

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(概要版)

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】

PwCアドバイザリー合同会社

目次

1. 本報告書の狙い
2. 本報告書の構成・調査方法
3. 各国の動向
 - 3.1. 調査対象国全体の概況
 - 3.2. インドの概況
 - 3.3. シンガポールの概況
 - 3.4. インドネシアの概況
 - 3.5. 東南アジアその他4か国の概況
4. 日本企業の課題と将来に向けた提言
 - 4.1. 日本企業が置かれている現状
 - 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
 - 4.3. 日本企業が直面しがちな課題
 - 4.4. 日本企業に対する提言

※本報告書は2020年4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

背景

- ・ 経済産業省ではこれまで、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、研究会や調査事業等の取り組みを継続してきたところである*1。
- ・ 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企業である。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。
- ・ 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企業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。

目的

- ・ 東南アジアやインドにおけるスタートアップ企業との協業は、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。
- ・ このような難易度の高い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企業の探索や投資実行、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。
- ・ 本書では、現地におけるスタートアップ企業やスタートアップ・エコシステムの現状を示すとともに、日本企業が現地スタートアップ企業と協業するための手段として投資に取り組む上で直面しうる課題や、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。

報告書のターゲット

- ・ 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企業と本腰を入れて協業を図ろうとする日本企業を想定する。

*1: 経済産業省による海外M&Aに関するこれまでの調査報告書は同省ウェブサイト(https://www.meti.go.jp/policy/external_economy/toshi/kaigaima/index.html)をご参照

目次

1. 本報告書の狙い
2. 本報告書の構成・調査方法
3. 各国の動向
 - 3.1. 調査対象国全体の概況
 - 3.2. インドの概況
 - 3.3. シンガポールの概況
 - 3.4. インドネシアの概況
 - 3.5. 東南アジアその他4か国の概況
4. 日本企業の課題と将来に向けた提言
 - 4.1. 日本企業が置かれている現状
 - 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
 - 4.3. 日本企業が直面しがちな課題
 - 4.4. 日本企業に対する提言

2. 本報告書の構成・調査方法

インドおよびASEAN加盟国のうち、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7か国を対象として、各国スタートアップの動向や新興国スタートアップ投資における日本企業の課題を整理し、将来に向けた提言を示す

先行調査

前回調査

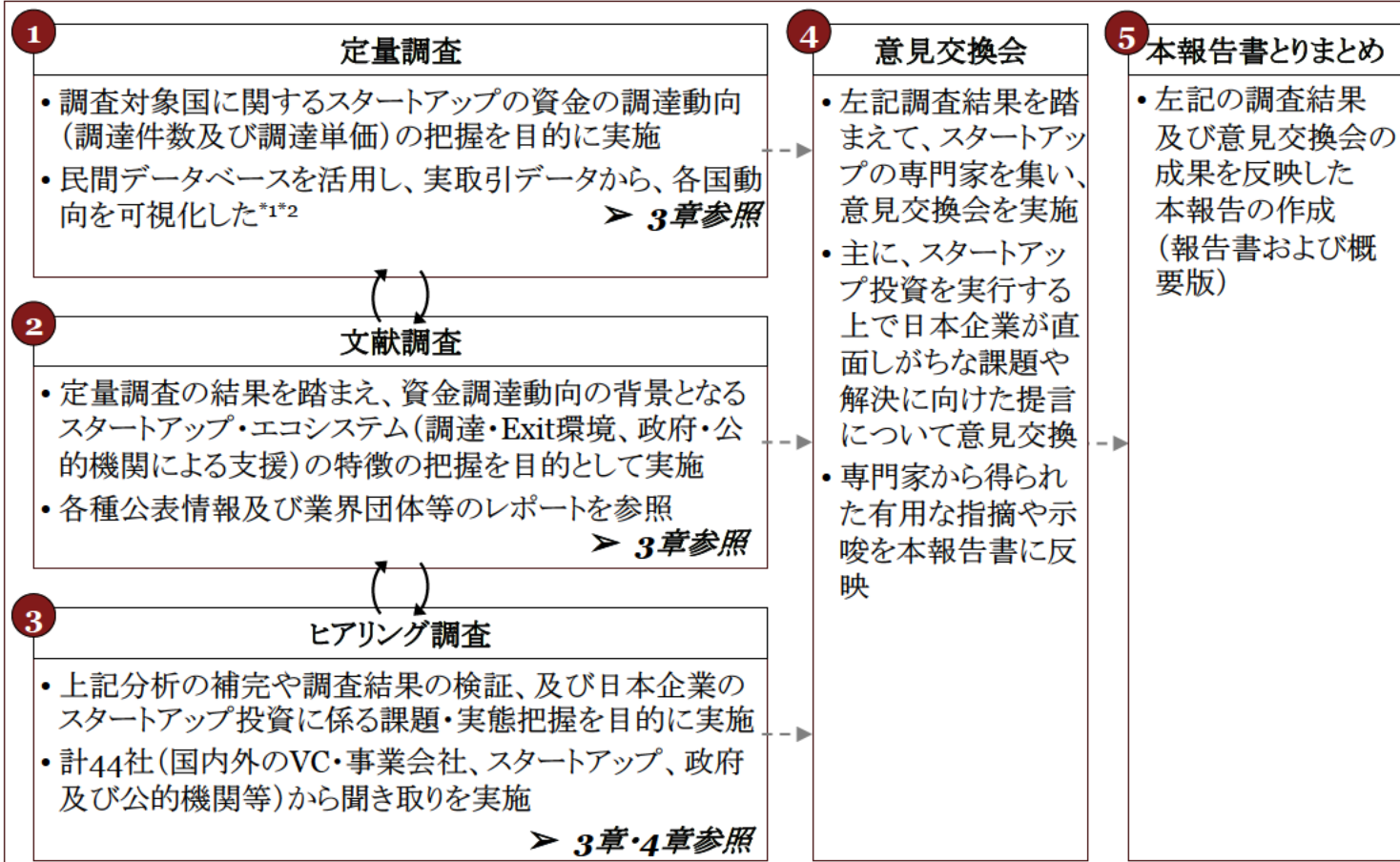
- ・海外M&Aの留意点を検討整理すべく、研究会を発足
- ・海外M&A研究会での議論や、企業ヒアリング等による調査結果を基に「海外M&Aを経営に活用する9つの行動」を取りまとめ（平成29年実施）
- ・日本企業が抱える海外M&Aに関する課題の深掘りを実施（平成30年実施）

