーターである **Founder Institute** がホーチミンとハノイでも活動したり、政府系のアクセラレーターである **Vietnam Silicon Valley** が 60 件以上支援を行ったりと、それら取り組みは活性化しつつあるように見受けられる。

マレーシアにおいては、同国財務省が直轄するイノベーションセンターである **MaGIC (Malaysian Global Innovation and Creativity Center)** が、これまでに 80 を超えるスタートアップに 4 か月間のアクセラレータープログラムを提供する等、Seed 期のスタートアップ支援を実施している。**MaGIC** は、前述した **Cyberjaya** に位置しており、マレーシア国内のスタートアップにとどまらず、国外の企業や人材の勧誘も行っている。また、米国等の先進的な機関との提携等も進めており、MIT やケンブリッジ大学、ロンドン大学で開発された教育プログラムを用いているほか、スタンフォード大学での 1 週間の起業家養成研修への派遣も行われているようである。

タイにおいては、大手金融機関である **Bangkok Bank** が設立した **Bangkok Bank InnoHub** が **FinTech** 企業を 16 社、そして大手通信企業である **DTAC** が設立した **DTAC Accelerate** が **Tech** 領域のスタートアップを 46 社支援している等、大手企業傘下のアクセラレーターが活発であるように見受けられる。2019 年には、東南アジア最大のデジタルイノベーションハブとしてコワーキングスペースや居住空間等を起業家向けに提供する「**True Digital Park**」を同国のコングロマリット企業である **True Corporation** が開業しており、徐々にスタートアップへの支援は充実しているようである。

最後に、フィリピンではこれまでに、**IdeaSpace** や **Kickstart Ventures** 等のアクセラレーター、インキュベーターによるスタートアップの支援が確認されている。また、**IdeaSpace** は **Department of Trade and Industry** (フィリピン貿易産業省) とパートナーシップを組んで **QBO** イノベーションハブを設立している。同イノベーションハブではネットワーキングイベントを定期的に行っており、スタートアップ・VC・民間企業・専門家等各種ステークホルダー間の協業や情報共有を促す等、支援プレイヤーが点在しており未成熟だったフィリピンのスタートアップ・エコシステムの発展が進む動きもみられる。

¹¹⁰ 起業経験者やベンチャーキャピタリスト等が、創業間もない起業家に対して知見や経験を提供することを通じてスタートアップの成長を促す方法。

4. 日本企業の課題と将来に向けた提言

本章では、第3章において示された東南アジア・インドにおける現状を踏まえて、現地ヒアリングに基づく日本企業の現状及び課題を整理し、当該地域におけるスタートアップ投資の促進に向けた提言を行う。まずは4.1節で、東南アジア・インドのスタートアップ投資の環境の中で、日本企業が置かれている現状について述べ、次に4.2節で、新興国におけるスタートアップ投資に取り組むに当たっての前提について説明する。更に4.3節では、現地ヒアリングを通して把握された日本企業が直面しがちな課題について説明し、4.4節では日本企業に対する提言を行う。

4.1. 日本企業が置かれている現状

第3章では東南アジア・インドにおける主要なスタートアップに対する主要投資家を見てきたが、図表4.1に示す通り、東南アジア・インドでは、SoftBank¹¹¹が積極的な投資を行って存在感を示しているものの、他の日本企業は、米国や中国に比べるとまだ投資は限定的であることが窺える。なお、図表4.1に示したスタートアップは、第3章で紹介した各国の主要スタートアップである(詳細は図表3.19、3.25、3.32に記載)。

<図表 4.1> 主要スタートアップに対する投資家の分布

	日本企業		中国企業	米国企業	その他	
	SoftBank	その他企業				
インド	Ola	✓	✓	✓	✓	
	Snapdeal	✓		✓	✓	
	OYO	✓		✓	✓	
	Swiggy			✓	✓	✓
	One97 Communications	✓		✓	✓	✓
	ReNew Power		✓	✓	✓	✓
	BigBasket			✓	✓	✓
	BYJU'S			✓	✓	✓
	Zomato				✓	✓
	PolicyBazaar	✓		✓	✓	✓
	Hike			✓	✓	✓
	Delhivery	✓		✓	✓	✓
	Udaan				✓	✓
	InMobi	✓			✓	✓
	Rivigo			✓	✓	✓
	Mu Sigma				✓	✓
	Lenskart.com	✓			✓	✓
Dream 11			✓		✓	
シンガポール	Grab	✓	✓	✓	✓	
	Lazada Group		✓		✓	
	Sea				✓	✓
	Trax			✓	✓	✓
	BIGO Technology			✓		✓
	ONE Championship				✓	✓
	TauRX Pharmaceuticals					✓
	ZALORA Group					✓
	Heptagon Advanced Micro Optics				✓	✓
	GreyOrange				✓	✓
インドネシア	Gojek		✓	✓	✓	
	Tokopedia	✓	✓		✓	
	Matahari Mall		✓		✓	
	Traveloka			✓	✓	✓
	Akulaku			✓	✓	✓
	Qoo10-Indonesia				✓	✓
	Elevenia					✓
	Navigat Group					✓
Reliance Capital Management					✓	
Orchid Internet Holdings					✓	

出典:CrunchBase 社提供のデータベースを基に PwC アドバイザリー作成¹¹²

¹¹¹ SoftBank グループが擁する投資関連会社(SoftBank, SoftBank Telecom Corp, SoftBank China & India Holdings, SoftBank Capital, SoftBank Ventures Asia, SoftBank Vision Fund, SoftBank-Indosat Fund 等)のいずれかを指し示す(次頁以降も同一)。

¹¹² 第3章の各国動向における主要なスタートアップに対する投資家の分布を抜粋・整理した。本図表における「企業」は、事業会社に加え、VC等の投資会社も含む。

また、現地ヒアリング調査において、スタートアップ投資における日本企業(事業会社)について聞き取りを行ったところ、投資家としての存在感の薄さを指摘する声が多く、スタートアップ投資においては、米国・中国等の他国と比較して出遅れているという指摘もあった。以下に、現地スタートアップ経営者や、現地でスタートアップ投資を行っている事業会社、VC等の声を紹介する。

“米国・中国だけでなく、韓国系の投資家も沢山来ている。日本企業はあまり見ない印象。日本企業も、もっと積極的にやっても良いのではないか”(インド、スタートアップ:フード関連)

“日本企業は製造業では新しい試みに投資しているように見えるが、デジタル等新しい領域のスタートアップへの投資には躊躇しているように見える”(中国、IT・通信)

“2015年、2016年頃にはシンガポールのスタートアップから、日本企業の紹介や交渉サポートの依頼が多かった。ただし、最近では意思決定の遅さ等を背景として、日本企業は諦められている節が窺える”(日本、VC)(再掲)

“アジアのスタートアップは、売却先として中国のAlibabaやTencentを見ていて、日本企業は見えないと感じる。東南アジアで仕事をしていると、日本企業の存在感の低下を感じる”(日本、VC)

“日本企業とも会っているが、時間がかかる。韓国大手企業は非常に積極的で、ある韓国企業では本社の副会長が直接こちらに面会に来たし、2ヵ月ほどで出資も決めてくれた”(インド、スタートアップ:自動車関連)

他方、日本企業に対する信頼感等、日本企業に期待する声も多く聞かれた。現地において適切な取り組みができれば、東南アジア・インドのスタートアップから日本企業が受け入れられる素地は十分あるものと感じた。

“日本企業は意思決定は遅いが、一度決めれば、責任感を持って取り組んでくれ、ビジネスパートナーとして非常に信頼できる”(インド、政府及び公的機関)

“まとまったお金が早く欲しいときは中国企業が良いが、事業を一緒に作っていきたいのであれば日本企業の方が望ましい”(インド、政府及び公的機関)

“日系大手企業のブランドは、インドでは非常に価値がある。日本企業と組みたいという現地のスタートアップは多く、我々も日本企業を彼らに紹介し、提携・出資に繋がった事例は多く存在する。また、中国企業と比較してマネーディンプリンが非常に高く、資金の振り込みも期限までにしっかりと実行される。日本企業はもっと自己評価を高く持っても良いのではないか”(意見交換会)

4.2. 新興国におけるスタートアップ投資に取り組むに当たっての前提

東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資には、図表 4.2 で示す通り、**(1) スタートアップ投資**の特性に加え、**(2) 新興国投資**の特性が混在することにより、その難しさを生じさせていると考えられる。そのため、それら 2 つの特性を意識しながら、新興国スタートアップ投資に臨むことが望ましい。本節では、それら特性について、**(1) 通常(非スタートアップ)の M&A と比較したスタートアップ投資の特性**、**(2) 先進国投資と比較した新興国投資の特性**について、それぞれ説明した上で、次節以降の課題分析及び日本企業に対する提言につなげていく。

<図表 4.2> 新興国におけるスタートアップ投資の特性¹¹³

	一般的な相違点
スタートアップ投資 (通常のM&Aとの比較)	<ul style="list-style-type: none">不確実性が極めて高く、成功確率が低いハイリスクハイリターン型であり、積極的なリスクテイクが必要である事業の安定性よりも、事業の成長性を重要視することが多い個別案件への限定投資に留まらず、複数企業に対するポートフォリオ投資により、総体としての投資リターンを追求する資金調達プロセスなどの時間軸が短期間(数週間)で進行する
新興国投資 (先進国投資との比較)	<ul style="list-style-type: none">新興国の社会インフラが未整備であることや商習慣・文化の違いなどに起因して、各国固有の社会的課題が存在し、それら課題解決を目指すスタートアップの起業機会が豊富(先進国の社会的課題とは相違)現地法制・規制変更が唐突かつ頻繁に行われる等、先進諸国に比較して高いカントリーリスクが存在し、スタートアップや投資家も対応が求められる現地有力企業(例:財閥系企業)の存在感が極めて大きいことも

(1) スタートアップ投資の特性

スタートアップ投資の特性を考える上で、まずは投資形態について整理する。主な投資形態としては、図表 4.3 に示す通り、事業会社(本体)からの直接投資や、CVCファンドや投資子会社からの出資、VCファンドへのLP出資、という間接投資が想定される。直接投資は、対象会社の支配権取得の有無により、主としてマジョリティ出資(支配権取得を伴う過半の株式取得のケース)とマイノリティ出資(支配権取得を伴わない株式取得のケース)がある。

¹¹³ 新興国投資と先進国投資、スタートアップ投資と通常の M&A の比較について、PwC アドバイザーがスタートアップ・ディールで蓄積した知見を基にして、一般的と考えられる相違点をとりまとめたもの。

<図表 4.3> 主な投資の形態

主な投資形態		
直接投資	マジョリティ出資	・ 事業会社(本体)からスタートアップに対する直接投資 (主に50%超)
	マイノリティ出資	・ 事業会社(本体)からスタートアップに対する直接投資 (主に50%未満)
間接投資	CVC	・ 事業会社(本体)が組成するCVCファンド又はCVC子会社経由でのスタートアップ投資(通常マイノリティ出資) ・ CVCファンドを組成する場合、事業会社(本体)がLPとなり、GPは、CVC子会社が担う場合と外部のVCに委託(二人組合形式)する場合がある
	VCファンドへのLP出資	・ 純投資を目的とするVCファンドにLP出資を行い、そのVCファンド経由で(間接的に)行うスタートアップ投資

通常の M&A の場合は、主には直接投資(マジョリティ出資)となることから、M&A デールフロー¹¹⁴の中で、戦略に整合した対象会社の選定やデューデリジェンス(DD)¹¹⁵実行によるリスク精査、買収後の PMI (Post Merger Integration)¹¹⁶及びシナジー創出等の取り組み等が肝になる。これら通常の M&A を想定した日本企業への示唆としては、平成 29 年度に経済産業省が公表した「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」¹¹⁷における分析・提言がある。一方、スタートアップ投資における主要な投資形態はいくつか想定されるが、スタートアップの不確実性の高さに起因して、総じてマイノリティ出資(数%~10%前後の持分取得)から始めていく手法が一般的である。具体的には、事業会社(本体)からの直接投資(マイノリティ出資)に加え、事業会社が自ら組成する CVC ファンドまたは CVC 子会社経由でのスタートアップ投資(通常はマイノリティ出資)の他、スタートアップへの純投資を行う VC に対する LP 投資¹¹⁸、等も考えられる。上記のように通常の M&A と、スタートアップ投資で想定される投資形態の違いを念頭に置き、以降では、それら特性の一般的な相違点について述べていく。

図表 4.4 に示す通り、スタートアップ投資と通常の M&A では、大きく異なる点がある。本図表では、上述した「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」を基に、スタートアップ投資で求められる行動様式の違いを示しているが、最も大きな違いは、スタートアップ投資は、非常に不確実性が高い取り組みであるということである。新しい技術やビジネスモデルを掲げて新しい市場を開拓しようとしている創業から数年のスタートアップは、通常の M&A で対象とするような安定した事業を保有している企業と比較すると、大きな不確実性(リスク)を内包している。一方で、成功すれば、投資した株式の価値は数十倍から数百倍、場合によってはそれ以上になるケースもあり、通常の M&A とは比較にならないくらい高いリターンをもたらす、いわゆるハイリスクハイリターン型の投資である。そのため、スタートアップ投資で十分な経験を積んでいる企業にとっては、個別の投資案件で確実な成功を期待するのではなく、複数のスタートアップに投資を行い、ポートフォリオ全体で投資リターンの確保を目指すことが一般的である。

¹¹⁴ ここでは、M&A の案件(デール)を進行していく上でのプロセスを指す。

¹¹⁵ 「デューデリジェンス」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

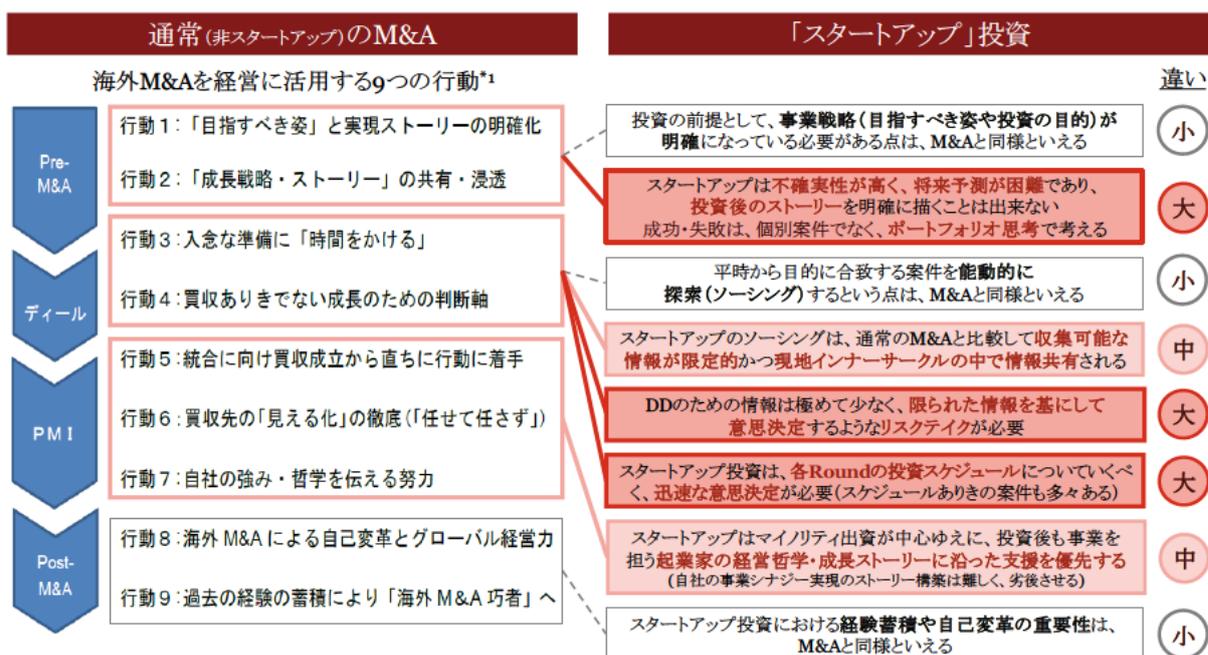
¹¹⁶ Post Merger Integration の略。期待する経営効果実現のために買収後に行う経営統合作業のこと。

¹¹⁷ 「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」については、下記リンクを参照。

<https://www.meti.go.jp/press/2017/03/20180327003/20180327003-3.pdf>

¹¹⁸ 「LP 投資」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

<図表 4.4> 通常の M&A とスタートアップ投資における行動様式の違い¹⁴⁹



「Pre-M&A」での違い: スタートアップの不確実性を前提とした投資戦略(ポートフォリオ思考)

そもそも自社にとって何のためにスタートアップ投資を行うのか、その目的が明確でないと、投資戦略(どのようなスタートアップに投資すべきかという方針)も立てられず、適切な投資活動を行うことは難しい。投資の目的を明確にするには、投資の大前提として、投資戦略を決定付ける上位概念としての事業戦略(自社事業において、「将来的に目指したい姿」に到達するために、現在の事業の状態とのギャップを埋めるための方針)が明確である必要がある。この点は、投資の種類に関わらず、スタートアップ投資においても、通常の M&A と同様である。

一方で、投資戦略においては、通常の M&A とは異なる部分がある。通常の M&A の場合、「目指すべき姿」や「成長戦略・ストーリー」を明確に持ったうえで、その実現に寄与しうる企業を買収候補先企業として選定するアプローチが求められる。一方、特に Early Stage を中心としたスタートアップの多くは、新たな市場を創造するべく事業に取り組んでいるため、将来予測が難しいことが多い。そのため、特に Early Stage のスタートアップへの投資においては、投資後のストーリーをしっかりと作り込むのではなく、現時点で想定できる範囲の投資後の状況を検討するにとどめる等、不確実性を前提とした投資アプローチが重要となってくる。

また、スタートアップ投資の不確実性の一つとして、投資先企業の Exit の難しさも挙げられる。そもそも、新たな事業に取り組んでいる投資先のスタートアップが、市場競争の中で勝ち抜きながら Exit できるレベルにまで事業を拡大させることが出来るかというスタートアップ特有の問題がある。また、第 3 章でも詳述した通り、調査対象国の取引所における新興企業向けの IPO 環境や、M&A マーケットの成熟度によっては、上場企業と比較して株式売却による Exit が難しいという問題もある。このような問題が相俟って、スタートアップ投資で Exit しづらいリスクも相応に存在するといえる。

このように、スタートアップ投資が抱える不確実性を前提とした場合、事業上の投資目的は明確にしつつも、個別投資案件でリターン(戦略リターンと財務リターンの両方)の成否を判断するのではなく、投資全体(つまり、全案件)

¹⁴⁹平成 29 年実施の前回調査「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」(経済産業省)より抜粋
<https://www.meti.go.jp/press/2017/03/20180327003/20180327003.html>

で判断するポートフォリオ思考が適している。これは、投資対象が **Early Stage** 等の不確実性が高い企業であればあるほど、この傾向が強くなるといえる。

「ディール」での違い: 現地インナーサークルへの入り込みの重要性、迅速な意思決定とリスクテイク

通常の **M&A** とスタートアップ投資の違いが最も大きく出てくるのは、「ディール」のフェーズ、特に後述するデューデリジェンス実行方法を含めての迅速な意思決定である。

まず、スタートアップへの投資機会を掴むには、現地の起業家・投資家等のスタートアップ・エコシステム内での人的ネットワークが重要となってくる。平時から目的に合致する投資案件を能動的に探索(ソーシング)するという点は、通常の **M&A** と同様であるが、スタートアップ投資のソーシングでは、収集可能な情報は限定的であり、いわゆる現地の「インナーサークル」に入り込めるか否かが、優良案件へのリーチにおいて決定的に重要である点は、通常の **M&A** と異なる点と言える。スタートアップによる資金ニーズや実際の調達活動は、インナーサークル内でのみ情報共有されることが多い。通常の **M&A** のように、投資銀行等 **M&A** を仲介する金融機関が、売手企業(被買収企業)に関する情報を、買収に関心を持つかもしれない買手候補企業に幅広く声がけしたり、逆に、買手企業側のために、買収ターゲットになり得る企業に対して、出資受け入れを検討できるか否かを打診したりするのは、案件情報に関する情報伝達・共有の仕組みが異なっている。

更に、通常の **M&A** であれば、入念な準備に時間をかけ、**DD** を通して買収対象となる企業に関するリスクをしっかりと精査し、リスクへの対処方法も検討した上で意思決定を行うことが多い。このような **M&A** ディールは、スケジュールありきで進めることは得策ではなく、自らの判断軸に照らし合わせた冷静な意思決定が求められる。一方で、スタートアップは、通常の **M&A** で対象となる企業と比較すると、様々なリスクを抱えながら事業を推進していることが多く、かつ、通常 **M&A** と同じように **DD** を行うための各種資料は整備されていない。投資家としては、リスクを粒さきに洗い出してどのように対処するかを精査しだすと、自社が納得できるだけの **DD** の成果は得られないばかりか、多くの時間を費やしてしまい、投資そのものが難しくなってしまう。スタートアップ投資における **DD** では、リスクの網羅的な検出を主眼とせず、特に **Early Stage** のスタートアップへの投資においては、将来の成長ポテンシャルの大きさやビジネスモデル上の優位性、及びそれらの成長に導きうる経営チームを構築できているか(またはできそうか)に重点が置かれることが一般的である。もちろん、成長に向けた阻害要因・リスクについては慎重な検討を要する場合もあるが、最終的にあらゆるリスクを解消することはできず、一定のリスクを許容する投資姿勢が重要となってくる。例えば、**VC** が実施する **DD** は短期間で実施され、通常の **M&A** で事業会社が行う **DD** とは、分析の粒度や視点が異なっていることを理解しておく必要がある。そのような **VC** の行動特性もあって、スタートアップの資金調達に参加できる機会を得た場合でも、通常は 1 ヶ月前後での迅速な意思決定を求められることが多く(**Early Stage** であるほど短く、**Later Stage** であるほど検討時間を確保できる傾向にはある)、既に他の投資家の検討が進んでいる場合は数週間で意思決定を求められる場合もある。特に、**Early Stage** のスタートアップの場合では、資金調達プロセスが速いスピードで進行し、各 **Round** での投資スケジュールについていくためにも迅速な意思決定が必要となる。また、有望なスタートアップであればあるほど、投資を希望する多数の投資家が集まり、投資競争は激化しがちである。このような中では、起業家(またはリードインベスター)側のペースで **Round** が進んでいくため、ますます制約された時間と情報の中での意思決定が求められる傾向が強い。

「PMI」での違い: マイノリティ投資家として起業家を支援

上述の通り、スタートアップ投資の場合、数%~10%前後のマイノリティ出資からスタートすることが多い。投資する事業会社として、投資対象となるスタートアップが自社戦略実現に向けて真に必要な企業との確信が持てれば、マイノリティ出資を経ずに、最初から過半数取得による買収(マジョリティ出資)を狙う場合もありえる。しかしながら、一般的には、不確実性が高いことからスタートアップ投資においてはマイノリティ出資から始め、徐々に投資先スタートアップとの関係性を深めていく中で、自社戦略実現に向けた取り込み要否を判断し、必要不可欠との確信が持てた段階でM&Aに移行するという流れとなる。そのため、通常のM&Aのように、投資後に直ちに両社統合に向けた施策(PMI)により、「自社(だけの)経営哲学や経営ストーリーを共有・浸透」したり、「投資後、直ちに買収先の(あらゆる)状況を把握し、統合に向け相手側への要求事項を明確化」するような対応を行うことは適切ではない。スタートアップ投資では、引き続き事業を担う起業家や他の株主との関係を踏まえた投資後の対応を検討する必要がある。すなわち、自社による投資後も起業家に経営を任せつつ、自社は(マイノリティ比率のみを有する)一株主として、投資先スタートアップを支援していくことが必要である。スタートアップの視点では、事業会社から資金を調達する場合は、起業家・経営者らは何らかの事業シナジーを期待していることが一般的である。単純に資金が必要なのであれば、VCから調達すれば十分な中で、あえて事業会社からも調達を行うのは、事業会社側の顧客基盤や営業力、技術力、信用力等の事業アセット¹²⁰を活用させてもらえることに期待しており、投資家としてはこれに応えることが求められる。結果、スタートアップへの投資後は、スタートアップから何かを獲得しようという姿勢を優先することよりも、まずは自社の事業アセットを活用してスタートアップを支援して企業価値向上やビジネス構築・強化・拡大に資するべきであり、自社が狙いたい事業シナジーについてはスタートアップ側がそれを受け入れられるくらい十分に成長した段階で検討することが望ましい。つまり、スタートアップ投資では、自社ではなく起業家の経営哲学・成長ストーリーに沿った支援を最優先とした上で、投資先企業の成長に応じて、その後に自社の求める事業シナジーを追求していくという点において、通常のM&Aとは異なるといえる。

(2) 新興国投資の特性

図表 4.2 にも示した通り、先進国のスタートアップと新興国のスタートアップでは、解決しようとしている社会的課題が異なる場合があり、かつ、社会課題解決型の起業機会が豊富に存在する。例えば、貧困者向けに小口融資の機会を提供するマイクロファイナンスのように、新興国特有の社会課題に取り組むようなケースもあれば、取り組もうとしている社会課題そのものは先進国のスタートアップと大きく変わらないものの、その前提となる現地市場の状況が先進国とは異なるため、事業内容に現地の事情を反映した工夫が施されているような場合もある。

また、現地独自の法制・規制も存在し、ビジネスモデルを評価する上で、それらに対する基本的な理解が必要となることも、新興国における投資の特性の一つである。加えて、それらの法制・規制が突然変更となることもあり、更に、それらの変更の一部は、自国企業による産業振興を目的として、自国外の企業にとっては不利益となるようなものである可能性もある。そのような、いわゆるカントリーリスクは、現地でのスタートアップ投資にも一定程度の影響があるため、それらに対する理解・対応力も必要となってくる。

更に、現地有力企業の存在も新興国投資における特性の一つである。国によっては、財閥企業が自国内に独自の経済圏を持っており、現地有力企業として国家の発展と共に成長しており、自国内の経済圏における存在感は絶大であることも多い。こうした現地有力企業が構築した経済構造や地場の市場を熟知する現地有力企業の動向を把握することは、新興国投資を推進する上で留意するべきである。

¹²⁰ 企業が持つ営業力、技術力等の、自社が保持し事業を行ううえで活用している有形・無形の資産を指す。

4.3. 日本企業が直面しがちな課題

前節で説明した通り、新興国におけるスタートアップ投資に取り組むに当たっての前提を踏まえた上で、現地において日本企業が直面しがちな課題について、現地でのヒアリング等で把握された点を整理していく。スタートアップ投資は、投資先企業の成長ステージにもよるが、投資目的や投資後の関与等の個別のスタートアップ投資案件について留意すべき点と、複数案件のポートフォリオとしてどのように管理するか等のスタートアップ投資全般について留意すべき点もある。加えて、新興国投資として留意すべき点もある。

従って、本節及び次節において、日本企業が直面しがちな「課題」と、日本企業に対する「提言」にあたっては、以下の構成で整理をする。

I. 個別のスタートアップ投資案件に取り組む際の課題・提言

- スタートアップ投資の個別案件に取り組む上で、投資案件の流れを Pre Execution、Execution、Post Execution の 3 つに区分¹²¹して課題を整理し、それに対応した提言を示す。

II. スタートアップ投資全般に取り組む際の課題・提言

- スタートアップ投資に求められる基本的な投資姿勢やそれに応じた体制構築等、全般的な課題を整理し、それに対応した提言を示す。

III. 新興国投資に取り組む際の課題・提言

- 新興国投資の特性に起因した課題を整理し、それに対応した提言を示す。

本調査では、事業会社だけでなく、スタートアップ経営者、VC、政府系機関等、スタートアップ・エコシステムの関係者に幅広くヒアリングを行った。その結果、個別にみていくと、現地でのスタートアップ投資に積極的に取り組んでいる日本企業も一定程度は存在するものの、まだまだ多くの日本企業は試行錯誤しながら取り組んでいる状況であった。

ヒアリングを通じて確認された主な課題としては、図表 4.5 に示すようなものが挙げられる。図表 4.5 の⑥に示すような、新興国ならではの課題も存在するものの、課題の多く(図表 4.5 の①～⑤)は、スタートアップ投資に関するものであった。これらの多くは、前節でも説明した、スタートアップ投資の特性に起因するものである。

以降では、課題①から⑥のそれぞれについて、詳細を説明する

¹²¹ Pre Execution”、”Exection”、”Post Execution”の 3 つの区分は、「海外 M&A を経営に活用する 9 つの行動」における”Pre M&A”、”ディール”、”PMI”に該当する。

<図表 4.5> 日本企業が直面しがちな課題

ヒアリング調査を通して把握された日本企業が直面しがちな課題		
スタートアップ投資特有の課題	Pre Execution	① スタートアップへの 投資目的が曖昧 なまま取り組んでいる - AIやIoTなどのバズワードに影響され、スタートアップ投資が自己目的化してしまっているため(とりあえず獲ってくる)
	Execution	② スタートアップが求める速さ で意思決定ができていない - 本社での決裁を要するなど通常のM&Aと同じ意思決定プロセスとなっているため
	Post Execution	③ 自社の事業シナジーだけ を求める提案や 投資後に過度な関与 をしてしまっている - マイノリティ投資で求められている役割を理解しておらず、通常のM&Aと同じ要求をしてしまうため
新興国投資特有の課題	全般	④ 自社の 投資目的に適う優良案件のソーシング - 人事ローテーションがあり、中長期的なコミットメントがなく、現地に根差したネットワークを整備できていないため
		⑤ 積極的なリスクテイク ができておらず、投資機会を失っている - ポートフォリオ思考がなく、通常のM&Aと同じようにリスク評価を行い、限られた情報で意思決定できていないため
		⑥ 現地の 政策・規制や現地特有の商習慣等 について、 理解や知見 が十分でない - 中長期のコミットメントがなく、現地に入り込めていないため

I. 個別のスタートアップ投資案件に取り組む際の課題

課題① スタートアップへの投資目的が曖昧なまま取り組んでいる

そもそも、何のために東南アジア・インドにおいてスタートアップ投資を行うのか、投資目的が明確になっていないと、現地でのスタートアップ投資に本腰を入れて臨むことが出来ないのではないだろうか。今回のヒアリングで、現地で積極的に活動している企業の多くは、明確な投資目的に基づいて投資活動を行っていた。

例えば、日本の金融 A 社は、新興国の市場で金融サービス事業を手掛けていく上で、技術革新によって勃興する新しい金融サービスに取り組んでいくために、東南アジア・インドの FinTech 企業を中心に投資をしていた。また、韓国のある製造業は、インド市場を韓国市場に次ぐ重要な戦略市場と位置付けており、現地に製造拠点を持っただけでなく、関連するサービス事業まで事業領域を広げていくために、インドの有力スタートアップに積極的に投資を行っていた。

一方で、投資が散発的に終わっている日本企業に関しては、以下のコメントにもあるとおり、投資目的が明確になっておらず、スタートアップ投資そのものが自己目的化してしまっている事例が散見された。

“日本企業ではAI、IoT、DX がバズワードで、本社経営層の目的があいまいな状態で「とりあえず獲ってこい」が多い。痛いところが分からなくて病院に行っても意味がない” (日本、商社)

“そもそも投資の目的が整理されていないというケースも多く、意思決定が遅くなる一つの要因にもなっているように感じる” (日本、VC)

投資の目的が明確であれば、どのようなスタートアップに投資をするべきか、フォーカスを定めることが可能となる。例えば、現地での情報収集がスタートアップ投資の主な目的であれば、**Early Stage** のスタートアップを中心に、金額は少額で良い(**Early Stage** であれば数千万円でも一定の持分比率を確保できる)ので、多くの会社に出資し、投資後の起業家・他株主(投資家)との直接のコミュニケーションを通じて情報を得ていく投資戦略が有効であると考えられる。一方、現地でしっかりと事業連携することを目的として投資を行うのであれば、**Later Stage** の事業内容が安定しているスタートアップの方が、投資対象としては適切であろう。一方、投資の目的が曖昧なままで、明確な投資戦略がないなかで個別案件の投資検討を行うと、以下のコメントにあるように、当初の目的には合わないような投資を行ってしまうことになりかねない。

“ある日本企業が大手スタートアップに多額の投資をしたが、出した本人にとっては多額でも、投資先の **Valuation** が高いため、引き受けた側からすると少額だった。その結果、その日本企業は欲しい情報を全然取れず、やりたい連携もできていないようだ” (日本、VC)

また、スタートアップ投資においては、後続 **Round** のフォローオン投資¹²²にどのように向き合っていくかも、事前に考えておく必要がある。スタートアップは事業が成長するたびに、毎年のように資金調達 **Round** を実施することも多く、自社が投資した後の後続 **Round** で追加投資をしなければ、自社の持分比率が徐々に下がっていくという希薄化の問題がある。

フォローオン投資にどのように向き合っていくかも、スタートアップ投資の目的が明確に定まっていれば、おのずと方針も決まってくるはずである。例えば、情報収集が主目的であれば、フォローオン投資については基本は対応せず、投資先の一部で事業シナジーの可能性が出てきた投資先企業にのみフォローオン投資に応じたり、順調に成長してキャピタルゲイン¹²³が見込めそうな案件に限定してフォローオン投資に対応する等といった対応が考えられる(これらの限定的なフォローオン投資を検討するか否かも、投資の目的次第である)。一方で、新規事業創出や売上・利益での貢献等、より直接的な事業貢献を期待するような目的での投資であれば、投資先の事業が上手くいっている限りにおいては、フォローオン投資に応じて、持分比率の維持、場合によっては比率を高めることも積極的に検討していく投資戦略が有効である。

このように、本来は、投資の目的に応じて事前に投資戦略を検討しておくべきなのだが、以下のコメントにもあるように、そもそも投資戦略が検討されていなかったり、または全社の画一的な社内ルールでフォローオン投資が出来ない等、スタートアップ投資の特性に合わない運用がなされていることもあるようである。

“日本企業は、「上手く投資できた後」が下手だと思う。2回目、3回目と(フォローオン)投資を続けていかないと、結局は出資した持分が希薄化してしまう。そこをどのように進めていくか、追加出資をしていく覚悟のようなものが必要” (意見交換会)

“日本企業の「(フォローオン投資に)ついて行けない問題」は確かに課題。中国企業等は、ガンガンついてきているが、日本企業は全くついていけない” (意見交換会)

¹²² 次回以降の資金調達 **Round** で行う追加投資。

¹²³ 投資家が保有株式を売却することによって得られる売買差益を指す。

課題② スタートアップが求める速さで意思決定ができていない

通常の M&A とスタートアップ投資で違いが最も大きく出てくるのが Execution フェーズである。M&A の場合、通常 DD に 1 か月程度を要し、DD 後も買収価格を含む各種契約条件の交渉、及びクロージングには数か月を要することが多い。一方、スタートアップ投資の場合は 1 か月前後で意思決定することを求められることがままある。同じ資金調達 Round に出資する他の投資家が既に交渉を始めているケースも多々にあり、その場合は数週間で意思決定しなくてはならないことがままある。

スタートアップや VC、スタートアップ投資に慣れている事業会社の間では、投資対象が Seed や Early Stage に近い企業であればあるほど、網羅的にリスクを洗い出し、どのように対処するかを精査しだすと、多くの時間を費やしてしまうだけで非効率であると認識されている。そのため、明らかにボトルネックになるようなリスク事項がない限りは、将来の成長ポテンシャルやこれを実現する経営チーム等に目を向け、スピード感をもって意思決定することが多い。

そうした中で、通常の M&A と同じようなスピード感で検討を進めようとする日本企業に対して、意思決定の遅さを指摘する声は数多く聞かれた。例えば、日本企業と同じ資金調達 Round で投資した経験を複数もつ VC やスタートアップからは次のような指摘が挙げられた。

“中国系投資家は 1 か月あれば投資決定し、地場 VC も早い場合、1 週間でタム合意¹²⁴もある。日系事業会社の場合、早くても 3 か月、平均半年程度は意思決定に時間を要している” (日本、VC)

“何度もミーティングを重ねて「投資してくれるかもしれない」「事業連携できるかもしれない」という期待感を持った末に、何カ月も経ってから「まだ分からない」という回答や「定期異動によって上長が異動したので、改めて説明して欲しい」という事態もよく起こる” (日本、VC)

“一般的に日本人の意思決定は時間がかかると思っている。悪いことではないと思うが、(インド等の)ホットな市場ではあまり良いことではない” (インド、スタートアップ)

“とある日本企業と出資についての交渉を長い時間をかけて進めていたが、ようやく責任者の決裁にたどり着く段階で責任者が異動となり、すべての審査がやり直しになってしまった。ここからどれほどの時間がかかるか見当がつかないし、会社としての方針がわからない” (インド、スタートアップ:自動車関連)

ヒアリングでは、投資検討に時間を要する背景について、投資活動に関する仕組み(例えば、投資の意思決定者、投資検討プロセス、投資基準、等)が、スタートアップ投資向きに設計されていない点が指摘されている。スタートアップ投資に取り組み始めて間もない日本企業の投資担当者からは、通常の M&A と同様な投資稟議プロセスに諮らざるを得ず、どうしても時間がかかってしまう点を苦慮する声が聞かれた。

“社内での横部署同士の議論を含めて意思決定プロセスに時間をかけている。ローカルに予算が付いておらず、本社決裁を仰ぐ必要があることも大きな理由” (日本、VC)

¹²⁴ 契約交渉の過程で、正式な契約に先立ち、契約の大まかな枠組みを記載した Term Sheet を用いて行う、契約の概要についての合意のこと。本合意の後に、より細かな条件を調整し、正式契約に至る。

“現状は、スタートアップ投資向けの稟議プロセスが分けられていない状況。スタートアップと向き合う現場としても、時間が掛かってしまうのは申し訳ないと思っているが、仕組みを変えないことには難しいと感じている”
(日本、商社)

“通常の稟議プロセスは、デューデリジェンスを含めて6か月程度を要することもあるが、スタートアップ投資でここまで時間がかかると相手にされなくなってしまう”(日本、金融)

課題③ 自社の事業シナジーだけを求める提案や投資後に過度な関与をしてしまっている

投資条件(投資契約・株主間契約等の条件)の内容について、スタートアップやVCの間では、一般的とされるレベル感についての共通認識がある(例えば、社外取締役派遣の権利を要求できるのは、リードインベスター¹²⁵として一定の持分比率を取得する大口投資家に限られる等)ため、そこから外れるような過度な条件交渉を行ったり、自社の都合・利益ばかりを優先した協業を提案したりすると、目の前の個別案件に出資できなくなってしまうばかりか、スタートアップ・エコシステム内でのレピュテーションリスク(企業に対するマイナスの信用や評価が広まるリスク)を負うことにもなりかねない。今回のヒアリングでも、日本企業が出資にあたり投資先に多くを求めすぎる点が指摘されている。

“日本の投資家は、シェアも欲しい、取締役も派遣したい、いつか買収もする、と他のVCやパートナーもいるのに要求が多い。しかも未来永劫まともまらない”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