関連する取組

ADX事業

- ・日本企業とアジアデジタル企業との協業促進を目的に、支援事業を実施中（令和元年実施）

本調査プロセス



*1: 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

*2: 取引データの対象期間は2009年1月1日から2018年12月31日まで（なお、1年は1/1から12/31の期間を指す）

(参考) ヒアリング調査対象先一覧

定量・定性調査の補完や検証を目的として、多数のスタートアップ関係者へのヒアリングを通じて、対象各国におけるスタートアップの最前線の情報収集に努めた

拠点	カテゴリ		社数	拠点	カテゴリ		社数
日本	事業会社	商社	3	インド	スタートアップ	9	
		製造	2		政府及び公的機関	3	
		IT・通信	3	シンガポール	スタートアップ	1	
		金融	1		VC	2	
	VC		5		政府及び公的機関	3	
	政府及び公的機関		2	インドネシア	スタートアップ	4	
中国	事業会社	IT・通信	2		VC	2	
米国	事業会社	IT・通信	1		政府及び公的機関	1	
各国の様々な立場の事業者・機関 計44者 へヒアリングを実施							

(参考) 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 実施概要

本調査を通じてまとめられた情報をもとに、スタートアップ投資を実行する上で日本企業が抱えている課題や将来に向けた提言について、事業会社、VC、学識者を集い、意見交換会を実施した

実施概要

開催日 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

主な議題

- ・ 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

参加者および役職^{*1}

(五十音順、敬称略)

- ・ 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。

^{*1}: 参加者の役職は開催日時時点のもの

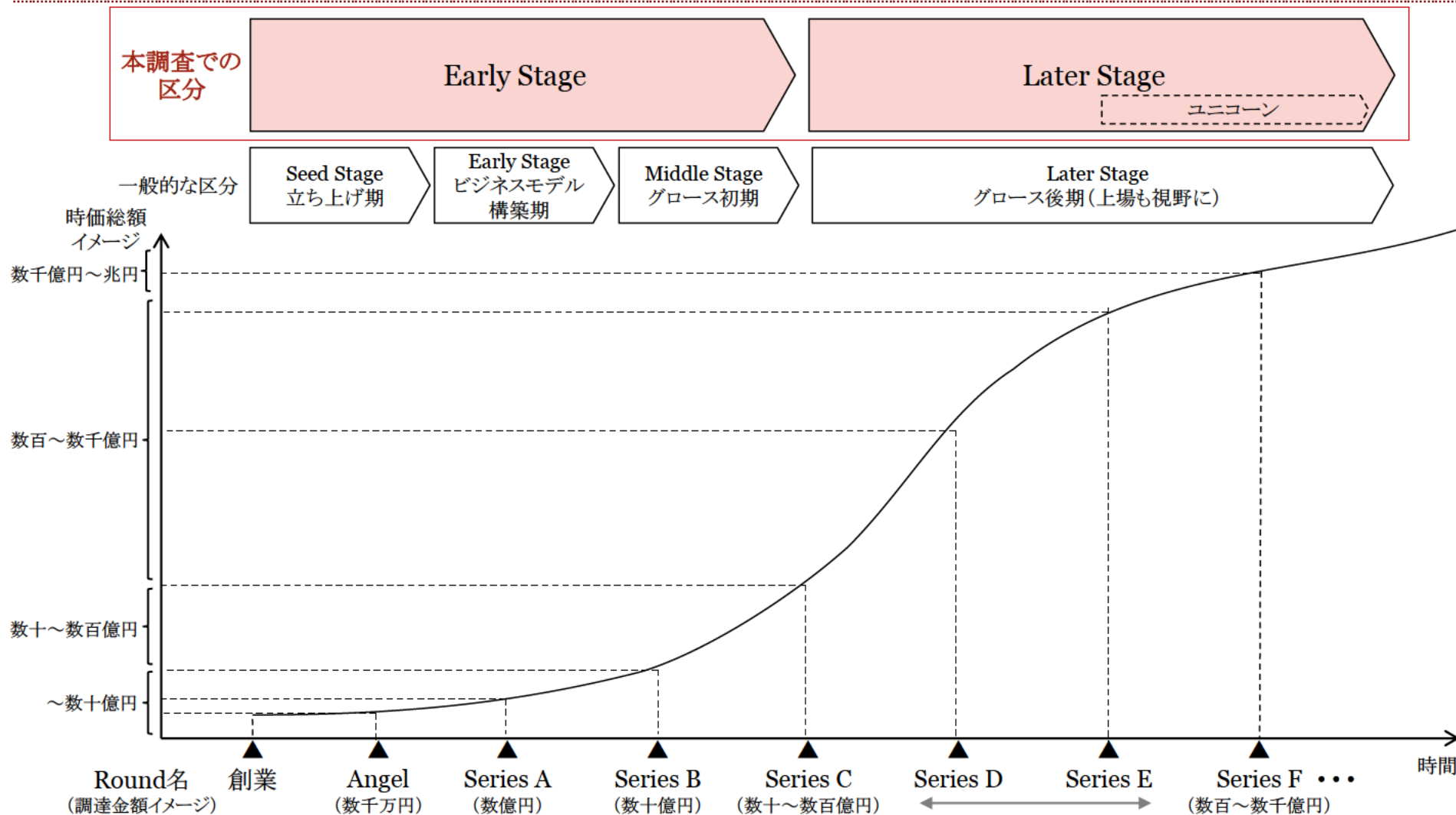
(参考) 本調査報告書における用語の定義

本調査において使用される用語は、文献によって定義が異なるものも存在するため、本報告書(概要版)においては以記の通り統一した

	用語 (五十音、アルファベット順)	説明
主要な関係者	1.事業会社	投資事業を本業としない企業。
	2.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(公共機関によって設立された企業や事業会社の子会社を除く)。“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、本調査では“設立15年以内の企業”と規定。
	3.ユニコーン企業	企業価値額が10億米ドル以上(約1,000億円)と想定される未上場企業。
	4.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。
	5.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。
	6.VC	Venture Capitalの略。スタートアップ企業に投資を行い、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。
	7.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。
投資に関する用語	8.DD	Due Diligenceの略。投資(M&Aや出資など)を判断するために、投資を検討する企業が、主に被投資企業の情報に基づき、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など複数の種類が存在。
	9.Exit	株式市場上場や第三者への株式売却など、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。
	10.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。
	11.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(LP出資者)は自らの出資金に限定した有限責任を負う。
	12.Over-Valuation	スタートアップ企業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のスタートアップ企業と比較して過大と思われる状態。
	13.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の。一般的にSeed, Early, Middle, Later などと呼称されるが、本調査における区分については次頁「スタートアップにおけるRoundの区分」も参照。
	14.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。
その他の関連用語	15.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コマースや決済などの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。
	16.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さまざま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。
	17.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。
	18.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。
	19.DeepTech	高度な技術開発が求められる 技術のうち、社会に大きな影響を与えられよう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。
	20.Regulatory Sandbox	革新的事業創出を目的に、当該事業の実証に対する現行法の規制適用を一時的に停止する規制緩和策。
	21.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。
	22. 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)等の用語を使用。

(参考) スタートアップにおけるRoundの区分

初期のRoundは複数に区分されることも多いが、本調査ではわかりやすさを重視してEarly Stage、Later Stageの二区分とし、Later StageのうちValuationが約1千億円(10億米ドル)超と想定される企業はユニコーンとして区別した



出所:PwCアドバイザーにて作成

目次

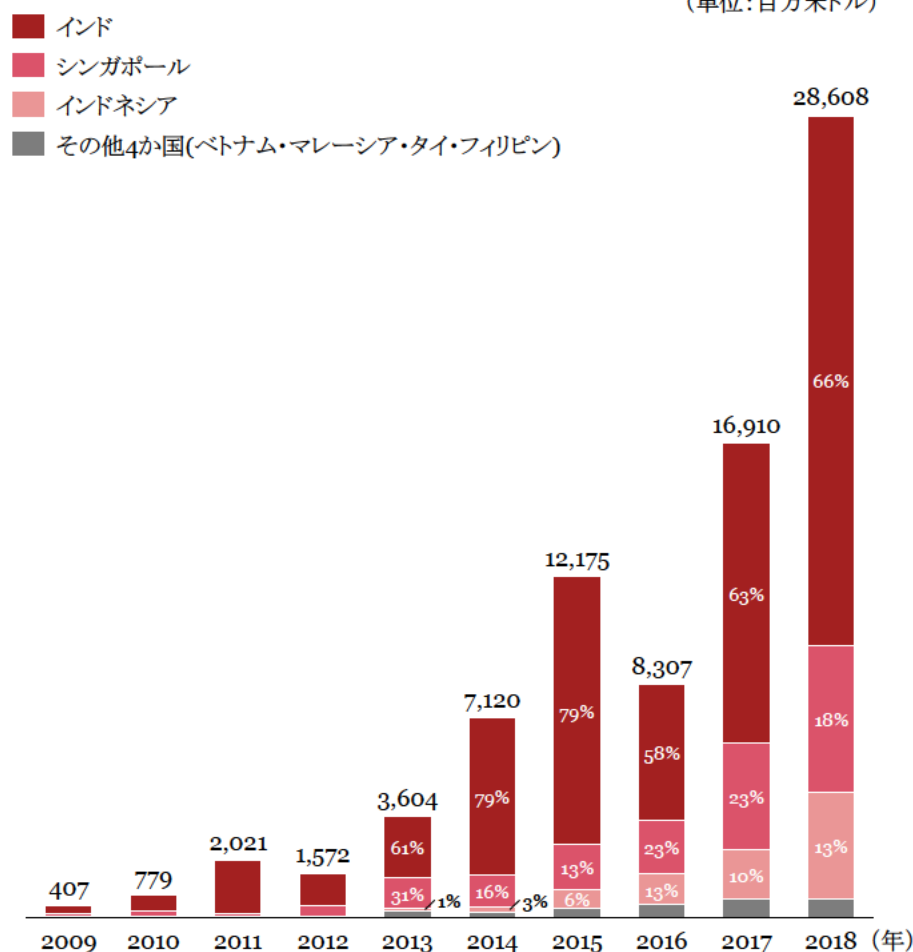
1. 本報告書の狙い
2. 本報告書の構成・調査方法
3. 各国の動向
 - 3.1. 調査対象国全体の概況
 - 3.2. インドの概況
 - 3.3. シンガポールの概況
 - 3.4. インドネシアの概況
 - 3.5. 東南アジアその他4か国の概況
4. 日本企業の課題と将来に向けた提言
 - 4.1. 日本企業が置かれている現状
 - 4.2. 新興国におけるスタートアップ投資に取り組むに当たっての前提
 - 4.3. 日本企業が直面しがちな課題
 - 4.4. 日本企業に対する提言