スタートアップ投資の多くはマイノリティ出資であるため、一定以上の持分を取得するようなM&Aと同様な水準で条件交渉できるわけではない。また、スタートアップの資金調達Roundは、多くの場合、複数の投資家が同時に出資する形を取るため、契約条件について足並みを揃える必要がある。通常は、ある資金調達Roundにおいて、まずはスタートアップがリードインベスターを担ってほしい投資家に初期的な打診を行い、リードインベスターとスタートアップの間で主要な条件が先行して大筋合意される。その他の投資家は、リードインベスターとスタートアップの間で大筋合意された条件に概ね追随するような形を取る。そのため、リードインベスターでない投資家が、自社都合によって契約条件について過度な交渉を持ち掛けることは、資金調達Roundをいわずらに長引かせることにも繋がりがねず、上記コメントにもあるように、起業家にとっては、他の投資家とのバランスを欠く要求に感じられるのである。他にも、条件交渉に関してスタートアップ側に求めすぎと言われるような事例を例示すると、以下のようなものが挙げられる。

- リード投資家でもないのに、取締役派遣(ボード・シート)の権利を要求する
- 出資に絡めて、事業上の権利を過度に要求する
- 自社が出資した資金の用途を、自社とのシナジーを生むための共同開発費用に限定する等、資金用途を過度に制限する
- 通常のM&Aに関する社内ルールをそのままスタートアップ投資に適用して、事業が上手くいかなかった場合に起業家による株式の買戻しを請求する権利(買戻条項/プット・オプション)を入れることを求める

¹²⁵ 「リードインベスター」の定義は「2.3. 本報告書における用語の定義」を参照。

また、投資後の協業についても、スタートアップ側のリソースに配慮せず自社都合で協業を持ち掛けると、かえって投資先スタートアップの成長を阻害しかねないという指摘もある。Early Stage であるほど、スタートアップ側の組織体制や事業基盤は十分でなく、投資した一株主との協業だけにリソースを割き切れるわけではない。そのため、大手企業の感覚では比較的軽めのつもりで協業案を提案したつもりでも、スタートアップにとってはかなり負荷の高い業務になることもありえる。例えば、共同開発の提案をしたとして、全社で 20 名しかいない開発者のうち 5 名のリソースを数か月間使う必要があるとなると、スタートアップにとってはかなりの負担がある。なお、スタートアップ投資は通常はマイノリティ投資となるため、投資後は、引き続き起業家が経営を担い、投資した事業会社は、一株主として支援を行うかたちになることが一般的である。通常は、創業者である起業家が大きな持株比率を維持しており、初期に投資した VC 等の投資家が創業者に続く上位株主に名を連ねており、途中の Round から入ってきた事業会社は、持分が数%程度の下位株主であることが多い。このような実態にも関わらず、大きな持分比率を取得する M&A 案件のような感覚や、場合によっては、サプライヤー等の取引先と接するような感覚でスタートアップ経営者と接してしまう事例が、いまだにスタートアップ投資の現場で起こっているとの指摘があった。たとえ提案者側に悪気が無くても、根底にそのような意識があると、言動の端々にその意識が見え隠れし、以下のコメントにもあるように、起業家や投資家には直ぐに伝わってしまうものである。

“スタートアップは、非常に優秀な人材が人生をかけて起業しており、日本の事業会社はそれに対してリスペクトを持って欲しい。日本の事業会社は、すぐに投資判断をせず、中途半端な状態を何カ月も続けることが非常に多い。相手のスタートアップのことをちゃんと考えていない、自社の都合しか考えていない、というリスペクトに欠けた姿勢が透けて見える”（日本、VC）

II. スタートアップ投資全般に取り組む際の課題

課題④ 自社の投資目的に適う優良案件のソーシング

スタートアップの資金調達に関する情報は、起業家や投資家等の関係者間でのみ共有されるため、一般的に、優良案件の投資機会を得るには、現地のインナーサークルに入り込む必要があると言われている。この点については、東南アジア・インドでも全く同じ状況であり、多くの投資関係者が、現地に入り込むことの重要性を述べていた。

“（東南アジア・インドにおいても）スタートアップ投資はスーパー・ローカル・ビジネスであり、現地に根差して取り組む必要がある”（複数の VC）

しかし、以下コメントにあるように、そもそも現地に十分なネットワークがない中で、現地に常駐者がおらず出張ベースで対応したり、ノウハウや人脈がほとんどないなかで担当者任せになっていたりと、現地でインナーサークルに入り込めるような体制をしっかりと構築出来ていないままに案件開拓を進めてしまっている事例を指摘する声は多かった。

“それなりのコミットメントあるいは権限をもってこちら側に常駐する人がおらず、ディールフローやネットワークを自分で広げていく体制がない中で、ポンと紹介された案件だけを消化しようとしても難しい”（日本、金融）

“投資担当者が2年から3年でローテーションする場合、現地コミュニティとの関係が切れてしまうため投資やソーシングは上手くいかない”（日本、IT・通信）

“私のように日本からたまに来る人間ではインナーサークルに入れない。絶対に無理。インドは人種的な問題も大きいので、インドでの投資は現地で採用したインド人に任せる方針。起業家は英語を話せる人も多いが、ぶっちゃけた話は現地語になってしまう。そこには入れない”（日本、VC）

“インナーサークルに入るには、現地に2年から3年いれば良いと思うが、日本企業の悪いところで、人事ローテーションがある。繋がりは「人(会社ではなく個人)」に紐づくので、2年から3年経って「〇〇会社の後任の△△です」と言っても、最初からやり直しになる。窓口を固定して、情報や関係性を積み上げていくことが大事”（日本、VC）

また、上記のコメントにもあるように、スタートアップ・エコシステム内では、起業家や投資家らは、社名ではなく「個人」として信頼できるか否かを見ていることが多い。これは、東南アジア・インドでも全く同様であり、担当者が人事ローテーションで変わってしまうことの弊害として指摘されている。このように、人材の育成の観点で中長期的なコミットメントがなく、スタートアップ投資に必要な人脈やノウハウを蓄積した人材を育てられていないことが課題である。

また、以下に示すように、現地でしっかりとした案件情報を獲得・収集するためのソーシングチャンネルを確立し、多くの案件を投資検討する経験を積まないと、目利き力を養うことも難しいという指摘もあった。

“ぼつと出の案件ばかり見ていると、相場観(ビジネスモデルの良し悪しや、Valuationの高い安い)が養われない。比較対象を持たないと、その案件が本当に良いのか判断できない”（日本、金融）

つまり、ソーシングチャンネルを十分に太くせず、限られた数の持込案件等をベースに出資検討をしているようでは、比較対象となりえるスタートアップの評価経験が十分でないため、持ち込まれた案件が他のスタートアップと比較して有望なのか否か、判断がつかないのである。有望なスタートアップを見極める判断力(=目利き力)を身に付けるには、例えば、国×ステージ(Seed / Early / Middle / Later)×ビジネスモデルの三要素で同じカテゴリーに分類されるスタートアップの複数投資を検討しないことには、ビジネスモデルの筋の良し悪しや、Valuationの割高・割安感、経営チームの力量等について相場観を形成することは難しい。相場感なく持ち込まれた案件のピッチ資料を眺めていても、目利き力を養うことは難しいと言える。

課題⑤：積極的なリスクテイクができておらず、投資機会を失っている

スタートアップ投資は、不確実性が高く、成果が出るまでに時間のかかる投資活動である。こうした投資活動で成果を出すためには、積極的かつ継続的にリスクテイクするインセンティブを経営者及び投資担当者に適切に与えることが求められるが、ヒアリングではこうしたインセンティブに関わる仕組みづくりについて複数の課題が指摘された。例えば、経営者に対するインセンティブ設計に関する課題は下記のようなものが挙げられる。

“アメリカ等では如何に「適切なリスクを取らせ続けるか」という観点でコーポレートガバナンスが議論されている。スタートアップ投資等不確実性が伴う投資や事業開発に向き合えないと競争力を維持できない環境下で、個別案件の失敗を経営者に負わせすぎでは、過小なリスクテイクになってしまう”(意見交換会)

“中期経営計画の存在や、社長に任期があるところに深い問題がある。こういった取り組みは(3~5年の目線で策定された)中期経営計画にとらわれてはダメ。もっと長期的な目線で取り組む必要がある。これをどう変えていくかが、大きな課題”(意見交換会)

“スタートアップ投資の成否は、スタートアップから求められる意思決定のスピードで決断できるかどうかに加えて、歯を食いしばってリスクを取りに行けるかどうか次第ではないか”(日本、金融)

スタートアップ投資に伴う不確実性を忌避しすぎると、通常の M&A と同じように DD を精緻に行わなくてはならないと考えてしまったり、投資後、個別投資案件での失敗 1 つでスタートアップ投資活動全体に疑義が投げられたりしてしまいかねない。こうしたゼロリスク志向に起因する必要以上の DD、過度な契約交渉を課題として指摘する声もある。こうした課題は、個別の投資機会を逃すばかりか、スタートアップ・エコシステムにおけるレピュテーションリスクにも繋がる可能性すらある。

“社内での横部署同士の議論を含めて意思決定プロセスに時間をかけている。ローカルに予算が付いておらず、本社決裁を仰ぐ必要があることも大きな理由。M&A とスタートアップ投資の稟議を同じフォームを使ってリスク精査しているように見受けられる”(日本、VC) (再掲)

投資担当者に対するインセンティブ設計については、スタートアップ投資で成果を見込んでいる時間軸に対して、短期間で人事ローテーションをしており、投資案件の評価と投資担当者の業績評価の時間軸が合っていない点が課題視されていた。例えば、2~3年ごとの人事ローテーションによって投資担当から外れてしまう場合、投資した案件を Exit まで見届けられないことが多く、投資担当者が規律をもって案件を選別することは難しいのではないかという指摘がある。

“担当者は自分が関与しなくなった案件の採算に対しては責任を持たない。そのため、担当者が短期間で人事ローテーションに出されてしまう腰掛けの体制では(Exit 時に自分の評価に影響しないため)、投資は上手くできるものではない”

(日本、IT・通信)

“投資先の担当者が人事ローテーションで引継ぎになることは多い。投資検討をした担当者自身は、ある程度その案件に本気で向き合っているが、引き継いだ担当者は必ずしもそうでもなく、協業や Exit に対する向き合い方がおざなりになりがちである”(日本、商社)

PEやVCでは、投資担当者を適切に動機づけるために、キャリア¹²⁶等を導入することによってファンドの財務リターンと投資担当者の報酬を関連付ける仕組みを導入している場合が多いが、こうした仕組みまで導入できている事業会社はまだ一般的ではない。こうした仕組みが整っていないことは、外部からスタートアップ投資の経験を持つキャピタリストを採用する場合のハードルになっていることも指摘されている。

“近年は新たに組成されるVCも多く、キャピタリストは取り合いになっている状況。そんな中で、そもそもの報酬水準が低かったり、キャリアが設定されていなかったりと、既存の人事制度を踏襲する形で採用をしようとしている事業会社は多いが、採用は難しいのではないかと。事業会社で投資をしたいというキャピタリストも踏みとどまっている”(日本、VC)

III. 新興国投資に取り組む際の課題

課題⑥ 現地の政策・規制や現地特有の商習慣等について、理解や知見が十分でない

政策の方針転換がスタートアップの事業に与える影響は大きく、特に新興国においては政策が急激に変わりうる等、様々なリスクが懸念されていた。例えば、外資系事業会社に対する参入障壁を高めるような規制変更が行われたというのも一つの例である。その他、現地ヒアリング調査では以下のような声があった。

“インドネシアでは近年大きく成長したEコマースに関して、株式の過半数をインドネシア人が保有しなくてはならないという規制が発効され、外資系事業会社でこの領域へ新規参入することは難しくなった。特定の領域で急にルールが変わることがあるので注意が必要”(インドネシア、VC)

“インドでは州政府の権限も強く、各州で独自の判断を行っているため、細かな規制が変わることがある。このため、能動的に政府関係者とコミュニケーションを取り、対応していくことはスタートアップにとっても、投資家にとっても重要である”(インド、政府及び公的機関)

“マレーシアにはブミプトラ政策(マレー人を経済的に優遇する国策)があるためリスクを感じて投資に躊躇することもある”(シンガポール、VC)

また、政策・規制の動向だけではなく、現地特有の商習慣や事業環境等についても、十分に理解した上でないと正しい投資判断はできないという指摘もあった。先進国と新興国とではビジネスを行う上で前提となる社会インフラ(例えば、通信インフラや物流インフラ、等)の整備状況は異なり、ビジネスを行う上で留意すべき点は国によって異なるため、単に欧米や中国で成長したスタートアップと同じビジネスモデルだからと言って必ずしも成功するとは限らず、現地の商習慣や事業環境等に関する理解が必要になってくる。

¹²⁶ 成功報酬の意。主にファンド等の投資会社で使われている Carried Interest という言葉の略称。

“日本企業は現地の市場理解が困難なことから投資判断を誤りやすい。東南アジア・インド市場は、日本的な常識やセンスをもって、同様の目線で現地事業を見ても正しく理解はできない。スタートアップの事業を見ると、その裏にある現地に根差した(例:現地消費者の態様等)文脈・背景までも正しく理解することは困難であり、現地事情を日本企業にうまく説明できる「翻訳家」が必要”(日本、VC)

“欧米のビジネスモデルを単に現地に持ち込んだだけのスタートアップでは、もはや競争に勝っていくことが難しくなっている。ローカルの事情に精通した創業者によって現地市場・インフラ(ロジスティクス・EC等)に調整したような新たなビジネスモデルの台頭・投資が増加している”(日本、VC)

正しく投資判断するためには、こうした現地特有の事情(規制・政策、商習慣、等)を適時に把握したうえで、投資判断を行うことが求められる。

4.4. 日本企業に対する提言

本節では、前節で説明した日本企業が直面しがちな課題に対してどのように対応していくべきか、日本企業に対して具体的な行動としての提言を示したい。以降では、図表 4.6 に示す通り、7つの提言のそれぞれについて説明する。

<図表 4.6> 日本企業に対する提言

ヒアリング調査を通して把握された日本企業が直面する課題		日本企業に対する提言
スタートアップ投資特有の課題	個別投資	<ul style="list-style-type: none"> ① スタートアップへの投資目的が曖昧のまま取り組んでいる <ul style="list-style-type: none"> - AIやIoTなどのバズワードに影響され、スタートアップ投資が自己目的化してしまっているため(とりあえず獲ってくる) ② スタートアップが求める速さで意思決定ができていない <ul style="list-style-type: none"> - 本社での決裁を要するなど通常のM&Aと同じ意思決定プロセスとなっているため
	全般	<ul style="list-style-type: none"> ③ 自社の事業シナジーだけを求める提案や投資後に過度な関与をしてしまっている <ul style="list-style-type: none"> - マイノリティ投資で求められている役割を理解しておらず、通常のM&Aと同じ要求をしてしまうため ④ 自社の投資目的に適う優良案件のソーシング <ul style="list-style-type: none"> - 人事ローテーションがあり、中長期的なコミットメントがなく、現地に根差したネットワークを整備できていないため ⑤ 積極的なリスクテイクができておらず、投資機会を失っている <ul style="list-style-type: none"> - ポートフォリオ思考がなく、通常のM&Aと同じようにリスク評価を行い、限られた情報で意思決定できていないため
	個別投資	<ul style="list-style-type: none"> ⑥ 現地の政策・規制や現地特有の商習慣等について、理解や知見が十分でない <ul style="list-style-type: none"> - 中長期的なコミットメントがなく、現地に入り込めていないため
	全般	<ul style="list-style-type: none"> ⑦ 国ごとの情勢を見極めた投資の実行 <ul style="list-style-type: none"> - 現地での変化について、タイムリーに相談できるネットワークを構築し、各国ごとのポイントを見極めることが必要
	新興国投資特有の課題	<ul style="list-style-type: none"> ⑧ スタートアップ投資に求められる能力の段階的な構築 <ul style="list-style-type: none"> - 必要な能力を段階的に、時間をかけて構築していくことが必要 - 自社が、自ら獲得すべき能力を見極めることも重要

I. 個別のスタートアップ投資案件に取り組む際の提言

提言① 投資目的の明確化

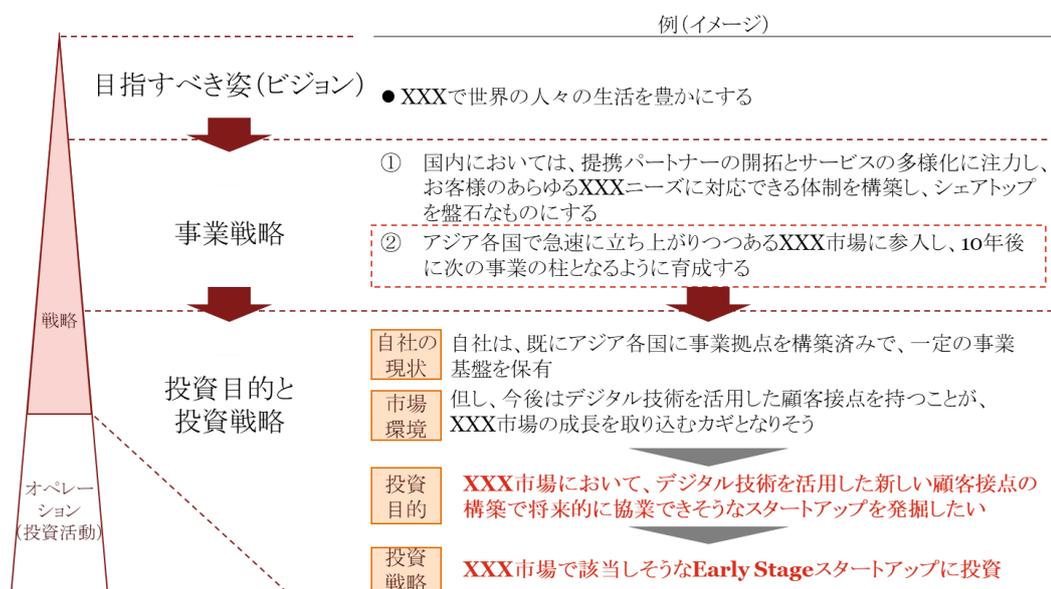
前節の課題①で述べたとおり、投資目的が曖昧のままスタートアップ投資に取り組むと、投資そのものが自己目的化してしまうことがあるだけでなく、どのようなスタートアップに投資をするべきか、フォーカスを定めることも難しい。結果として、当初の目的に合わないような投資を行ったり、後続 Round のフォローオン投資に上手く対応できないといったことが起こってしまう。

東南アジア・インドの成長市場に向き合っていく上で、スタートアップ投資が有効であることは間違いない。しかし、スタートアップ投資は手段であって目的ではない。何のために投資を行うのか、その目的を明確にする必要がある。

そのためには、図表 4.7 に示す通り、スタートアップ投資の前提となる事業戦略が明確に定義されている必要がある。なお、ここでは、事業戦略を「自社事業において、将来的に目指すべき姿(ビジョン)に到達するために、現在の事業の状態とのギャップを埋めるための方針」と定義している。更に言うと、その事業戦略は、会社としての目指すべき姿、すなわちビジョンに基づいて策定されているはずである。これら上位レイヤー(ビジョン・事業戦略)が明確に定められており、それらと整合的なスタートアップへの投資目的が明確化されていなくては、たまたま持ち込まれた個別案件に投資検討するような、散発的で中途半端な取り組みに終わってしまいかねない。

図表 4.7 の例では、「XXX で世界の人々の生活を豊かにする」というビジョンを実現するための事業戦略の二本柱の一つとして「アジア各国で急速に立ち上がりつつある XXX 市場に参入する」ことを掲げており、自社の現状は「既にアジア各国に事業拠点を構築済みで、一定の事業基盤を保有」している状況である。一方、「今後はデジタル技術を活用した顧客接点を持つことが、XXX 市場の成長を取り込むカギとなりそう」な事業環境であるため、自社に不足する「デジタル技術を活用した顧客接点」を構築するために将来的に協業できそうなスタートアップを発掘することを投資目的として設定している。このように、投資目的が明確になると、どのようなスタートアップに投資すべきかが具体的に検討できるようになるため、投資戦略を明確にすることが可能となってくる。なお、ここでは、投資戦略を「事業戦略を実現するために、どのようなスタートアップ(事業領域や成長ステージ)に対して投資を行っていくかの方針」と定義している。図表 4.7 の例では、投資戦略として、「XXX 市場で(デジタル技術を活用した新しい顧客接点の構築という目的に)該当しそうな Early Stage のスタートアップ」を投資対象とすることが掲げられている。