3.1. 各国の動向 – 調査対象国全体の概況 –

本調査対象国のなかではインド・シンガポール・インドネシアの3か国がスタートアップ投資を大きく牽引しており、国ごとにエコシステムの成熟度やスタートアップの動向は異なっている

スタートアップの調達総額の推移(調査対象国全体)^{*1,2}

(単位: 百万米ドル)



インド

- ・民間主導型で形成されたエコシステムは東南アジア諸国に比べて一段成熟化が進んでおり、スタートアップの事業領域・成長ステージの層の厚みで、群を抜いている状況
- ・市場全体として、過剰な規模拡大より収益性を重視する方向に舵が切られている印象

シンガポール

- ・政府主導でスタートアップ促進策が効果的に展開され、東南アジア随一のエコシステムを形成
- ・近年は、政府支援によりFinTechに加え、DeepTechの育成に注力

インドネシア

- ・少数のユニコーンに牽引される形で調達金額は急成長しているが、エコシステムは発展途上の段階にあり後続のスタートアップの存在感は薄い
- ・B2C中心の市場でキャッシュバーン競争が激化し、過熱感(Over-Valuation)も懸念される

ベトナム・マレーシア・タイ・フィリピン

- ・各国のエコシステムは形成途上にあり、政府支援策も打ち出す中、ベトナム・マレーシアが一步先行(特にベトナムは有望国として多くの関係者が注目している)
- ・海外の就業・就学経験を積んだ優秀な人材による起業やスタートアップへの参画があいまって、ベトナム・マレーシアを中心にスタートアップが活性化している状況

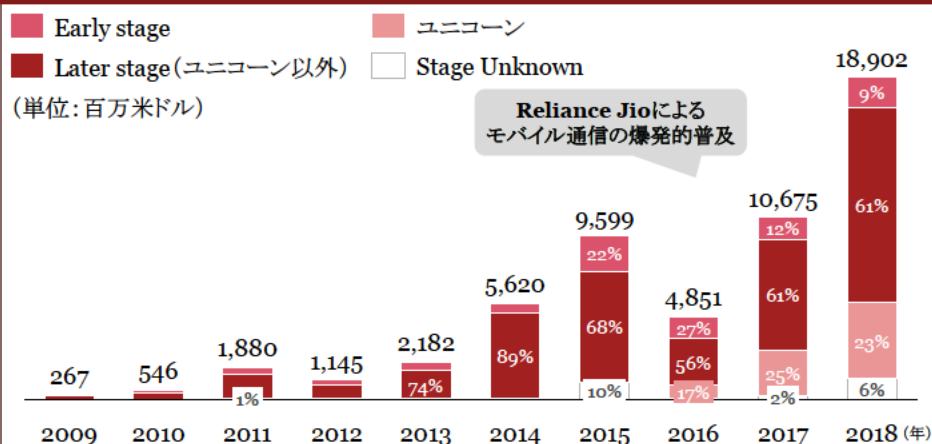
^{*1}: 本投資規模は、スタートアップ企業に対する出資のみを含み、買収(被投資先企業が有する株式の過半数以上の取得)は含まない

^{*2}: 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(2019年12月閲覧)し、集計した

3.2. 各国の動向－インドの概況－

民間主導で形成されたエコシステムは東南アジア諸国に比べて一段成熟化が進んでおり、スタートアップの事業領域や成長ステージにおける層の厚みは群を抜く状況。市場全体として過剰な規模拡大より収益性を重視する方向に転換している

スタートアップ投資の市場規模(金額)*1



スタートアップ・エコシステムの状況

総論

東南アジア諸国と比較して一段成熟化が進んでいる状況。民間主導型(投資家/起業家)によるエコシステム形成が先行し、政府支援等の制度整備は途上であるものの自律的な発展段階に入ってきたと言える

投資家

各ステージに途切れなく投資家が存在。米国等の外国投資家の存在感が顕著で米国流投資スタンスに影響を受け易い構造か。ユニコーン経営者らも投資家に転じ、次世代スタートアップ育成に取り組む

Exit環境

2018年に新設された新興企業向けの取引市場におけるIPOは、厳しい利益基準などの使いづらさを指摘する関係者の声があり、未だ多くの起業家はM&A/自国外IPOを志向する

政府/支援

包括的な政府支援策(Startup India)は2016年よりスタート。各州との連携/独自施策が進展するも、起業家が実利を実感するにはもう一歩か

主なスタートアップと日本企業の投資状況

企業名(※)はユニコーン企業	事業領域	累計調達額(百万円)	主要投資家 (赤字は日本企業、青字は中国企業、緑字は米国企業、黒字はその他)
Ola	ライドシェア	2,906	Accel Partners, SoftBank, 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, SAIF Partners, Norwest Venture 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	Goldman Sachs, JERA, Asian Development Bank
BigBasket	生鮮食品Eコマース	837	Alibaba Group, Bessemer Venture Partners, Helion Venture Partners
BYJU'S	オンライン教育サービス	784	Tencent Holdings, Lightspeed India Partners, Sequoia Capital India
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	Info Edge, Softbank
Hike	メッセージアプリ	261	Foxconn, Tiger Global management, Tencent, Bharti SoftBank
Delhivery	ロジスティクス	257	Times Internet, Nexus Venture Partners, SoftBank
Udaan	B2Bマーケットプレイス	235	DST Global, Lightspeed Venture Partners, Microsoft ScaleUp
InMobi	モバイル広告	213	Kleiner Perkins Caufield & Byers Softbank, Sherpa Ventures
Rivigo	ロジスティクス	166	SAIF Partners India Warburg Pincus, Trifecta Capital Advisors
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	Chiratae Ventures, PremjiInvest, Softbank
Dream11	スポーツゲーム	100	Kaarlari Capital, Tencent Holdings, Steadview Capital

スタートアップの特徴

総論

広範な成長ステージ・領域でスタートアップが活況。B2Cにおける過熱感は一服し、堅実な成長軌道に舵が切られている

成長フェーズ・事業領域

スタートアップの層が厚く、各ステージ(Early~ Unicorn)・各事業領域に多数の企業が存在。B2Cに加え、B2Bのスタートアップの台頭も著しい。また、海外市場へと積極展開する企業も多数存在する

人材

有力スタートアップの起業家はMBAホルダーやIIT/IIM*2出身者および、外資企業経験者(事業/コンサル)が多く見られる。また、外国企業のインドR&D拠点で経験を積んだITエンジニアも豊富に存在する

経営課題

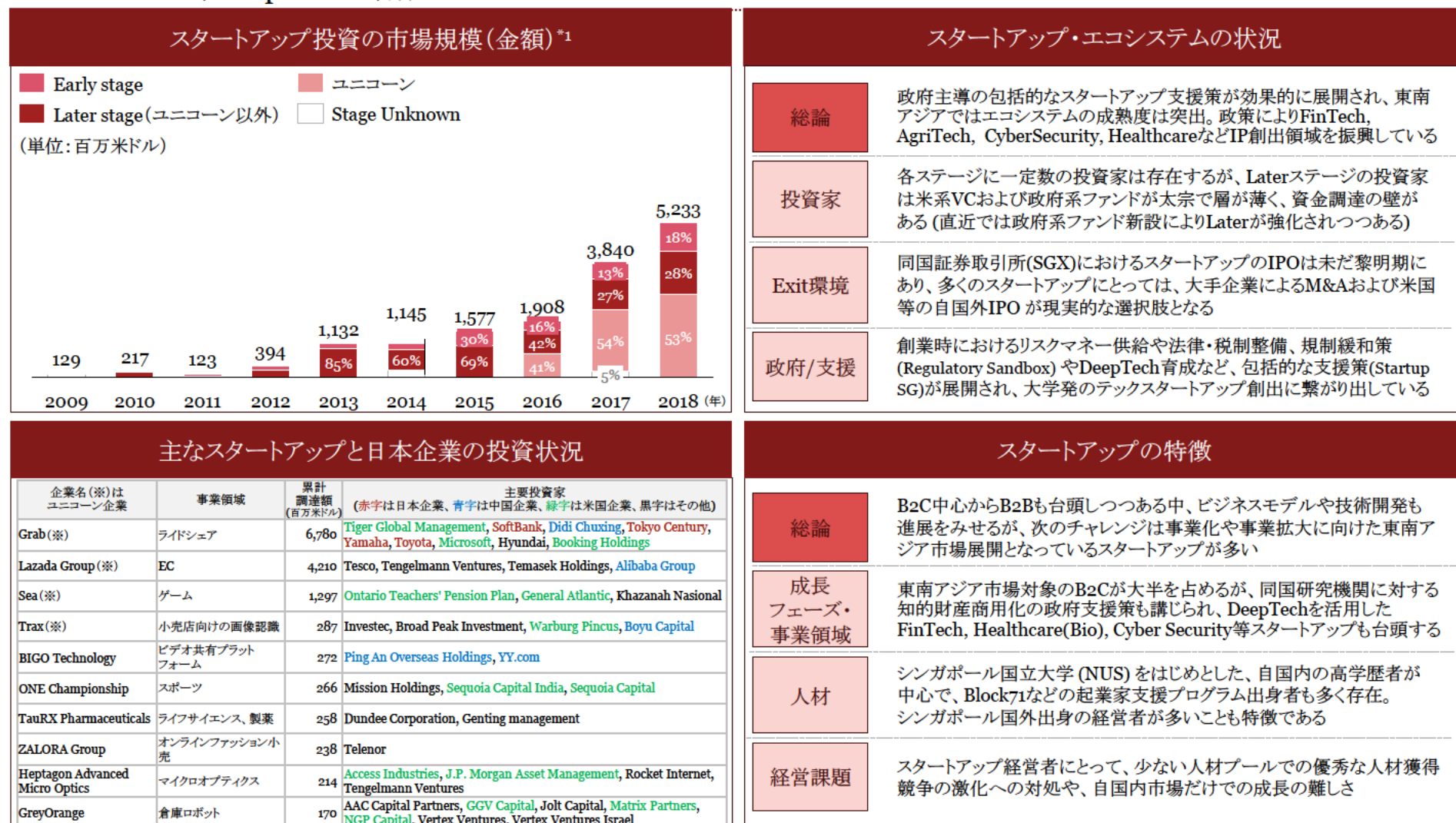
キャッシュバーン競争の過熱化から、Softbankショックも経てユニットエコノミクス重視の経営スタイルに転換を余儀なくされている状況(米系投資家の投資スタイルに影響を受けている可能性がある)