<図表 4.7> 投資目的の明確化の例



一言でスタートアップ投資と言っても、スタートアップへの投資目的や、投資対象となるスタートアップの成長ステージに応じて、実際の取り組み内容は大きく異なってくる。そこで、図表 4.8 に、投資目的と投資先スタートアップの成長ステージに応じて、実際の取り組みがどのようなものとなるのか、取り組みの「型」を示した。なお、ここで示した「型」は、投資目的と投資先スタートアップの成長ステージに応じた取組を具体的に検討する上での1つの整理であり、投資家やスタートアップの状況等により、個々の案件が必ずしもいずれかに該当するというものではない点に留意されたい。

<図表 4.8> 投資目的とスタートアップの成長ステージに応じた「型」の整理¹²⁷

		投資対象の成長ステージ	
		Early Stage	Later Stage
投資目的 事業上のシナジー 〔戦略リターン〕	既存事業	(A) 将来シナジー型 将来的な既存事業へのシナジーを目的とした投資	(B) 既存事業強化型 短期的な既存事業での協業を目的とした投資
	新規事業	(C) 新規事業種まき型 将来的な新規事業の創出に向けた情報収集と有望スタートアップとの関係づくりを目的とした投資	(D) 新規事業共創型 短期的な新規事業の共同創出を目的とした投資
投資収益 (財務リターン)	(E) VC事業型 事業シナジーは一切考慮せず、キャピタルゲインによる財務リターンのみを追求することを目的とした投資		

図表 4.8 では、縦軸でスタートアップへの投資目的、横軸で投資先スタートアップの成長ステージを整理している。投資目的は、大きくは事業上のシナジー（戦略リターン）を目的とした投資と、投資収益（財務リターン）を目的としたものの二つに分類することができる。このうち、後者の、事業シナジーを一切考慮せず、純粋に投資収益のみを目的としたスタートアップ投資（図表 4.8 (E)）は、金融投資であり、「VC 事業型」と考えた方が適切である。本報告書では、図表 4.8 (A)から(D) に示すような事業上のシナジーを主な目的とした事業投資を検討対象とし、図表 4.8 (E) に示す VC 事業型の金融投資は検討対象外とする。

事業上のシナジーを目的とした投資の中でも、自社の既存事業と同じ領域で活動しているスタートアップへの投資（図表 4.8 (A)と(B)）と、別領域（＝自社にとっては新規事業領域）で事業展開しているスタートアップへの投資（図表 4.8 (C)と(D)）では、自社にとっての位置づけが異なってくる。具体的には、(A)と(B)では、既存事業を強化することが主な目的となり、事業に対する知見を有しているだけでなく、自社の事業アセット（顧客基盤、製造拠点、技術力、ブランド力等）を活用して、主体的にスタートアップに関与していくことができる。一方で、(C)と(D)においては、新規事業に取り組むことが主な目的となるが、自社では当該事業領域に関する知見は持っておらず、自社の事業アセットが十分に活用できるとは限らず、スタートアップの方が主体的に事業を推進してくかたちとなることが多い。

また、Early Stage のスタートアップ（図表 4.8 (A)と(C)）と Later Stage のスタートアップ（図表 4.8 (B)と(D)）では、投資先であるスタートアップの事業の成熟度・安定性及び企業体力（資金的・人的リソース等）が異なるため、どの成長ステージのスタートアップかによって、取り組み方が大きく変わってくる。以降で、図表 4.8 (A)から(D)のそれぞれについて、説明する。

¹²⁷ 本図表の「Early Stage」は、一般的な区分でいう「Seed Stage」「Early Stage」「Middle Stage」を含む。

(A) 将来シナジー型

スタートアップのアイデアや技術、新しいビジネスモデルを活用して自社事業を強化していきたいというときに、直ぐに売上や利益につながらなくても良いので、まずは新しいアイデアに取り組んでおり、将来的に何らかの事業シナジーが期待できそうなスタートアップを発掘することが目的であれば、自社と同じ事業領域で活動している **Early Stage** のスタートアップへの投資が適している。(これを「将来シナジー型」と呼ぶこととする。)

なぜなら、スタートアップへの投資が活発化している現状において、**Later Stage** まで成長しているスタートアップであれば、有望な企業であればあるほど、当該事業領域において既に他の企業(自社の競合かもしれない)が出資・提携をしている状況であるかもしれない。また、**Later Stage** になっているタイミングでは、既に競合の参入も増えており、新しい取り組みとして始めるには、タイミングがやや遅いことが想定される。理想的には、**Early Stage** のような早いタイミングで投資し、将来的な事業シナジーの実現に向けて、小さくても良いので、何らかの取り組み(共同研究や実証実験等)をスタートさせるのが望ましい。

また、このような目的であれば、わざわざ出資をしなくても、共同研究・実証実験の契約を結ぶだけで十分ではないかという指摘もあるかもしれない。確かに、出資無しでも対象会社が協業に応じてくれるのであれば、出資をしなくてもよいかもしれないが、**Early Stage** のスタートアップは外部からの出資が無いと資金的に回らない状況が多いため、協業の際に出資を求められることが多いのが実態である。また、協業が上手くいったら出資をするという考え方もあるが、その場合、協業が上手くいったことによってスタートアップの企業価値が高まったとしても、協業前に出資を行っていない場合には、自社との協業によって協業先の企業価値が高まったことによるリターンを一切取り込むことができない。また、協業が上手くいったからでは、企業価値が上昇しているため、同じ資金でも獲得できる株式の持分比率が低くなることが想定されるため、一定割合の比率を確保するには、早期に出資を行うことが重要であることも理解しておく必要がある。

(B) 既存事業強化型

スタートアップ投資によって、既存事業を強化し、短期的な売上・利益での貢献を期待するのであれば、同じ事業領域で活動している **Later Stage** のスタートアップへの投資が適している。(これを「既存事業強化型」と呼ぶこととする。)

なぜなら、**Early Stage** のスタートアップでは、まだ事業規模が非常に小さく、資金的・人的なリソースも十分でない中で、共同研究や実証実験等の小規模プロジェクトであれば対応出来るかもしれないが、大きな売上や利益が期待できるような規模での協業は難しく、その段階まで **Early Stage** のスタートアップが成長するには、数年間は待つ必要がある。

そのため、既存事業強化で短期的に売上や利益への貢献を期待するのであれば、**Later Stage** くらいまで成長したスタートアップと協業を進めないと、投資する側の事業会社にとって十分な規模での売上や利益を共同事業から計上していくことは期待できないと考えておくべきである。

(C) 新規事業種まき型

自社にとって、新しい事業領域への進出を考えていく際に、そもそも市場でどのような新規事業領域が生まれてきているのか、十分に理解が進んでいないことも多い。また、現在の市場については一定の理解が進んでいるものの、変化が激しく、今後も様々な新規事業領域が勃興してきそうな状況においては、市場の最

新情報を常にアップデートしていく必要がある。そのような状況下で、将来的な新規事業創出に向けた情報収集を目的とした場合は、自社事業外の周辺領域で活動する、**Early Stage** のスタートアップへの投資が適している。(これを「新規事業種まき型」と呼ぶこととする。)

スタートアップの世界は変化が激しいため、最新のトレンドを理解するには、複数の **Early Stage** のスタートアップを見ていく必要があり、ベンチャーキャピタリストや起業家との頻繁な情報交換が必要であるため、**Early Stage** のスタートアップに薄く広く投資していく投資戦略が有効である。

なお、このときに、どこからを「新規事業領域」と考えるかであるが、自社にとって事業基盤やノウハウがない事業領域であれば、新規事業領域とみなすことが考えられる。判断が難しいのは、例えば、自社が金融業界で事業展開をしている場合において、次々と勃興する **FinTech** スタートアップの事業領域を「既存事業」ととらえるか、「新規事業」ととらえるかは、自社の状況によって異なってくる。もし自社内に **FinTech** に対する知見が全くなく、**FinTech** スタートアップが取り組んでいる事業が自社にとって革新的過ぎて、まずはスタートアップからいろいろと学んでいかなければならないという状況であれば、「新規事業」とみなした方が良いだろう。一方で、**FinTech** を活用した自社での取り組みが進んでおり、**FinTech** スタートアップに投資した場合に、自社の取り組みの中に投資先の技術やサービスを組み込めるような状況だったり、自社の事業面でのノウハウや知見を投資先に提供できるような状況であれば、「既存事業」とみなした方が良いだろう。つまり、自社にも知見や事業基盤があつて、事業面で支援ができるのであれば「既存事業」とみなせるが、そのような知見や事業基盤がなく、事業面では投資先から(ほぼ一方的に)学ぶような状況であれば、「新規事業」と考えるべきである。

また、ここでも、情報収集が目的であれば、投資までは必要ないのではないかという指摘もあるかもしれない。確かに、どんな事業を行っているかという表面的な情報であれば、投資しなくても得ることができるかもしれない。しかし、事業を進めるうえで本当に重要なポイント(例えば、ビジネスモデル上の独自の工夫や重視すべきモニタリング指標等)については、投資してからでないと起業家から共有してもらうことができず、より深い重要な情報(前述の情報に加え、将来的な事業拡大シナリオや他社との提携案等)を得るには、投資が有効であることは間違いない。

また、この領域では薄く広く投資を行うことで、その中から市場で勝ち残り、**Later Stage** まで成長するスタートアップが出てくるかもしれない。図表 4.8 (C)で投資した会社の一部が、市場で勝ち残って(D)まで成長するイメージである。(D)まで成長したスタートアップと全く関係が無い中で、いきなり(D)のスタートアップに投資しようとしても、そのスタートアップが有望であればあるほど投資家間の競争が激しく、投資するのは容易ではない。しかし、(C)の **Early Stage** の段階で最初にマイノリティ投資をしておき、投資先の経営者と数年間かけて信頼関係を構築できていれば、(D)の段階まで成長したときに追加投資・買収できる可能性は、(C)で全く投資をしていなかった場合と比較して高いといえるだろう。つまり、将来的な新規事業の共同創出まで見据える場合、(C)での投資は、単なる情報収集だけでなく、有望なスタートアップとの関係づくりも重要な目的の一つなのである。

(D)新規事業共創型

先ほどの(C)が、新規事業領域への参入につながるような情報収集や有望なスタートアップとの関係づくりが目的であったのに対して、実際に新規事業を創出し、売上や利益を創っていきたいのであれば、新規事

業領域の **Later Stage** のスタートアップへの投資が適している。(これを「新規事業共創型」と呼ぶこととする。)

これは、先ほどの**(B)**と同様で、投資する側の事業会社にとって十分な規模で売上や利益を創っていくには、**Later Stage** くらいまで事業規模が成長しているスタートアップでないと、**Early Stage** のスタートアップでは事業規模も小さく、会社のリソースにも制約があるため、難しいというのが理由である。

ただし、ここで難しいのは、**(D)**の事業領域については、自社に事業基盤やノウハウが存在しないことである。そのため、スタートアップに出資や共同事業創出の提案を受け入れてもらうには、①自社の事業アセットを投資先に活用してもらって、投資先スタートアップの売上を伸ばす、②お互いの事業アセットを持ち寄り、お互いにとっての新規事業を共同で創出する、③投資後に段階的に持分比率を高め、最終的に過半数を取得する等して、投資先の事業そのものを獲得する、等のアプローチが必要となり、これら①から③の何れかを行うための投資と位置付けられる。

上記の通り、スタートアップへの投資目的や、投資対象となるスタートアップの成長ステージが異なってくると、スタートアップ投資の取り組みの「型」が異なってくる。そのため、自社の事業戦略、自社の状況、市場環境等を鑑みて、どのような目的でスタートアップ投資に取り組むかを明確にし、適切な「型」で取り組んでいくべきである。

提言② 迅速に意思決定するための仕組みの構築

前節の課題②で述べたとおり、スタートアップ投資向けの投資活動に関する仕組み(投資の意思決定者、投資検討プロセス、投資基準、等)がなく、通常の **M&A** と同様の稟議プロセスに乗せてしまうと、どうしても意思決定に時間がかかってしまう企業は少なくないだろう。投資側の企業規模にもよるが、例えば、数千万円や一桁億円のスタートアップ投資であっても、通常の **M&A** の稟議プロセスと同様に、複数の事前検討会議を経て、経営会議、取締役会に諮るといった会社も存在する。その場合、スタートアップが求める速さ(例えば、1か月程度)で投資決定することは事実上困難だろう。

スタートアップ投資に必要な速さで意思決定するために、投資判断の権限移譲や投資検討プロセスの簡素化を適切に行うべきである。例えば、ある日系事業会社は、スタートアップ投資を専門に行う投資子会社を新設し、一定金額までの出資であれば投資子会社内での投資委員会で意思決定可能とする権限移譲を進めた。従前は、1億円未満の出資であっても事前の投資委員会で検討、経営会議での意思決定というプロセスを経ており、機動的にスタートアップ投資をすることが出来ていなかった。投資子会社設立以降は、一定金額未満であれば、投資子会社の限られたメンバーで構成される投資委員会で速やかに意思決定することが出来るよう権限移譲、及び検討プロセスの簡素化を図った。¹²⁸

また、投資判断の権限移譲、投資検討プロセスの簡素化に加えて、スタートアップ投資時の検討項目や投資基準について事前に社内におけるコンセンサスを形成しておくことも重要である。通常の **M&A** と同じような投資基準、稟議事項を課してしまうと、課題で述べた通りスタートアップ投資に適さないような負荷の **DD** をしてしまい、意思決定に時間を要してしまう。

ここまでは、迅速に意思決定するための「攻め」の仕組みづくりについて述べたが、あわせて、権限を委譲した側が適切にモニタリングするといった「守り」の仕組みも検討し、バランスを取ることも重要である点には留意したい。個

¹²⁸ PwC アドバイザーが日系企業に対するご支援を通じて蓄積した事例を紹介する。

別案件の投資判断は権限移譲した責任者に委ねた上で、「守り」の観点としては、例えば、ポートフォリオ全体としての目的達成度のモニタリング、個別案件での過度なリスクテイクの回避等を検討することが挙げられる。

ポートフォリオ全体としての目的達成度のモニタリング

個別案件の投資判断、及び投資採算は権限委譲された責任者に委ねるものの、ポートフォリオ全体の財務リターンは別の責任者や経営者がモニタリングし、ポートフォリオ全体の財務リターン悪化時には適時投資責任者を変えたり、挺入れを指示できるような形にしておくことが必要だろう。また、投資先の事業領域や協業の状況などが、当初の投資目的や事業戦略からズレが生じていないかも定期的にモニタリングし、方針を見直すことも場合によっては必要だろう。

個別案件での過度なリスクテイクの回避

個別案件についてもコンプライアンスやレピュテーションリスクの観点から、いたずらにリスクの高い案件に投資していないかモニタリングする工夫をしている企業も存在する。例えば、ある会社は、スタートアップ投資の意思決定権は投資子会社に移譲し、投資子会社の社長がトップダウンで決定できるようにしたが、一方で、本社から見た時に完全なブラックボックス化を避けるために、オブザーバーとして本社の管理部署が投資委員会に同席する形を取り、コンプライアンスやレピュテーションの観点からリスクがある案件については拒否権を発動できるようにするという工夫を施している。

ここまでは、投資戦略に依らずスタートアップ投資を行う上で共通して整備すべき仕組みについて述べた。次に、投資戦略ごとに DD においてどのようなポイントを重視して見るべきかについて考察したい。以降では、前述の投資戦略に関する四類型ごとに、DD で見るべきポイントを説明する。

(A) 将来シナジー型

投資対象が **Early Stage** かつ自社の既存事業に近い将来シナジー型投資の場合、将来的な事業シナジーがどのような絵姿になるか、定性的な検討に力点が置かれる。投資対象が **Early Stage** の場合、そもそも、どんなに DD をしたとしても、中長期的にどのような事業・業績になっているかを蓋然性高く見通すことには困難がともなう。また、投資先が **Early Stage** の場合は、投資先単体の事業基盤が確立されていないことも多く、即座に共同事業の確立を求めることは難しいことが多い。目先の協業を強いることで投資先の成長を阻害してしまう可能性すらある。

したがって、不確実性が高いことは大前提として、仮に投資先が順調に成長していった場合に、将来的に協業を図る意義を想起できるかということが重要である。そのためには、投資先が将来的に実現したい事業構想をより具体的に把握するために、投資先の経営者とディスカッションを重ねることが重要である。そうしたディスカッションをする上では、サービスや技術の開発ロードマップや、投資先が中長期的に実現したいビジネスモデルや世界観を取りまとめた資料等を共有してもらおうと議論が捗るだろう。その上で、仮にそうした事業構想が実現することを前提として(つまり、この時点では実現に関する不確実性は、ボトルネックとなるようなリスク以外は一旦脇に置いて)、骨太な協業仮説が幾つか想起し得るか検討するために、更にディスカッションを重ねることも重要である。自社が取り組みたい協業仮説をぶつけた上で、投資先単体の事業構想がどのように変わり得るかを議論しても良い。

上記のような事業構想について期待感を持ってそうであれば、その上で、将来的な事業構想を実現するまでの道筋はどのようになっているか、想定されている課題は何か、その中に決定的なボトルネックは無いのか、自社は事業構想の実現に向けて事業的・金銭的にどのような支援が出来るか、という点を中心に議論したい。

(B) 既存事業強化型

投資対象が **Later Stage** かつ自社の既存事業に近い既存事業強化型の投資の場合、投資先単体での成長可能性、及び事業シナジーについて、通常の **M&A** とある程度近い水準で定量的に見極めを図りたい。なぜなら、**Later Stage** への出資の場合、取得持分や **Valuation** にもよるが投資額が多額(二桁億円、三桁億円)になる場合もあり、減損リスクも無視できない水準となるからだ。IPO を 1~2 年内に想定しているような **Later Stage** の企業の場合は、これまでも複数回 **DD** を受けていることが多く、IPO に向けた管理資料もある程度整備が進んでおり、**Early Stage** よりも **DD** においてスムーズに必要な資料を提出して貰える可能性は高い。加えて、事業性を見極めという意味でも **Early Stage** と比較して相対的には実績 **KPI** 等との突合せによる将来業績の検証可能性は高まっており、対象会社の協力が得られる範囲で分析を進めるべきだろう。事業シナジーや協業プランについても、将来シナジー型に比してより具体的・定量的に描きたい。

また、場合によっては協業スキームについても、単なるマイノリティ出資が良いとは考えず、共同事業に限定した **JV** 設立や **M&A** もオプションとして視野に入れて比較衡量することにも留意しておくことが望ましい。

投資後という観点では、四類型の中で協業度合いが最も高くなるのが既存事業強化型であるため、共同事業や事業シナジーの実現に向けて自社内で拠出しなくてはならない各種のリソース(人員含む)の整理、及び投資先スタートアップに協力を取り付けておきたい事項も丁寧に議論しておくべきだろう。