*1: 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(2019年12月閲覧)し、集計した

*2: Indian Institute of Technology(インド工科大学)およびIndian Institute of Management(インド経営大学院)

3.3. 各国の動向－シンガポールの概況－

政府主導でスタートアップ促進策が効果的に展開され、東南アジア随一のエコシステムを形成。近年は、政府支援によりFinTechに加え、DeepTechの育成が注力されている



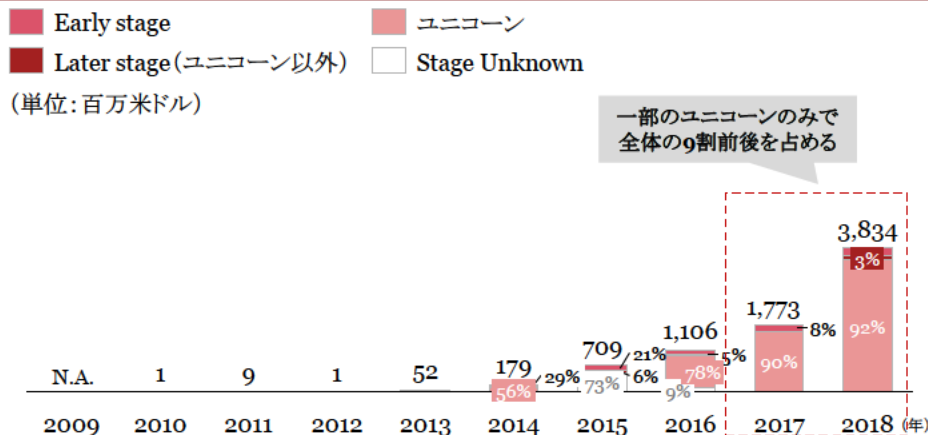
*1: CrunchBaseを活用し、創業15年以内の企業による調達取引を対象として、調達金額・件数を確認(2019年12月閲覧)し、集計した

出所: CrunchBase, 関係者へのヒアリング, PwCアドバイザー分析

3.4. 各国の動向－インドネシアの概況－

少数のユニコーンに牽引される形で調達金額は急成長も、エコシステムは発展途上の段階にあり、後続のスタートアップの存在感は薄い。B2C中心の市場でキャッシュバーン競争が激化し、過熱感 (Over-Valuation) も懸念される

スタートアップ投資の市場規模(金額)*1



スタートアップ・エコシステムの状況

総論

潜在的な市場の大きさから、近年急激に投資金額は拡大するも、数社のユニコーンに偏っており、エコシステムは発展途上の段階

投資家

Earlyを中心に幅広く投資家は存在するが、Laterに関しては概ね自国外のVC・事業会社に限られ、Series Cの壁が存在するとの指摘あり。自国内財閥系もスタートアップ投資に進出し始めている

Exit環境

国内の新興市場は未整備のため、Exitの選択肢はM&Aが中心。国外IPOに向けては、過去実績の少なさと、(一部のユニコーンを除いて)同国スタートアップのグローバルでの知名度の低さが課題となる

政府/支援

政府支援は具体的なアクションがまだ少なく、公的支援機関によるスタートアップと大企業とのマッチングに留まる

主なスタートアップと日本企業の投資状況

企業名(※)はユニコーン企業	事業領域	累計調達額(百万米ドル)	主要投資家 (赤字は日本企業、青字は中国企業、緑字は米国企業、黒字はその他)
Gojek(※)	ライドシェア	3,168	Google, JD.com, Tencent Holdings, Kohlberg Kravis Roberts, Mitsubishi Corp, Warburg Pincus
Tokopedia(※)	EC	2,448	Alibaba Group, SoftBank, Beenos Partners
Matahari Mall	EC、小売	616	Lippo Group, Mahatari Department Stores, Mitsui&Co
Traveloka(※)	ホテル予約サービス	500	East Ventures, Hillhouse Capital Group, JD.com, Sequoia Capital
Akulaku	フィンテック	120	FINUP, January Capital, Qiming Venture Partners, Sequoia Capital India
Qoo10-Indonesia	EC	82	Brookside Capital, eBay, Oak Investment Partners, Saban Capital Group
Elevenia	EC	68	SK Planet, XL Axiata Tbk
Navigat Group	発電	46	Standard Chartered Bank
Reliance Capital Management	フィンテック	45	LeapFrog Investments
Orchid Internet Holdings	EC	40	BOSCH CAPITAL ADVISORS, Haddad Advisory