(C) 新規事業種まき型

投資対象が **Early Stage** かつ自社の既存事業領域とは異なる新規事業領域となる新規事業種まき型の投資の場合、投資対象がどれだけ手堅く成長しそうな投資先かという観点よりも、ビジネスモデルや技術が該当する業界の中で如何に先端的・革新的であるかという観点で評価したい。仮に、投資目的を業界トレンドの変化、先端的なビジネスモデル・技術に関する理解を深めることだけに振り切ってしまうのであれば、投資を通してこうした理解が深まれば、個別の投資先の業績が結果的に芳しいものにならなかったとしても、目的は果たしたことになるのである。ある意味で、**DD** においては対象会社単体の良し悪しに留まらず、そうした先端的なビジネスモデルや技術が実現した場合に、社会や事業環境に対してどのようなインパクトを与えそうかを投資先と議論・考察することにこそ価値があるとも言えるだろう。

Early Stage かつ既存事業からも遠い投資先の将来事業性を見極めは四類型の中では最も難しく、この場合は、こうした不確実な将来を実現し得る経営チーム・エンジニアリングチームであるかという人材の評価にもより力点を置きたい。経営チーム・エンジニアリングチームを見る上では、主要なメンバーそれぞれのトラックレコード(起業・IPO の経験や大手企業での経営経験、当該事業を成長させる上で必要になる業界知見・事業経験、開発経験等)を最初に把握することを勧めたい。例えば、スタートアップは **Seed**、**Early**、**Middle**、**Later** と **Stage** が進むごとに直面する課題が異なる。起業から IPO までを一通り経験した経営者であれば、初めて起業する経営者よりも、次の **Stage** でどのような課題が待ち構えているか、これを見越して経営できる期待はある程度持てると考える事もできるだろう。

(D)新規事業共創型

Later Stage への出資という意味では、通常の M&A とある程度近い水準で DD を行いたいという点や協業スキーム、投資後関与の方法まで検討したい点は既存事業強化型と共通している。

新規事業共創型では、ある程度大きな金額を自社にとっての新規事業領域に投ずる戦略的な意味あいや協業モデル、勝算を具体的かつ妥協なく検討すべきだ。スタートアップ投資全般の課題として、戦略なくして AI やブロックチェーン等のバズワードで投資決定してしまうということを挙げたが、金額が大きく、投資先が自社にとっての新規事業で見極めも難しいこの類型がそうした観点では一番リスクが高いと言え、慎重な検討が必要である。

<図表 4.9> 投資目的に応じた DD で見るべきポイント¹²⁹



提言③ マイノリティ投資家に求められる役割を理解して、投資目的や投資先の発展段階に応じた適切な支援や関与の実施

前節の課題③で述べたとおり、スタートアップ投資はマイノリティ出資からスタートすることが一般的であり、大株主である起業家や他の投資家 (VC 等) もいるなかで、マイノリティ投資家に求められる役割を理解せず、過半数を取得する通常の M&A と同様な感覚で条件交渉を行ってしまうと、他の投資家とのバランスを欠いた要求をしてしまう等、起業家や他の投資家との信頼関係を構築していく上で支障をきたしてしまいかねない。また、投資後の協業についても、スタートアップ側のリソースに配慮せず自社都合で協業を持ちかけてしまうと、かえって投資先の成長を阻害しかねず、協業を持ちかけるタイミングや内容については、投資先の発展段階に応じたものにしていく必要がある。そこで図表 4.10 に、投資目的と投資先スタートアップの成長ステージごとに、投資後にどのような支援や関与を行っていくべきかを整理した。

¹²⁹ 本図表の「Early Stage」は、一般的な区分でいう「Seed Stage」「Early Stage」「Middle Stage」を含む。

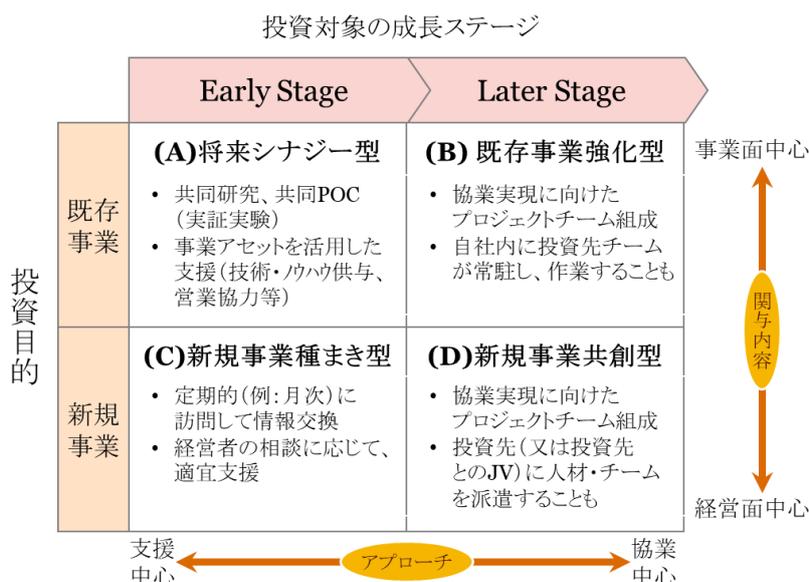
大きな括りでいうと、投資したスタートアップの成長ステージ(図表 4.10 の横軸)に応じて、関与アプローチが変わってくる。一般的に、Early Stage の段階では、まだ事業を確立できていないため、Early Stage のスタートアップ(図表 4.10 の(A)と(C))に対しては、協業を進めることよりも、支援を行うことを優先するべきである。一方で、Later Stage のスタートアップ(図表 4.10 の(B)と(D))になってくると、事業内容もほぼ確立し、その事業を成長させることに注力している段階まで来ているので、徐々に支援が必要な局面は減ってきて、むしろ自社との協業に関する取り組みを中心に進めることが可能となっていることが想定される。上記に関して、数多くのスタートアップに対して投資経験を持つ日本企業の担当者は、次のように述べている。

“投資検討をしている段階から、将来的にどのような協業が出来そうかは勿論考える。ただ、それはあくまでも将来的な計画に過ぎないとも割り切っている。対象会社がSeed 又はEarly Stage の場合、先ずは彼らの事業が強くなってもらふ事を優先するようにしている。そのために、求められればこちらが提供できるものは提供するというスタンス。それは、協業を早い段階から押し付けると、かえって成長を阻害してしまうように感じているため”(日本、IT・通信)

また、投資目的が(図表 4.10 の縦軸)が既存事業向けなのか新規事業向けなのかによっても、関与内容が変わってくる。既存事業領域のスタートアップ(図表 4.10 の(A)と(B))に対しては、自社の事業アセットや知見を活用して、事業面で十分な関与ができるが、一方で、新規事業領域のスタートアップ(図表 4.10 の(C)と(D))に対しては、当該事業に関する知見が自社にないため、事業面での支援が難しく、どちらかという、経営的な側面での関与の仕方が中心となる。

上記を踏まえ、以降では、(A)から(D)の 4 つの「型」ごとに、投資後にどのような支援・関与を行っていくべきかを説明する。

<図表 4.10> 投資目的に応じた支援や投資後の関与¹³⁰



¹³⁰ 本図表の「Early Stage」は、一般的な区分でいう「Seed Stage」「Early Stage」「Middle Stage」を含む。

(A) 将来シナジー型

投資後に、将来的な事業シナジーの実現に向けた共同研究や実証実験を行うこととなるが、将来シナジー型においては、自社と事業領域が同じであるため、経営的な支援にとどまらず、自社の事業アセットや知見を活用して、事業面でも様々な支援が可能となる。例えば、共同研究を行う際に、自社の技術やノウハウを提供したり、自社の顧客基盤を活用してユーザーも巻き込んだ実証実験を行ったりといったことが考えられる。

このように、将来シナジー型においては、比較的、投資先スタートアップに対して価値提供を行いやすい。一方で、投資先スタートアップが自社（ここでは、出資している事業会社）に依存した状態になってしまうリスクも存在する。投資先スタートアップが、人的リソースの大半を自社との協業プロジェクトに振り向けており、売上の大半が自社からのものになってくると、徐々に外部投資家からの資金調達が難しくなってしまう（特定の1社に依存した状態だと、一般的にVCとしてはリスクが大きく投資しづらくなる）。そのため、資金不足になったときに、自社に追加出資を求めてくることになり、投資先の生死が自社次第という状況になってしまいかねない。完全に買収してしまうつもりが無いのであれば、このような依存関係に陥ってしまうのは避けるべきであり、投資先のスタートアップが自律的に成長していけるように支援していく必要がある点は留意すべきである。

(B) 既存事業強化型

既存事業強化型では、投資時に、具体的な事業シナジーのイメージを検討しておく必要がある。投資後は、その事業シナジーの実現に向けて、投資先スタートアップとともに共同プロジェクトチームを組成することになる。この場合、自社の既存事業を強化するための取り組みであるため、必要に応じて、投資先スタートアップのメンバーに、自社の関連事業部門内に常駐してもらってプロジェクトを推進するケースもあるだろう。

このように、既存事業強化型では、自社の事業構想の実現に協力してもらうようなかたちとなるが、留意すべきことは、必ず自社と投資先スタートアップの双方にとってメリットがあるような提案をする必要があることである。マイノリティでの投資家である以上、親会社ではなく、対等なパートナーであることをしっかりと認識する必要がある。マジョリティ出資を行う通常のM&AのPMIのように、自社の考え方ややり方を浸透させるのとは、アプローチが全く異なるのである。起業家や他株主にも配慮した、スタートアップにとっても彼らの成長につながるような、双方にとってメリットがある提案を行わないと、結果的にスタートアップ側からの協力を取り付けることが難しく、協業自体が立ち消えすることになりかねない。

また、協業のプロジェクトが順調に進行するようであれば、次の調達Roundで自社の持株比率を高めたり、場合によっては買収も視野に入ってくるかもしれない。そのため、協業のプロジェクトを通じて、投資先スタートアップの経営者や他株主との信頼関係を深めていくことが重要となる。タイミングを見て、自社の経営陣も投資先スタートアップの経営陣と面談する機会をアレンジする等、自社について理解を深めてもらうような取り組みも必要となってくるであろう。

(C) 新規事業種まき型

この型での投資目的の一つは、新しく勃興してきそうな成長領域を探索するための情報収集である。そのため、他の類型と比較すると、投資先の経営に深く関与していく必要性は必ずしも高くない。むしろ、スピーディーに投資の意思決定を行い、投資後は、定期的（例えば月に1回程度）に投資先を訪問し、経営者の

悩みごとの相談にのったり、営業先等を紹介する等、必要に応じて適宜支援を行いながら、情報交換をしていくことが重要となる。

また、新規事業種まき型においては、**Early Stage** 企業に幅広く投資していくことが有効であるため、優良案件の流入を増やして必要があり、スタートアップ・エコシステム内で良い評判を得ておくことが重要となる。例えば、「あそこは意思決定が早い」「投資後にしっかりと支援してくれる」といった良い評判がたてば、起業家や投資家等から新たな資金調達の時に声をかけてもらいやすくなるため、優良案件の流入増につながる。そのため、訪問して、ひたすら情報を聞き出すだけというような姿勢は避けるべきであり、こちらからも何か情報を提供したり、人を紹介したりと、スタートアップに対して、何らかの経営支援を行っていくことが重要となる。

加えて、幅広く投資した企業の中から、将来的に何社かは大きく成長し、**Later Stage** になった段階で、**(D)新規事業共創型**の投資として、追加投資を行うスタートアップも出てくることも期待されている。そのため、投資後は、情報収集だけを行うだけでなく、起業家を適宜支援することで、起業家や他株主との信頼関係を構築し、有望なスタートアップとの関係を深めていくことも、新規事業種まき型での重要な取り組みの一つである。

(D)新規事業共創型

新規事業共創型においては、自社に当該事業領域の知見がないため、スタートアップに対しては、①自社の事業アセットを投資先に活用してもらって、投資先スタートアップの売上を伸ばす、②お互いの事業アセットを持ち寄り、お互いにとって新規事業を共同で創出する、③投資後に段階的に持分比率を高め、最終的に過半数を取得する、のいずれかのアプローチをとることになる。どのアプローチであれば自社でやり切れそうか、スタートアップからも受け入れられそうか、投資検討時にしっかりと議論しておく必要がある。

上記①の場合、自社から担当者を投資先に派遣する、もしくは担当者をアサインして投資先と共同プロジェクトチームを立ち上げる等、投資先スタートアップと密に取り組むべきである。②の場合は、共同でプロジェクトチームを組成するだけでなく、場合によっては合弁会社等のジョイントベンチャー(JV)を設立することも有効かもしれない。一方で、③のアプローチをとる場合、共同で事業を行うというよりも、社外役員を派遣する等、経営に関与して、事業の進捗状況をみながら買収提案のタイミングを計ることになる。しかし、社外取締役を派遣するには、それなりの金額を投資して一定の持分比率を持つ必要があるため、それだけの資金を用意する必要がある。また、いきなりそれだけの投資を行うのではなく、まずは①②のアプローチで協業の実績を積み重ね、スタートアップの経営者との信頼関係を深めていくことで、③の追加投資・買収に繋げていくというアプローチもある。

いずれのアプローチをとる場合でも、自社に当該事業領域に関する知見が無い中で、自社がどのように投資先スタートアップに貢献できるか、事前にしっかりと検討を行うとともに、投資後も、双方にとってメリットがあるような提案を心掛け(例えば、投資先に事業ノウハウを提供してもらい代わりに、こちらは出資とは別に共同事業のコストを負担したり、人的リソースを提供したりする等)、起業家や他の投資家と信頼関係を構築していく必要がある。

これまで述べたように、投資目的や投資先の成長ステージに応じて、適切な支援・関与を行う必要があるが、一方で、スタートアップは変化も激しく、投資後、半年、一年と経過する中で、当初の想定とは状況が大きく変わってし

まうことも日常茶飯事である。順調に成長して、投資時は **Early Stage** だったものが、**Later Stage** へと進んでいく企業も出てくるだろう。なかには、ピボット(事業内容を転換すること)して、投資時から事業内容が大きく変わってしまうスタートアップも出てくるかもしれない。そのため、投資先の支援・関与の仕方についても、どの取り組みの「型」に位置付けるのが適切か、定期的に見直していくべきである。

また、既に述べた通り、スタートアップ投資はハイリスクハイリターン型の投資であり、上手くいかない案件も沢山でてくるはずである。社内の限られた人的リソースを有効活用していくためにも、上手くいきそうな案件に優先的に投入する等、ポートフォリオ全体での優先順位付けが重要となってくる。ただし、優先順位を下げた案件に関しても、起業家や他株主とのコミュニケーションにおいては、細心の注意を払う必要がある。自社内での優先順位が下がったからといって、突然支援を打ち切る等、一方的な対応を取ることは、現地の起業家や投資家等のインナーサークル内でのレピュテーション低下に繋がるリスクがある。例えば「あそこは投資後に直ぐに方針が変わるので気を付けた方が良い」というような評判がたってしまうと、結果として、新規投資案件の流入が減ってしまうことにつながりかねない。

ここで、投資後に起業家や他株主(投資家)との信頼関係を深めていくために、スタートアップにどのような提案を行っていくべきかについて考えてみたい。スタートアップも、単純に資金が欲しいだけであれば、VCから調達すればよいなかで、あえて事業会社から資金を調達するのは、事業会社ならではの支援に期待している場合が多い。

スタートアップにとってもメリットがあるような適切な提案をしていくためには、起業家や他株主(投資家)がどのような将来像をイメージし、何を求めているのか、直接会話をして十分に理解する必要がある。加えて、自社の事業アセットを活用してどのような支援を出来るか、一度、棚卸をしてみる事が有効である。事業会社ならではの支援としては、例えば、以下のようなものが考えられる。

- 売上拡大への貢献
 - － 自ら顧客となり、投資先の商品を購入し、利用する
 - － 自社の顧客向けに販売する
 - － 日本市場への参入を支援する(JVでの日本法人設立)
- 研究開発支援
 - － 共同研究等で製品開発を支援する
 - － 日本市場向けのローカライズ支援
- オペレーションの高度化支援
 - － 在庫管理、品質管理、顧客管理等の仕組みやノウハウを供与する
 - － 経営管理の仕組み作りを支援する

上記のような自社の提供価値の棚卸しは、実は投資家間での競争を勝ち抜く上でも重要になってくる。下記コメントにもあるように、有力なスタートアップであればあるほど、投資家を選べる立場にあり、事業会社としては「選んでもらう立場」にあることになる。この時、多数の投資家がいる中で選んでもらうには、自社がスタートアップの成長にどのように貢献できるかをアピールする力が求められる。そのときの提案の核となるのが、上記のような支援をしていくための事業アセットである。

“本当に良いスタートアップはお金に困っていない。だから、日本への展開や出資者が彼らのサービスを使う等のスタートアップの要求に応える提案と、それを支える日本企業の体制が必要”
(日本、商社)

また、投資後にスタートアップに対して行っていく提案については、担当者任せにするのではなく、上層部によるレビューも有効である。なぜなら、スタートアップをどこまで支援していくか、担当者は心の中でついついブレーキをかけてしまいがちになるからである。案件によっては、より大胆に会社のリソースを活用して支援すべき局面もあるかもしれないが、そのような大胆な意思決定は、上層部でないと難しいことが多いからである。なお、ここでいう上層部とは、投資チームのリーダー(役員または部長)を想定しているが、重要な案件に関しては、経営トップを巻き込むべきであろう。

II. スタートアップ投資全般に取り組む際の提言

提言④ 現地インナーサークルにアクセスするための体制構築

前節の課題④で述べたとおり、スタートアップの資金調達に関する情報は、起業家や投資家等の関係者間のみで共有されるため、優良案件の投資機会を得るには、現地のインナーサークルに入り込む必要がある。その際に、人的ネットワークは会社ではなく担当者個人に紐づくため、数年かけてインナーサークルに一定程度入り込めたとしても、人事ローテーション等で担当者変更になってしまうと、人的ネットワーク作りをほぼゼロからやり直すことになってしまうことにも注意が必要である。また、優良な案件を見極める目利き力を養うには、多くのスタートアップの評価経験を積み重ね、ビジネスモデルの筋の良し悪しや **Valuation** の割高・割安感、経営チームの力量等について相場感を形成していく必要がある。

つまり、インナーサークルに入り込むための仕組みを構築するだけでは十分でなく、構築後、数年間かけてインナーサークル内に構築した人的ネットワークをどのように維持・発展させていくかまで考えておくことが重要なのである。以降では、最初にインナーサークルに入り込むための仕組みを構築するための提言を行い、次に、構築した人的ネットワークを維持・発展させていくための提言を行いたい。

インナーサークルに入り込むための仕組み作り

インナーサークルの中心は、起業家と投資家である。投資家には、エンジェル等の個人投資家や VC、スタートアップ投資に取り組む事業会社等が含まれる。彼らとの人的ネットワークの作り方については、特に驚くような方法があるわけではなく、面談し、自分のことを知ってもらい、相手にとって有益な情報を提供したり、適切な投資条件の提示等相手にとってもメリットのある提案をし、提案内容をしっかりと実行することで信頼してもらうことに尽きる。効果的に現地インナーサークルに入り込むには、具体的には、以下のような取り組みを行うことが重要である。

- 出張ベースで取り組むのではなく、現地に駐在して取り組む
- 現地でローカル人材を採用する
- 現地で活動する VC に LP 出資し、彼らと一緒に動くことで「筋の良い」関係者とのネットワークを構築する
- 現地 VC に LP 出資をした場合でも、全て VC に任せておくのではなく、自社でも面談し、独自に人的ネットワークを積み重ねていく
- 面談をするだけではなく、投資を実行する

案件開拓については、とにかく人に会うのが仕事というくらい、多くの起業家・投資家と面談する必要があるため、出張ベースで取り組むには限界があり、本気で取り組むのであれば、現地に駐在する人員を置くことが必要と考えるべきである。また、現地の起業家・投資家コミュニティに深く入り込むには、やはりローカル人材の活用が欠かせない。こうした現地での体制をいきなり構築することが難しい場合には、自社だけでゼロから取り組むのではなく、現地で活動する VC への LP 出資も検討するべきである。既に現地のインナーサークルに入り込んでいる彼らのネットワークを活用させてもらうことにより、余計な遠回りをする必要が無くなることを考えると、是非検討したい選択肢である。ただし、LP 出資した VC に案件開拓を全て任せるのではなく、自社も一緒に起業家や投資家と面談をすることで、独自に人的ネットワークを構築していく努力をするべきである。そうしないと、結果的に自社にノウハウや人的ネットワークが蓄積されないで、本当の意味で自社の目的に沿った案件開拓の発掘をすることが難しいからである