スタートアップの特徴

総論

B2Cで中国を模倣したタイムマシン型事業が太宗、キャッシュバーン競争の最中にあり、健全な成長軌道に乗るまでの途上にある

成長フェーズ・事業領域

ユニコーン数社に続くLater企業の存在感は薄い状況。ECや決済などのB2Cが太宗を占め、自国内市場に注力。一部、B2Bも出始めるも個人商店等、個人事業主向けに留まる

人材

有力VCからの資金調達には英語は必須であり、欧米のMBA出身者などの高学歴のスタートアップ創業者がこれをリード。一方で、ミドルマネジメント層以下の人材は手薄な状態

経営課題

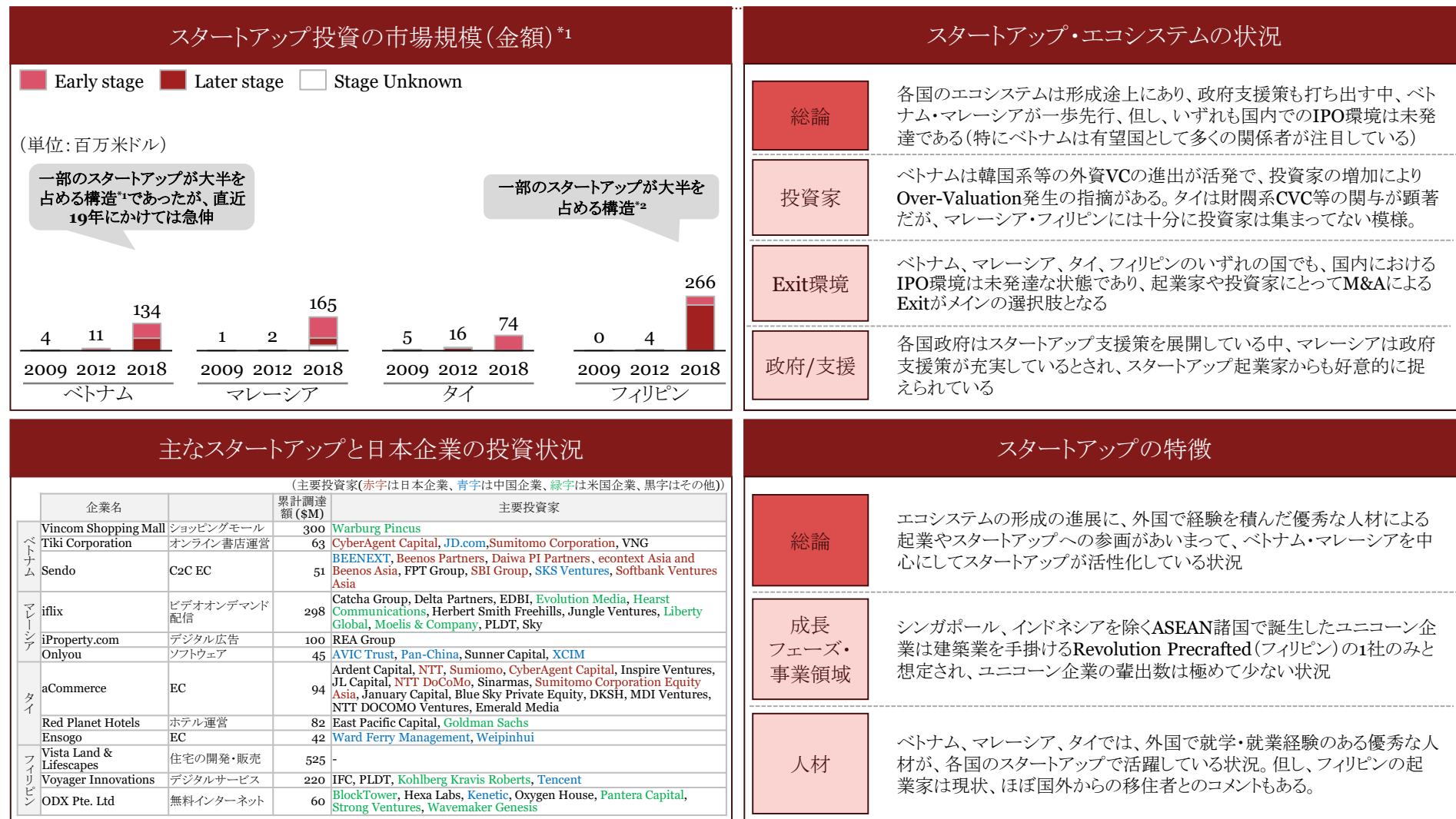
キャッシュバーン競争の過熱化によって収益化までの道筋が見え辛く、全般的に質の高い人材(マネジメント・技術者)を自国内で確保することに課題を感じている