(一般的に、VCは財務リターン目的で投資するため、事業会社である自社が投資したい領域とVCが投資したい領域をピタリと一致させるのは難しいと考えた方が現実的である)。

スタートアップ・エコシステム内においては、いくら面談を繰り返しても、結局のところ、投資を実行しないとインナーサークルの「中の人」として見てもらえないという指摘もあった。まさに「Show me the money」というわけである。

“インナーサークルに入りたかったら、まずは「投資」をすること。実際に投資をするまでは、たとえ会ってくれたとしても、本気で相手にしてもらえているわけではないと思った方が良い” (日本、VC)

“当社にとっては、ローカル人材のVC経験者を採用し体制を厚くした後に、リードインベスターとして投資にチャレンジした案件が転機となった。その案件以降、現地のスタートアップコミュニティに、当社が本気で取り組んでいることが伝わり、いろいろな案件が持ち込まれるようになった” (日本、金融)

また、インナーサークルの入り込み先としては、人材供給で地域のハブとなっている有力大学も見過ごせない。日本企業では、従業員を社費留学させる先として、これまでは欧米の大学を中心に派遣しているが、下記コメントにもあるように、現地の有力大学に人材を送り込むのも、インナーサークルに入り込む上では有効な手段といえる。

“東南アジア・インドでのスタートアップ投資に取り組むのであれば、まずはIIT(インド工科大学)やIIM(インド経営大学院)、NUS(シンガポール国立大学)等、現地でハブになっている大学に社費で人を送り込んでネットワークを築くべきではないか” (意見交換会)

構築した人的ネットワークの維持・発展

ここまで述べてきた取り組みを数年間続けることで、一定程度インナーサークルに入り込むことができ、人的ネットワークが構築できてきたら、この人的ネットワークを維持・発展させていく必要がある。そのためには、中長期で人材を育成して考え方が重要になってくる。

下記コメント(再掲)にもあるように、スタートアップ・エコシステム内では、どこの会社に所属しているかよりも、個人としてその人が信頼できるか否かが重視される。そのため、人事ローテーションで担当者が変更になると、人的ネットワークは現実的には引き継ぐことができず、ほぼゼロから再構築する必要があることを理解しておく必要がある。また、スタートアップ投資には、ベンチャー・ファイナンスや事業に関する知識だけでなく、経営全般や財務・税務・法務等、様々な知識・経験が求められるため、スタートアップ投資担当者を安易に人事ローテーションさせることは避け、中長期で人材育成することをコミットし、取り組む必要がある。

“インナーサークルに入るには、現地に2年から3年いれば良いと思うが、日本企業の悪いところで、人事ローテーションがある。繋がりは「人(会社ではなく個人)」に紐づくので、2年から3年経って「〇〇会社の後任の△△です」と言っても、最初からやり直しになる。窓口を固定して、情報や関係性を積み上げていくことが大事” (日本、VC) (再掲)

一方で、人事ローテーションを全く行わないのは現実的ではないという意見もあるかもしれない。人事ローテーションにはメリットもあり、スタートアップ投資の経験を積んだ社員が事業部門や本社の他部門に異動することで、社内

にスタートアップ投資の現場感を有した社員が増えることは、スタートアップ投資に取り組む上では全社視点では望ましいと言える。そのため、例えばスタートアップ投資の現場のキーマン(部長から課長クラス)については、戦略的に中長期で育成するために人事ローテーションを控え、現場の担当者(スタッフ)の一部は人事ローテーションで入れ替えるといった取り組みも有効であろう。

また、スタートアップ投資の実務経験を有するプロフェッショナル人材を中途採用して、人事ローテーションの対象外の投資プロフェッショナルとして活躍してもらうことも有効である。しかし、そのような人材がマーケットになかなかいないため、容易な取り組みではないが、プロパー社員の育成と同時並行で中途採用にも取り組むべきである。

なお、プロフェッショナル人材の採用で課題となるのが、待遇面である。VCでは、投資した案件がExitできた場合に、成功報酬の一部を投資担当者にもキャリアボーナスとして支払うことがある。そのため、プロフェッショナル人材を中途採用するために、別の報酬体系を用意したり、投資子会社を設立して本社とは全く異なる報酬体系を導入した上で投資子会社で採用するといった手法も有効である。

提言⑤ 積極的にリスクテイクするための仕組みの構築

前節の課題⑤で述べたとおり、スタートアップ投資は不確実性が高く、複数案件によるポートフォリオ思考が重要であり、あわせて中長期的に適切にリスクテイクしていくためには、コーポレートガバナンスの観点から経営者及び投資担当者に対する適切なインセンティブ設計も重要となる。

こうした中長期的にリスクテイクしていく仕組みの構築に取り組んでいくためには、投資担当者だけでなく、経営者が長期的なコミットメントを示すことが重要であるという指摘もあった。

“中期経営計画の存在や、社長に任期があるところに深い問題がある。こういった取り組みは(3~5年の目線で策定された)中期経営計画にとらわれてはダメ。もっと長期的な目線で取り組む必要がある。これをどう変えていくかが、大きな課題”(意見交換会)(再掲)

“90年代からM&Aに携わってきたが、当時いた方が、ナレッジの蓄積により、今でも存在感を持っている。スタートアップ投資に知見がたまると、M&Aと同様に20年から30年はかかるのではないか。そもそもスタートアップ投資は、数年間で成果がでるものではなく、10年単位で取り組むべきもの。数十年かけて、スタートアップ投資の知見をためるべき”(意見交換会)

また、経営者が長期的なコミットメントを示した上で、場合によっては経営者が自ら現地を訪問する等、積極的に関与している姿勢を示すことも重要である。そうすることでディールが一気に進展することもある。経営者の本気の姿勢は、インナーサークル内でも評判が拡がり、優良案件の持ち込みが増える等、良い流れを作るきっかけにもなり得る。経営者は自らのコミットメントを示すためにも、積極的に現地を訪問するべきであるという指摘もあった。

“投資をするなら、トップがいけないといけない。日本の経営者は情熱があるときは現地に赴き、その場合、一気にM&Aが進む”(意見交換会)

“日本企業とも会っているが、時間がかかる。韓国大手企業は非常に積極的で、ある韓国企業では本社の副会長が直接こちらに面会に来たし、2ヵ月ほどで出資も決めてくれた”（インド、スタートアップ：自動車関連）
（再掲）

ただし、表敬訪問のような経営者が単に現地を訪問すればいいということではなく、具体的なアクションを目的として訪問していくことが必要である。なぜなら、スタートアップ起業家からすると、貴重な時間を使ったにもかかわらず、何もアクションに繋がらないようであれば、その姿勢自体を疑問視され、インナーサークル内でのレピュテーションリスクにつながる可能性があるためである。

こうした取り組みを動機づけるにあたっては、経営者の中長期的かつ適切なリスクテイクを後押しするコーポレートガバナンス（株主をはじめとする企業の利害関係者が経営者を監督し、企業を統治する仕組み）の設計も重要である。経営者自身が、スタートアップ投資に対して長期的な視点とコミットメントをもって意思決定していくことは前述のとおり重要だが、企業全体としては適切なリスクテイクを後押しするコーポレートガバナンスの設計にも配慮したい。

“スタートアップ投資は不確実性が高く、失敗案件も出る。そのため、10年単位で取り組まないと成果が分からない。中長期的な目線でリスクテイクし続けられるように、社内体制を構築・維持しなければならない。例えば、社外取締役役に投資の専門家を入れる等「攻めのガバナンス」がなければ、不景気になった途端、中途半端に取り止めになってしまうリスクがある”（意見交換会）

コーポレートガバナンスに関する取組として、このように社外取締役役に投資の専門家を入れる事だけではなく、経営者自身のインセンティブについて、適切なリスクを取り続けているかという視点を設けると共に、スタートアップ投資の個別案件ごとの失敗で過度にマイナスが付かないようなバランスを踏まえた設計が必要だろう。

経営者のインセンティブに加えて、投資担当者についても、投資目的や成果を見込んでいる時間軸に応じた適切なインセンティブを与えるべきだ。例えば、2年から3年で投資担当者が人事ローテーションしてしまう場合、投資の成功・失敗が分かる前に異動となることも多く、投資する時点での規律が働きにくくなってしまう。前述の通り、中長期的に投資案件の成果を見込むのであれば、なるべく投資担当者の短期的な人事ローテーションを避け、投資先の成否にコミットさせることが理想的である。人事ローテーションを避けることが組織上難しい場合も、投資の成果について投資担当者、ないしは投資担当者が所属する組織単位で何らかの評価が訴求される仕組みを検討すべきではないだろうか。

提言⑥ スタートアップ投資に求められる能力の段階的な構築

これまでの議論の通り、スタートアップ投資に求められる能力獲得には時間がかかるため、投資慣れしていない事業会社にとって一足飛びにこれまでの提言で述べられていることを実現することは現実的ではないかもしれない。したがって、段階的に時間をかけて、能力を構築していくことが有効と考えられる。そのためにも、提言⑤にあるような経営者の中長期的なコミットメントは前提となってくる。

例えば、図表 4.11 にあるように、年月をかけて段階的に能力を強化してきた事例も存在する。ある金融機関 A 社は、5年程度の年月をかけながら東南アジアにおける FinTech 投資の能力を高めてきている。当初は、現地拠点

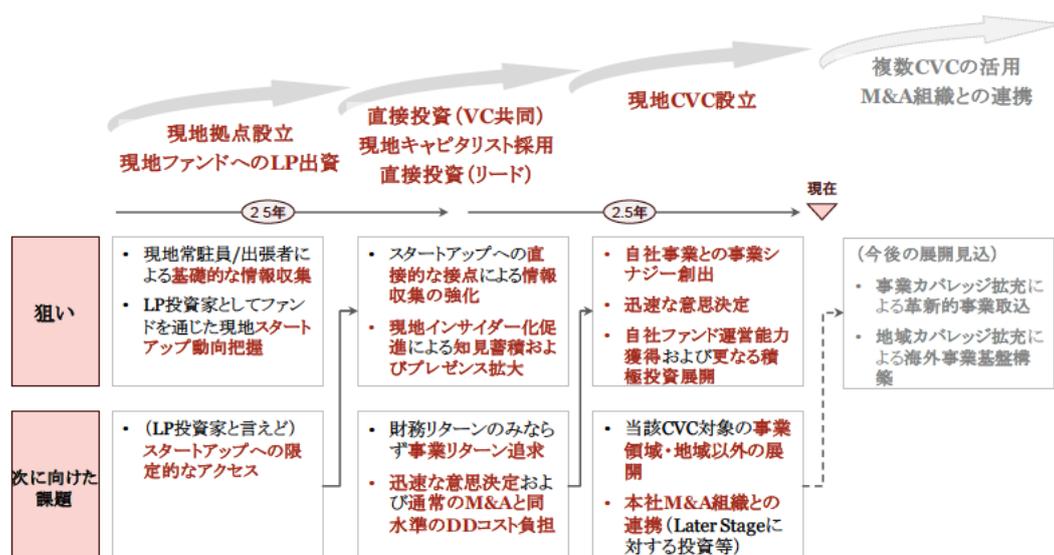
設立及び現地ファンドへのLP出資から着手した。現地スタートアップへの理解やネットワークが不十分な初期段階において自前で投資を無理に進めようとはせず、まずは現地ファンドへLP出資をすることで、現地のエコシステム理解やネットワーク構築を進めたのである。加えて、現地における学びをしっかりと蓄積するために常駐者も配置した。

LP投資家としては間にVCが入るため直接投資に比べると投資先の情報を集めにくく、共同事業化も持ち掛けにくい。したがって、A社は次の段階としてVCとの共同投資を増やしていったのである。直接投資を増やすことで、現地でのネットワークや投資先理解も一層深耕されていった。こうした中で、A社は自社がリード投資家になる投資にもチャレンジを始めた。リード投資家は、資金調達ラウンドの主要な投資条件をスタートアップと一緒に取りまとめる能力が求められる上、当該ラウンドで最も大きな金額を投資しなくてはならないため、求められるノウハウも多く、またリスクも伴う。一方で、リード投資家として資金調達ラウンドをまとめた実績はスタートアップ・エコシステムの中でもレピュテーションを高めることに繋がる。実際にリード投資家として資金調達ラウンドを取りまとめた後は、ソーシングについても相対的に良い案件に声がかかけられやすくなったとのことだ。

リード投資家として現地で直接投資をする経験を積んだうえで、この会社は投資を組織的に加速するために次の段階としては現地にCVCを設立し、より積極的に投資を続けている。

これはあくまでも一つの事例であり、全ての企業が必ずしもこのステップや期間を要して能力を獲得する必要もない。実際、どのような能力を獲得すべきかは事業戦略、及び投資戦略に応じて変わるからだ。例えば、現地の先端的なビジネスモデルや技術について情報収集をしたいだけであれば、(獲得したい情報の程度にもよるが)LP出資に留めてしまうことも一つの方法だ。また、現地における投資事業を垂直立ち上げしたい場合は、前述のようなステップを踏まず、現地で投資活動を行っているVCと二人組合でCVCを設立することも一つの方法だろう。投資活動を始める前に、投資目的に立ち返り、目的達成に向けては、そもそもどのような能力を獲得する必要があるか、加えてその能力はどの程度の期間で立ち上げたいかを整理した上で、能力獲得の方針を練ってはどうか。

<図表 4.11> 投資能力の段階的深化(日本、金融A社のケースより)



III. 新興国投資に取り組む際の提言

提言⑦ 国ごとの情勢を見極めた投資の実行

東南アジア・インドでは、現地市場における財閥系企業の影響力が非常に大きく、彼らの影響力を見過ごすべきではないとの意見がヒアリングで多数聞かれた。また、財閥創業家の若手が海外留学から帰国した後に、自国でスタートアップを創業し、財閥グループ企業との協業を梃子に急成長を目指す事例も出てきており、有望な投資先になりつつあるとの声もあり、東南アジア・インドにおいてスタートアップ投資を行っていく上では、地元の有力財閥とのネットワーク構築を行うことも心掛けていきたい。

“スタートアップの盛り上がりの背景としては、経済成長だけでなく、現地企業や財閥のファミリー企業が経済圏を支配していることがある。初代が、その次の世代でも成長を持続させるために、DXに取り組んでいる。2世や3世が欧米で経験を積んで現地でそれを事業化している等が好例”（日本、VC）

“インドネシアやタイ等は、まだまだウェットなビジネスのつながりが重要。ファミリーが支配する経済圏も大きいため、インナーサークルへの入り込みが重要。二世、三世等は、自分で起業していたり、コミュニティで主導的な役割を担っている等、アンテナを張っている人が多いため、二世や三世等の若手とのつながりが重要”（意見交換会）

加えて、下記コメントにあるように、政府関係者とのネットワークづくりの重要性を指摘する声もあり、これら現地で影響力のある機関にまで人的ネットワークを拡げていく努力をしていくべきである。

“シンガポールでは国の政策・規制の動向の影響が大きく、規制が関わってきそうな事業を投資検討する場合、相談できる相手が必ず必要。政府の主要部門ごとにカウンターとなる役人を探して、いつでも電話や面会で最新動向を聞けるような状態にしている。これらの人脈はオープンに作っていきける。政府が行っている様々なイベント等で知り合うことも出来る”（意見交換会）

また、第3章で詳述した通り、東南アジア・インドの各国においてスタートアップ・エコシステムが大きく異なることが観察された。当然にして、こうしたスタートアップ・エコシステムの違いを考慮して投資戦略も調整していく必要がある。今回の調査を踏まえて、各国に対してどのように向き合って投資戦略を構築すべきか、ヒアリングを通して見えてきた留意点をいくつか例示したい。

インド

優秀な起業家・経営陣やVCの層が厚く、経営の経験値の低い新興国のスタートアップと捉えて接してはいけない。前章において述べた通り、例えば、インドのトップ大学であるIIT(インド工科大学)やIIM(インド経営大学院)を卒業した起業家や、欧米のトップスクールでMBAを取得し、欧米の多国籍企業で経験を積んだのち帰国して起業した起業家、投資銀行や法律事務所、コンサルティングファーム等のプロフェッショナルファーム出身の起業家等、そもそも経営に関する能力値や経験値が高い起業家が多く、経営レベルが非常に高いスタートアップも多数存在する。また、近年、AlphabetやMicrosoft、IBM等、米国ハイテク企業において、インド出身者のCEO就任が相次いでいるが、そのような米国で活躍するインド人エグゼクティブの増加により、インドの経営者コミュニティと米国

ハイテク産業との結びつきが強まっており、人的ネットワークや最先端の経営情報の流通等におけるインドの優位性の高まりを指摘する声もある。

“IIT や IIM、スタンフォード MBA 等の高学歴の経営人材は多く、基本的に優秀。また、アイデアを具現化して立ち上げる実行力を持つ人材がそろっている。例えば、過去に Exit 経験を持っているシリアルアントレプレナーや、高い経営管理能力を持つ外資系大手企業出身者、成長期のスタートアップで経営指標の達成責任を持つ立場にあった人材等が該当し、こういった人材が関与しているスタートアップの成功率は高い”
(日本、VC)

“IT 業界では、大学までインドで過ごした Sundar Pichai 氏 (Alphabet)、Satya Nadella 氏 (Microsoft)、Shantanu Narayen 氏 (Adobe) 等がグローバル企業の社長に就任しており、グローバル企業のマネジメント層と繋がる点ができる点はインドのスタートアップ・エコシステムの強みである” (日本、VC)

また、投資家と言う観点でも、長年インドで投資活動をしている米国における一流の VC が多数存在しており、こうした VC を通して、米国の先端的な技術や経営モデルを参考とするアドバイスを受けているスタートアップも多数存在する。そのため、対象によってはシリコンバレーのスタートアップに提案するつもりで提案を練り込む必要があると認識しておきたい。

“インドはスタートアップも投資家も、アメリカ、特にシリコンバレーとのつながりが強く、すぐにアメリカの投資家によるベストプラクティスが入ってくる” (日本、VC) (再掲)

シンガポール

政府の動向と、スタートアップのグローバル展開の実現性について留意したい。

第 3 章で述べた通り、シンガポールはスタートアップ・エコシステムに対する政府の影響力が強い。例えば直近では、AI、サイバーセキュリティ、AgriTech、FinTech 等に多額の資金を投じて進行している。そのため、取り組むにあたっては政府の動向を十分理解して進めることが望ましい。また、シンガポール自体は市場規模が小さいため、基本的には東南アジア諸国をはじめとする海外への展開を前提としないと大きく成長することが難しい。シンガポール国内で一定の成功が収められたとしても、東南アジアの他の国々は規制環境や商習慣等が異なることは既に述べたとおりであり、安易にグローバル展開による成長を織り込んだ成長性を信じてよいかは、冷静に評価する必要がある。加えて、近年、起業家の内向き志向(シンガポール内での取り組みに満足して海外展開を重視しない)が強まっているとの指摘もあり、投資検討するさいには、起業家の海外展開に対する意欲についても確認する必要がある。

“シンガポールのスタートアップは、ビジネスモデルや技術力の観点では、比較的に優れた企業が多い印象。一方で、実際に東南アジア展開に成功して大きく成長した企業となると、数える程しかないのでは。東南アジアと一口に言っても、国ごとに市場特性は大きく異なり、言うほど簡単ではない。事業計画を見るさいは、海外展開のシナリオの実現可能性を冷静に評価した方が良い”(日本、VC)

“シンガポールは環境整備が行き届いており、シンガポール人にとって居心地が良すぎるのがスタートアップの育成における課題となっていると感じる。実際に最近のインキュベーションプログラム参加者はシンガポール内でNo.1になろうとする傾向がみられ、小粒な発想に留まることが散見される。政府としても危機感をもっているため、起業家にグローバル市場を体感し、競争意識をつけてもらうための留学プログラム等を推進している” (シンガポール、政府及び公的機関) (再掲)

“シンガポール人は自分の国に大変満足しているため、外国にあまり行きたがらなくなっている。特に若者にとっては、外国とは観光旅行で行くところであって、留学や就労等で挑戦する意識は低下していると思う。このため、グローバルでの競争を意識したスタートアップが現れにくくなるのではないかと懸念している”
(シンガポール、VC)

インドネシア

Valuation の高騰とスタートアップの厚み不足に留意したい。今回のヒアリングでは、インドネシアでの Valuation の高騰を指摘する声が多数あった。インドとの比較でも Valuation の割高感を指摘する声もあり、特に Series B 近辺での Valuation 高騰が指摘されている。Valuation が高くとも投資家が積極的に投資するモメンタムにある場合は、赤字を続けながら成長を志向することも可能だが、足元では投資家が黒字転換の実現性を厳しく見るようになってきている点には注意が必要である。

“インドネシアは期待値先行型のスタートアップ市場環境にある。日本と同じ売上水準の企業でも、インドネシア企業はマーケット成長期待から Valuation が高くつく傾向にある。また、シンガポールと比較しても、インドネシアの方が高い印象にある”(日本、VC) (再掲)

“インドネシアは、VC 間も、スタートアップ同士も、競争が激しい。また、インドネシアではスタートアップに capital がつきやすいので、Valuation が上がる傾向がある。例えば、Early Stage で同様のビジネスモデル・同レベルの経営陣であっても、マレーシアでは 2 億円、インドネシアだと 4、5 億円の Valuation になるイメージがある”(日本、VC) (再掲)

“Series B までは 2.5 億米ドルが相場。インド等に比べると Over-Valuation だと感じているが、プレイヤーの多さに起因していると思う”(インドネシア、VC) (再掲)

“近年、投資サイズが大きくなっており、Over-Valuation が起こっているように感じる。インドも中国も米国も、外国の投資家は巨額の資金を持っているため、地場価格+10%でも出資する。それが、特に Series B の価格を釣り上げている。外国投資家からすれば、本国に比べると、それでも割安だと思っているはず”
(インドネシア、VC) (再掲)

“インドネシアとベトナムの Valuation は、総じて他よりも高い印象。Valuation の高さは各国から投資が集中していることが背景だと思う”(日本、VC) (再掲)

Valuation 高騰の背景には、人口ボーナスによる今後の成長性があるが、一方で、インドネシアの市場を単一市場として見るべきではなく、実際には多くの島から構成される市場であり、地域による違いも大きく、単一のサービスで2.6億人の全ての顧客にサービスを届けるのは容易でなく、市場ポテンシャルを注意深く評価すべきという指摘もあった。(第3章のコラム「インドネシアマーケットの独自性「都市と田舎の分断」を参照)

“東南アジアは国の中でも、都市と田舎で市場が分断されており、一つの市場とは言えないと思う。例えば、インドネシアは2億人の人口がいるが、地理的・経済的な要因等により、全ての国民へ一気にリーチすることは難しいと思う。都市部の2,400万人等、個別のセグメントを対象とする必要がある。そのため、国の人口ボーナスが、そのまま事業の成長期待に繋がることはない、と感じている”(日本、VC)(再掲)

第3章で述べた通り、スタートアップの厚みという意味では、一部のユニコーンをはじめとする特定企業に資金が集中しており、有望なスタートアップの厚みにはまだ課題がある状況で、同様なことがヒアリングでも指摘された。また、スタートアップのジャンルとしても、依然としてEコマースや消費者向けのペイメント等B2C向けスタートアップが多く、B2B向けのスタートアップの勃興はこれからという指摘もある。例えば、日米印ではSaaSを中心としたB2Bスタートアップに資金が集まりだしているが、インドネシアでもその流れが起こってくるか、今後の動向に注目したい。

“インドネシアのスタートアップ・エコシステムが良くなるにはまだまだスタートアップの数が足りない。今は一部のユニコーンに大量の資金が流入している状況で、これだけではシリコンバレーのような互いに助け合う仕組みは構築できない”(インドネシア、スタートアップ:FinTech)

“5年程前から、インドネシアではライドシェアリングやEコマース等のB2Cサービスが全盛となっている。その基盤は、スマートフォンの普及や若年人口の増加等ファンダメンタルな要素。現在、スタートアップ間の競争は激化しているが、競争に打ち勝つため、各社は安売りやポイント付与等のキャッシュバーンばかりしている。今のインドネシアはキャッシュバーンのみが差別化要素になっていると感じられ、投資対象とするには割高な市場と考えている”(インドネシア、VC)(再掲)

“今後はFinTech領域で、主にSME向けのB2Bサービスが台頭してくると考えている。反面、インドネシアではDeepTech関連のスタートアップは立ち上がっていない。人材のレベルが低く、政府主導の教育プログラムがようやく出来た段階のため、難しいと考えている”(インドネシア、VC)

“インドネシアのスタートアップは既存技術でサービスが構築できるB2C領域が中心。他国で成功したビジネスモデルの模倣がまだまだ通用する市場であり、B2Bが台頭するには時間がかかると考えている。DeepTechは投資対象として検討していないが、インドネシアでは商業化と技術の実現性に難があるとみている”(インドネシア、VC)(再掲)

5. 本調査事業を振り返っての所感

2019年11月から2020年3月中旬までの実質4か月の期間で、東南アジアやインドにおけるスタートアップの最新状況やスタートアップ投資の実態を把握するべく、データ分析やリサーチ、現地調査を含めた国内外におけるヒアリング調査、有識者との意見交換会の開催等、大変忙しくも充実したプロジェクトとなりました。

この10年間、世界各所でスタートアップ投資が大変な盛り上がりを見せてきましたが、なかでも今回の調査対象となった東南アジア・インドでの直近5年間での変化は著しく、インドはユニコーンの数で米国・中国に続く世界三位となり、シンガポールやインドネシアにも米国・中国をはじめとした海外投資家の資金が流れ込み、グローバルでも注目されるスタートアップが育ってきています。弊社としても、本調査の過程において、それらの変化を目の当たりにすることで、知的好奇心を大いに刺激されることの連続でした。

特に、スタートアップ投資の第一線で活躍される日系のスタートアップ関係者や意見交換会にご参加いただいた有識者の方々、インドやシンガポール、インドネシアにおいて猛烈な勢いで事業を運営されている現地の起業家や投資家、政府関係者らとの直接対話から得られた生の声は、スタートアップにご関心をお持ちの日本企業の皆様にとって、極めて貴重な情報になったのではないかと考えております。

本調査でもご紹介したとおり、昨今、日本企業のみならず、多くのグローバル企業が、スタートアップとの協業を通じた自社変革や新たな価値創造を模索しております。そのような経済・社会情勢を踏まえて、弊社では、日本企業の皆様のスタートアップ投資を専門的にご支援する「スタートアップ・ディール・アドバイザー」を組織しています。本組織では、革新的なビジネスに挑戦するスタートアップに加え、事業会社、VC等の投資家、さらには国や地方自治体までを含めて、イノベーション創出の一つのエコシステムとしてとらえ、このエコシステム内での、資金、人材、事業アセット、ナレッジの還流を促す支援を通じて、イノベーションの推進と定着に貢献することを目指しています。今回のプロジェクトは、そのような弊社の活動の一環として、日本企業のスタートアップ投資の推進に是非ともお役に立ちたいという強い想いで取り組んでまいりました。本報告書が、日本企業によるスタートアップ投資促進の一助となればと切に願います。

最後に、本報告書の作成にあたり、有識者意見交換会にご参加頂いた皆様、ならびにヒアリング調査及びアンケートにご協力を頂いた、日本企業、海外企業、VC、各国政府支援機関及びアクセラレーターの方々等、すべての皆さまに感謝を申し上げます。

PwC アドバイザリー合同会社

6. 添付資料(アンケート調査)

6.1. 概要

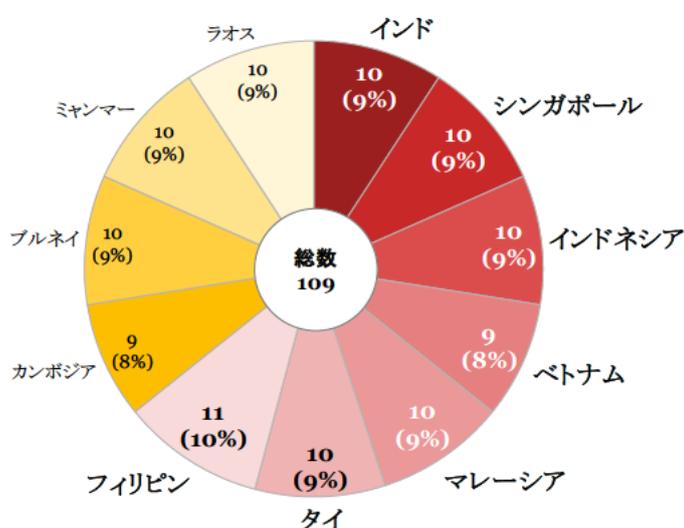
(1) 調査の目的

現地でのヒアリング調査に向け、各国の特徴を大まかに把握するため、本アンケートを実施した。

(2) 調査対象

主に公表情報¹³⁴及び PwC アドバイザリーが独自ネットワークを通じて選定した計 109 社に対して実施した。

<図表 6.1> アンケート対象者の属性 - 本社所在在り地 -



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

(3) 調査期間・方法

12/13-1/10 の期間にて、メールによる調査票の発出・回収を行った。

¹³⁴ 調査対象の選定にあたっては、下記資料等を参照した。

Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2017.「Future of ASEAN 50 Success Stories of Internationalization of ASEAN MSMEs」

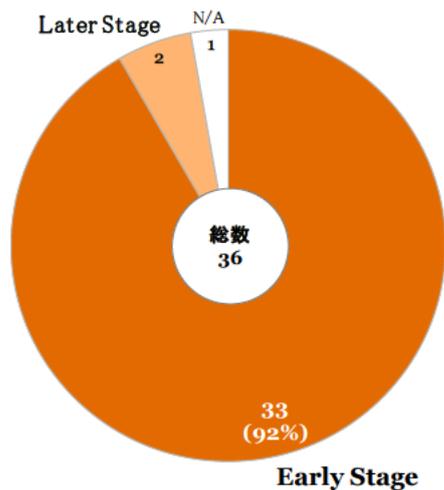
Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2018.「Future of ASEAN 50 Success Stories of Digitalisation of ASEAN MSMEs」

6.2. 調査結果

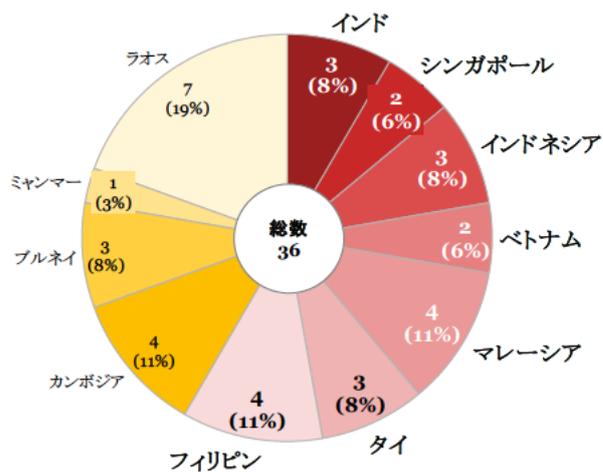
(1) 回答状況：

Early Stage を中心に、36 社から(回答率 33%)の回答を取得した。

<図表 6.2> 回答者の属性 - Stage 別 -¹³²



<図表 6.3> 回答者の属性 - 本社所在地別 -



出典：アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

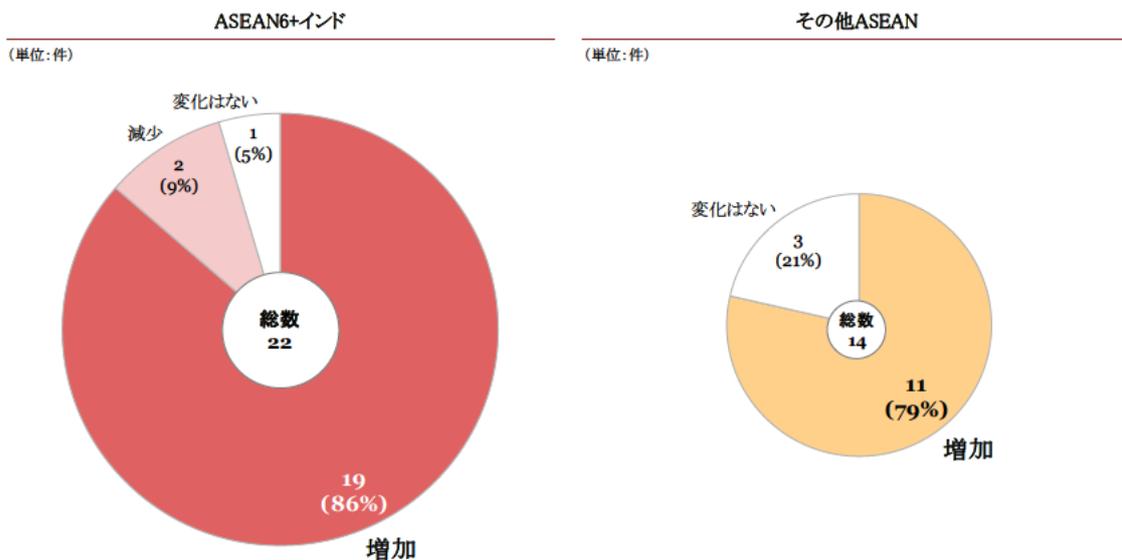
¹³² CrunchBase における定義を参考に、Seed stage (total funding amount is less than 2M\$)、Early stage (total funding amount is between 1M-30M\$)、Later stage (total funding amount is 30M\$+)、とした。なお、「Early」は、「Seed」と「Early」の合算。

(2) スタートアップの動向

(a) スタートアップの増減傾向

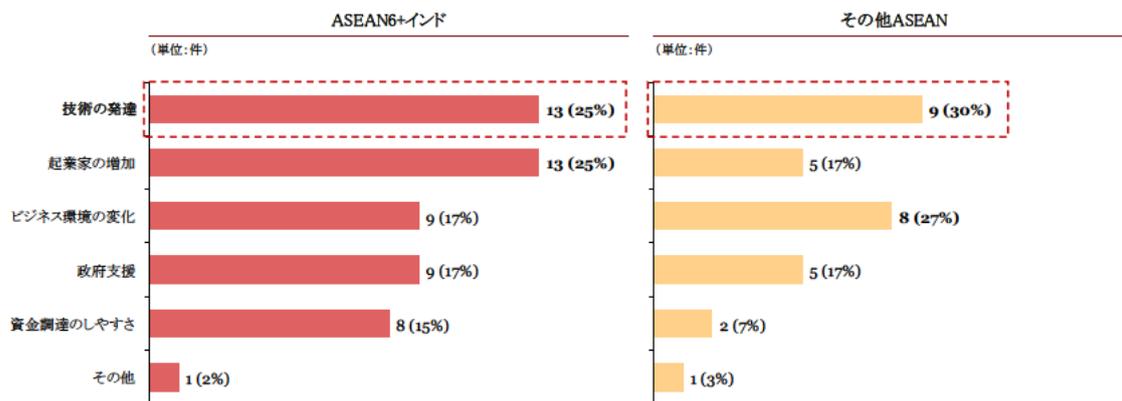
「ASEAN+インド」全域でスタートアップは増加傾向と考えられ、その背景には技術の進歩や起業家人材の増加が推察される。

<図表 6.4> 貴国のスタートアップの増減傾向は?(回答は単一選択)¹³³



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

<図表 6.5> スタートアップ増加の背景は?(回答は複数選択可)¹³⁴



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

¹³³ 「増加」は、4. The number of startups will grow steadily、5. The number of startups will grow rapidly を集計。「減少」は、1. The number of startups will decrease rapidly、2. The number of startups will decrease a few、を集計。「変化はない」は、3. The number of startups will remain the same、を集計。

¹³⁴ 前問において「増加傾向」を選択した回答者のみ集計。

“技術の進歩と、インターネットの高速化、スマートフォン・PCの低価格化がスタートアップ増加の主要要因”
(マレーシア)

“若く情熱があるプロフェッショナルが、新しいことを始めようとしているため” (フィリピン)

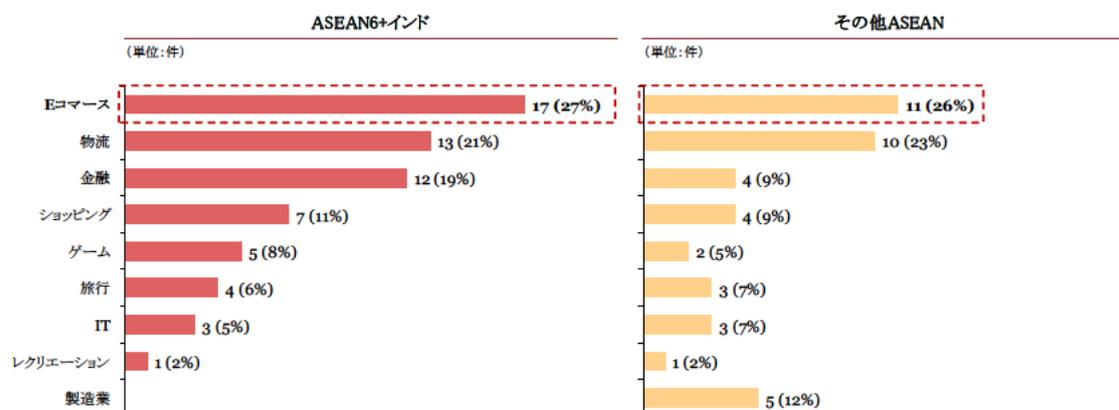
“通信インフラの改善とスマートフォンの急速な浸透によって、起業家にとって技術を活用した企業が容易になった他、販売チャネルの確立や新たな事業モデルの立ち上げも容易になったこと” (ラオス)

“大学でIT教育を受けた若者の起業が増えた。飲食関係の起業は参入障壁が低く活況” (ブルネイ)

(b) 事業領域

ASEAN 及びインドでは、Eコマース・物流がスタートアップの主要領域と考えられる。

<図表 6.6> 貴国において注目を集めるスタートアップ領域は? (回答は複数選択可)



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

スマートフォンユーザーの増加が E コマースの拡大を後押ししている模様。

“若者世代のオンラインショッピング志向が高まっていることで、E コマース、ショッピング等が成長している”
(フィリピン)

“スマートフォン利用者の拡大により、通信トラフィックは増大し、E コマースも成長している”(フィリピン)

“中間所得層の増加とスマートフォン利用者の増加が E コマースが盛り上がる背景。事業者にとっては顧客アクセスが、顧客にとってはオンラインサービスへのアクセスが容易になり、取引が簡単になった”(ラオス)

“スマートフォンが普及したことで E コマースが多く出現したが、まだその恩恵は主に首都のプノンペンに限られている状況”(カンボジア)

旧態依然のサプライチェーンに、デジタル技術で挑むスタートアップも存在する。

“サプライチェーンやロジスティクスは過去 30 年の間、さほど進歩していない。ディスラプションが起きるにあたって、期が熟していると感じる”(シンガポール)

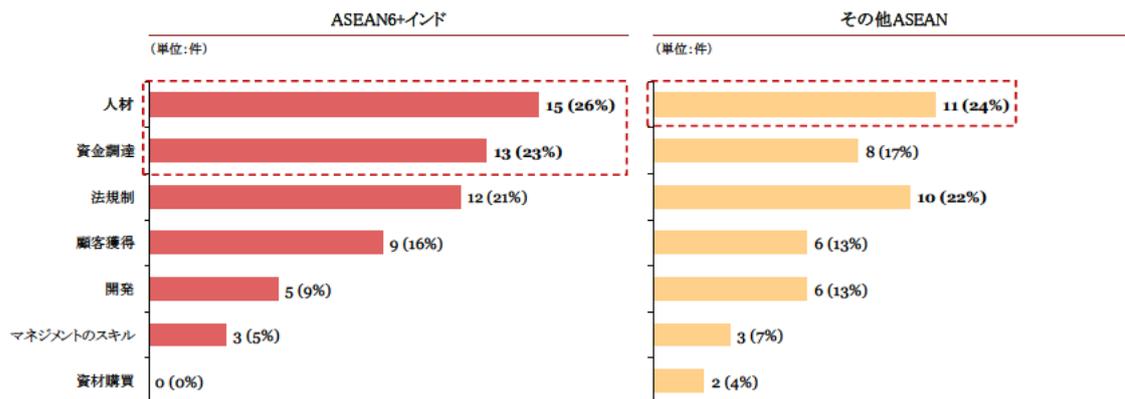
「ASEAN6+インド」で金融サービスが勃興しつつある背景には、「銀行口座を持たない層」の影響が考えられる。

“銀行口座を持たず既存銀行サービスを受けられていない層の巨大な市場が存在するため、金融関連サービスのスタートアップが成長している。アナリティクスやプラットフォーム領域での技術の進歩が著しく、金融サービスへのアクセスは障壁が低くなっている”(フィリピン)

(c) 経営課題

ASEAN 及びインドでは、人材確保がスタートアップの大きな課題となっているものと見受けられる。

<図表 6.7> 貴国のスタートアップが抱える課題は? (回答は複数選択可)



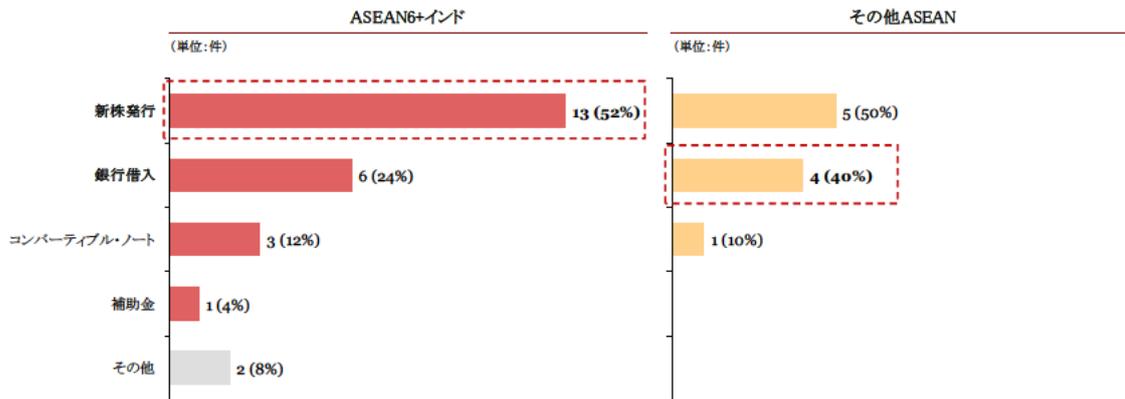
出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

(3) スタートアップ・エコシステムの動向

(a) 調達動向

「ASEAN6+インド」では新株発行による調達システムが太宗。なお、「その他 ASEAN」では銀行借入も多く活用されており、調達方法に地域差が認められる。

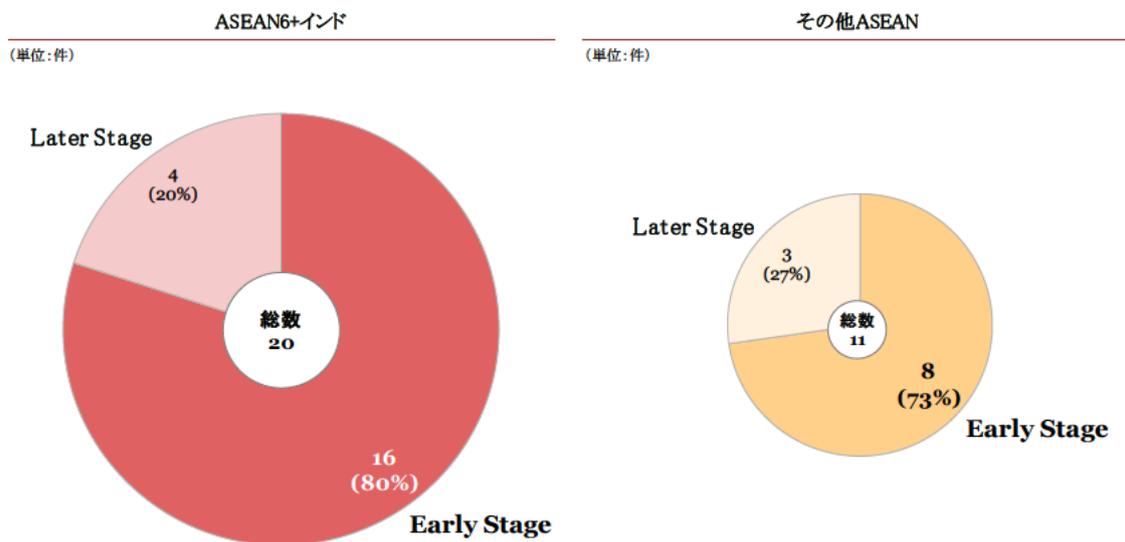
<図表 6.8> 貴社が最近活用した調達方法は?(回答は複数選択可)¹³⁵¹³⁶



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

スタートアップにおける”立ち上がり”時期に、調達の課題を感じているスタートアップが多い。

<図表 6.9> 貴国において、資金調達が難しくなるのはどの Stage か?(回答は単一選択)



出典: アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

¹³⁵ ASEAN6: シンガポール、インドネシア、ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピンの 6 か国を指す。

¹³⁶ その他 ASEAN: カンボジア、ブルネイ、ミャンマーラオスの 4 か国を指す。

調達環境の課題として、投資家数の少なさ、や、スタートアップに対する信頼の低さを挙げる声もある。

“**Early Stage** のスタートアップを正しく評価できる投資家は少なく、見つけることが難しいと感じる”
(シンガポール)

“エンジェル投資家や**Later Stage** の投資家は不足しており、**CVC** ではない独立系 **VC** も不足している”
(フィリピン)

“社会的信用が全般的に低い中で、興味を持ってくれる投資家を探すことが難しい”(インドネシア)

“多くの投資家のスタートアップに対する理解が低いと感じる”(タイ)

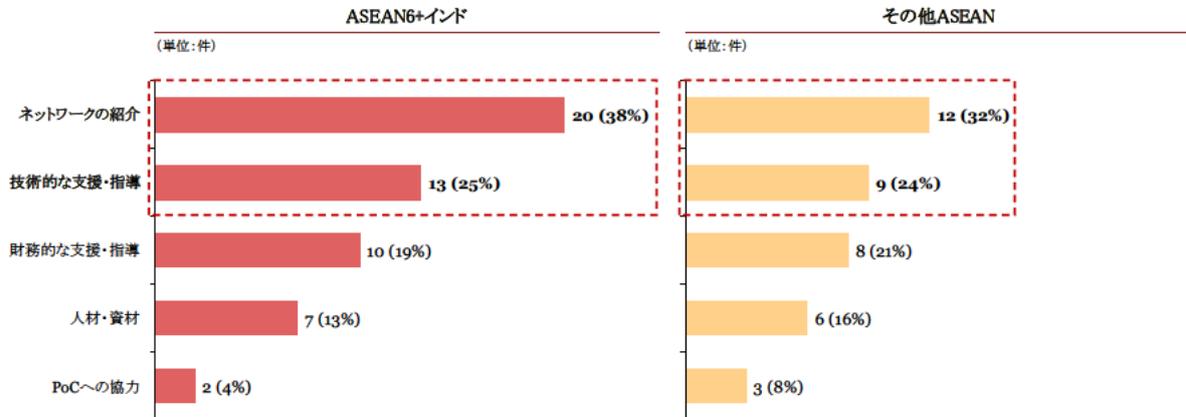
“創業初期の起業家と価値観を共有してくれる **Seed** ラウンドの投資家グループを見つけることは難しい”
(ブルネイ)

“すべての銀行が個人では準備することが難しい担保を要求してくる。反面、多くのスタートアップも知識や経験がないため、事業計画や文書を担保に代わるものとして準備できないことも大きな課題だと感じる”(カンボジア)

(b) 投資家

投資家に対する要望として、顧客の紹介や技術支援を求める声が多い。

<図表 6.10> 貴社が、資金調達以外で投資家に求めるものは? (回答は複数選択可)



出典: 当社アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

「その他 ASEAN」を中心として、日本企業には技術支援を期待する声が多くあった。

“日本企業の持つ技術的知見や事業ネットワークにアクセスできることが好ましい”(シンガポール)

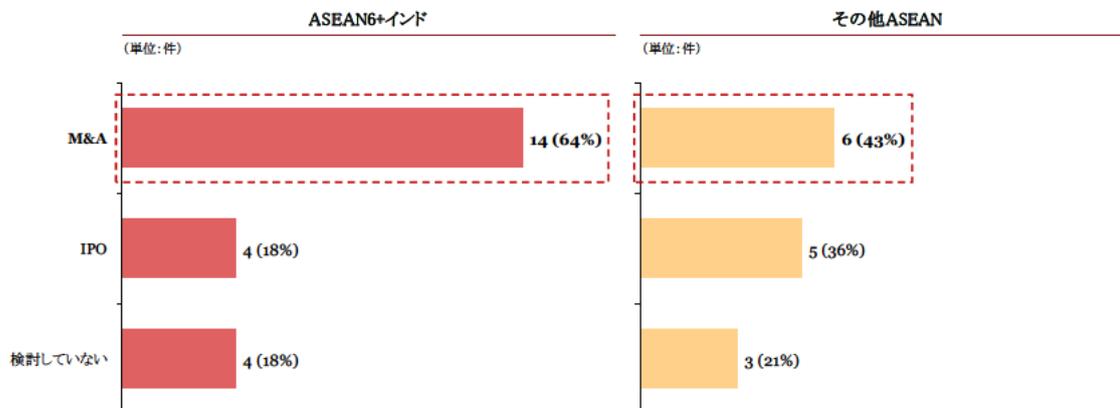
“日本企業からの投資を通じて技術的なノウハウや実践経験を提供してもらえると期待している。また、日本企業は長期で協力関係を築いてくれるものと認識している”(ブルネイ)

“事業の強化のための技術やネットワークの提供を期待”(ラオス)

(c) Exit 環境

「ASEAN6+インド」を中心に、M&A Exit を希望するスタートアップが多い。

<図表 6.11> 貴社にとって理想的な Exit 方法は? (回答は単一選択)



出典: 当社アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

M&A を選択する理由は、自社事業のレバレッジに向け、買収者の技術やネットワークの活用を期待する声が多い。

“M&A Exit を選択することで、戦略的なパートナーと、自社の企業価値向上を実現することができると思うため”(シンガポール)

“自社の事業には大きなポテンシャルがあると感じており、より大きな資本とその経営陣と協力できると良い”(マレーシア)

“M&A は買収者の持つネットワークや強みを活かすことで、自社の事業のインパクトを強化できると考えている”(フィリピン)

“M&A を通じて技術的なノウハウや先進的な経営手法、そして資金を得ることができれば自社の成長ポテンシャルを活かすことができると考えている”(ラオス)

“自国の市場は小さいので、企業が競争を勝ち残り、より大きく成長していくにはシナジーが実現できる大手企業の傘下に入ることが不可欠である”(ラオス)

その他、IPOと比較した際に、手続きの簡便さや高値の付きやすさを M&A Exit を選択する理由として挙げる声もあった。

“M&A のほうが所要時間が短く、その他の審査手続き等も簡潔である”(カンボジア)

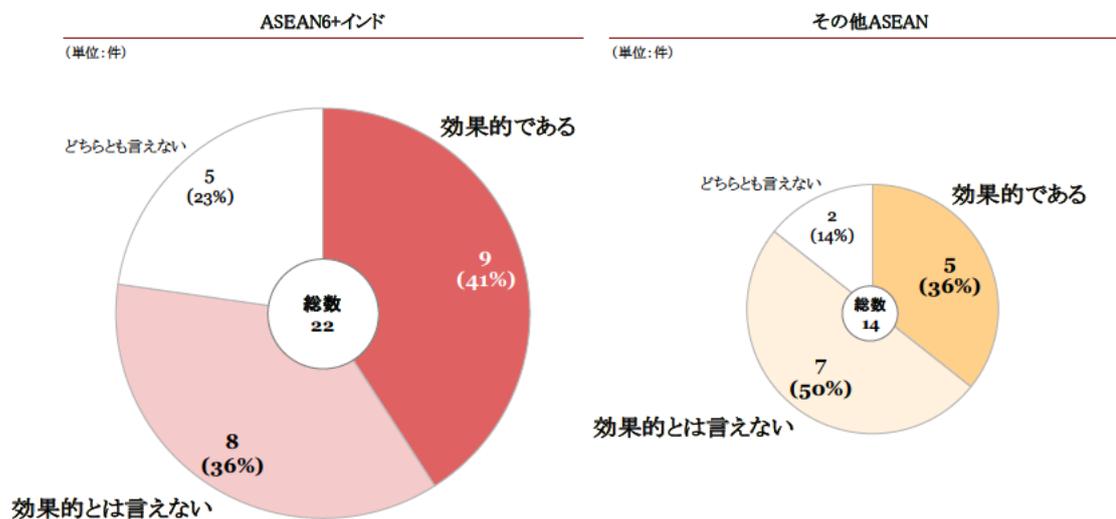
“M&A の方が IPO に比べ、高い企業価値が付き、準備にかかる費用も安いと認識している”(ブルネイ)

“ミャンマーにおける IPO は規制も厳しく、時間を要する。自国だけでは市場も小さいので、グローバルなプレイヤーに買収される方がメリットがある”(ミャンマー)

(d) 政府支援

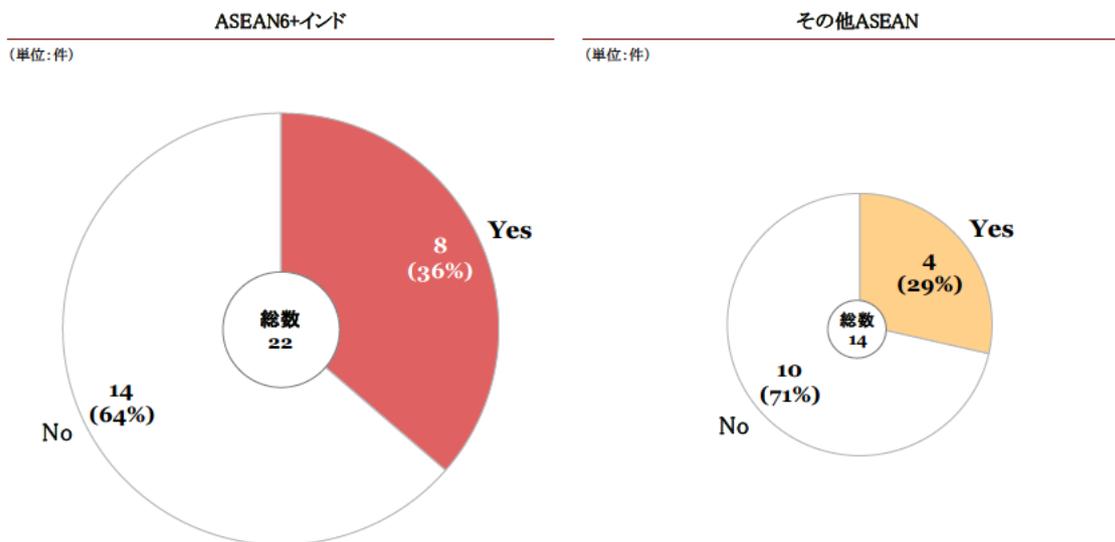
現状では、政府支援に対する期待は高いとは言えず、スタートアップによる活用も“これから”というところ。

<図表 6.12> (個人の意見として)政府の支援は効果的か? (回答は単一選択)¹³⁷



出典: 当社アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

<図表 6.13> 直近で、貴社は政府の支援プログラムを活用したことはあるか? (回答は単一選択)



出典: 当社アンケートを基に PwC アドバイザリー作成

¹³⁷ 効果的である: 4. Somewhat effective、5. Very effective を集計、効果的ではない: 1. Poorly organized 2. Not so effective を集計、どちらもいえない: 3. Neutral を集計。

<図表 6.14> アンケート協力先リスト(アルファベット順)¹³⁸

国名	会社名 ¹³⁹	コンタクト情報
インド	Whistledrive Pvt. Ltd.	-
シンガポール	KINOFY Pte. Ltd. Trames Pte Ltd.	kawee@kinofy.com toby.koh@ademcosecurity.com
インドネシア	cv. Indonusa Makmur Sentosa cv. Wangsa Jelita	indonusa.makmur.sentosa@gmail.com -
ベトナム	Acis Technology Co., Ltd. Farmtech Vietnam Co., Ltd.	dong.do@acis.com.vn dotrananh@farmtech.vn
マレーシア	DXN Agrotech Sdn. Bhd. KMD Institute Sdn. Bhd. MEGIX Industries Sdn. Bhd. Suffy Dairy Group Sdn Bhd.	syedisa@gmail.com uthaungtin@gmail.com megix2u@yahoo.com mysuffy@gmail.com
タイ	Omise Holdings Wangree Health Factory Co.,Ltd.	- krisana@oi.co.th
フィリピン	Cropital Enterprises Corporation ECHOstore Sustainable Lifestyle Inc. KALIBRR Inc. Qwikwire Inc.	ruel@cropital.com marcus.lim@ecosoftt.org paul@kalibrr.com ray@qwikwire.com
カンボジア	BanhJi FinTech Co., Ltd. Bookmebus Co.,Ltd. LM Lima Angkor Food Co., Ltd. LSV Industry Co., Ltd.	roth@banhji.com langda@bookmebus.com limviriya@gmail.com -
ブルネイ	Bellary Enterprise Sdn. Bhd. Crescent Sdn. Bhd. Nextacloud Technologies Sdn Bhd.	diana.hanyt@gmail.com salma.latiff@gmail.com agus.muslim@nextacloud.com
ミャンマー	Chate Sat Co., Ltd.	honey@chatesat.com
ラオス	108-1009 Group Co., Ltd. BIZGITAL Co., Ltd. Lao IT Development Co., Ltd. RentsBuy Property Co., Ltd. Top Value Service Co., Ltd.	- Souliyo@bizgital.com thanongsack@laoitdev.com - -

¹³⁸ 会社名、コンタクト先情報の記載を希望する企業のみ抜粋し、記載。

¹³⁹ アンケート実施時点のもの。

二次利用未承諾リスト

報告書の題名 東南アジア・インドにおけるスタートアップ投資の現状と日本企業への提言

委託事業名 令和元年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業（新興国における買収及び出資の在り方に関する調査研究事業）

受注事業者名 PwCアドバイザリー合同会社

頁	図表番号	タイトル
28	3.14	インドにおけるユニコーン数の推移
35	3.17	インドにおけるVCのファンド総額構成比率
76	3.35	インドネシアの地域区分と人口の偏在