*1: 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(2019年12月閲覧)し、集計した

出所: CrunchBase, 関係者へのヒアリング, PwCアドバイザー分析

3.5. 各国の動向－東南アジアその他4か国(ベトナム、マレーシア、タイ、フィリピン)の概況－

ベトナム・マレーシアにおいてエコシステム形成が進む中、外国で経験を積んだ人材による自国内での起業も促進され、活況にある(特に、ベトナムはネクストインドネシアと目されている)。



*1: 13年: Vincom Shopping Mallのみ、18年: Topica Edtechなど5社 *2: 18年: Voyager Innovations(96%)、他は保険・不動産SaaSの2社のみ

*3: 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(2019年12月閲覧)し、集計した

目次

1. 本報告書の狙い
2. 本報告書の構成・調査方法
3. 各国の動向
 - 3.1. 調査対象国全体の概況
 - 3.2. インドの概況
 - 3.3. シンガポールの概況
 - 3.4. インドネシアの概況
 - 3.5. 東南アジアその他4か国の概況
4. 日本企業の課題と将来に向けた提言
 - 4.1. 日本企業が置かれている現状
 - 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
 - 4.3. 日本企業が直面しがちな課題
 - 4.4. 日本企業に対する提言

4. 日本企業の課題と将来に向けた提言

調査対象国のスタートアップ動向を踏まえて、現地における日本企業の現状、及び課題を考察し、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促進に向けた提言をおこなう

4.1	日本企業が置かれている現状	各国スタートアップ投資における日本の事業会社の存在感は薄く、米国・中国等の他国と比べて出遅れている状況
4.2	新興国におけるスタートアップ投資に取り組むにあたっての前提	スタートアップ投資 (通常のM&Aとの比較) 通常のM&Aと比較してより不確実性が高いハイリスクハイリターン型投資であり、リスクテイクして多数の投資を重ねるポートフォリオにより総体としての投資リターンを追求する性質を有する 新興国投資 (先進国投資との比較) 社会インフラの未整備や商習慣・文化の違いに起因する社会課題の存在や、現地法規制の変更など、相対的に高いカントリーリスクへの対応が求められる。経済界における財閥企業の存在感も大きな特徴

課題・提言の区分		4.3 日本企業が直面しがちな課題	4.4 日本企業に対する提言
スタートアップ投資特有	個別投資	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	① 投資目的の明確化
		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	② 迅速に意思決定するための仕組みの構築
		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	③ マイノリティ出資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
	全般	④ 自社の投資目的に適う優良案件のソーシング	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
		⑤ 積極的なリスクテイクができてらず、投資機会を失っている	⑤ 積極的にリスクテイクするための仕組みの構築
新興国投資特有		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	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
			⑦ 国ごとの情勢を見極めた投資の実行

4.1. 日本企業が置かれている現状

東南アジア・インドにおいて、米国・中国等の企業と比べると、日本の事業会社の存在感は(SoftBank^{*1}を除いて)総じて薄く、出遅れている状況。一方で、スタートアップ経営者からは、ビジネスパートナーとしての日本企業に対する期待も窺えた。

主要スタートアップに対する投資家の分布^{*2}

		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				✓	
シンガポール	Lenskart.com	✓			✓	✓
	Dream 11			✓		✓
	Grab	✓	✓	✓	✓	✓
	Lazada Group			✓		✓
	Sea				✓	✓
	Trax			✓	✓	✓
	BIGO Technology			✓		
	ONE Championship				✓	✓
	TauRX Pharmaceuticals					✓
	ZALORA Group					✓
インドネシア	Heptagon Advanced Micro Optics				✓	✓
	GreyOrange				✓	✓
	Gojek		✓	✓	✓	✓
	Tokopedia	✓	✓	✓		
	Matahari Mall		✓			✓
	Traveloka			✓	✓	✓
	Akulaku			✓	✓	✓
	Qoo10-Indonesia				✓	✓
	Elevenia					✓
	Navigat Group					✓
	Reliance Capital Management					✓
	Orchid Internet Holdings					✓

スタートアップ関係者の声

日本の事業会社の存在感は総じて薄い

“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・フードサービス関連)

“日本企業は製造では新しい試みに投資しているように見えるが、デジタルなど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)

“2015～2016年頃までは(シンガポールの)スタートアップ企業からの日本企業の紹介依頼が多かったが、最近は日本企業の意思決定の遅さにより、諦められているふしがある” (日本、VC)

日本企業へのビジネスパートナーとしての期待感もある

“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、政府支援機関)

“日系大企業のブランドは、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企業は多く、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シ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” (日本、VC)

SoftBankを除くと、現状では日本の事業会社による投資は多くない

^{*1}: 前章掲載の「主なスタートアップと日本企業の投資状況」における投資家の分布を抜粋・整理。本図表の「企業」は事業会社に加え、VCなどの投資会社も含む 出所: CrunchBase, 関係者へのヒアリング, PwCアドバイザリー分析

^{*2}: 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, SBI Group等)を含む。

4.2. 新興国におけるスタートアップ投資に取り組むにあたっての前提

新興国スタートアップ投資は、通常のM&Aおよび先進国投資とは異なる特性があることを認識する必要がある

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)

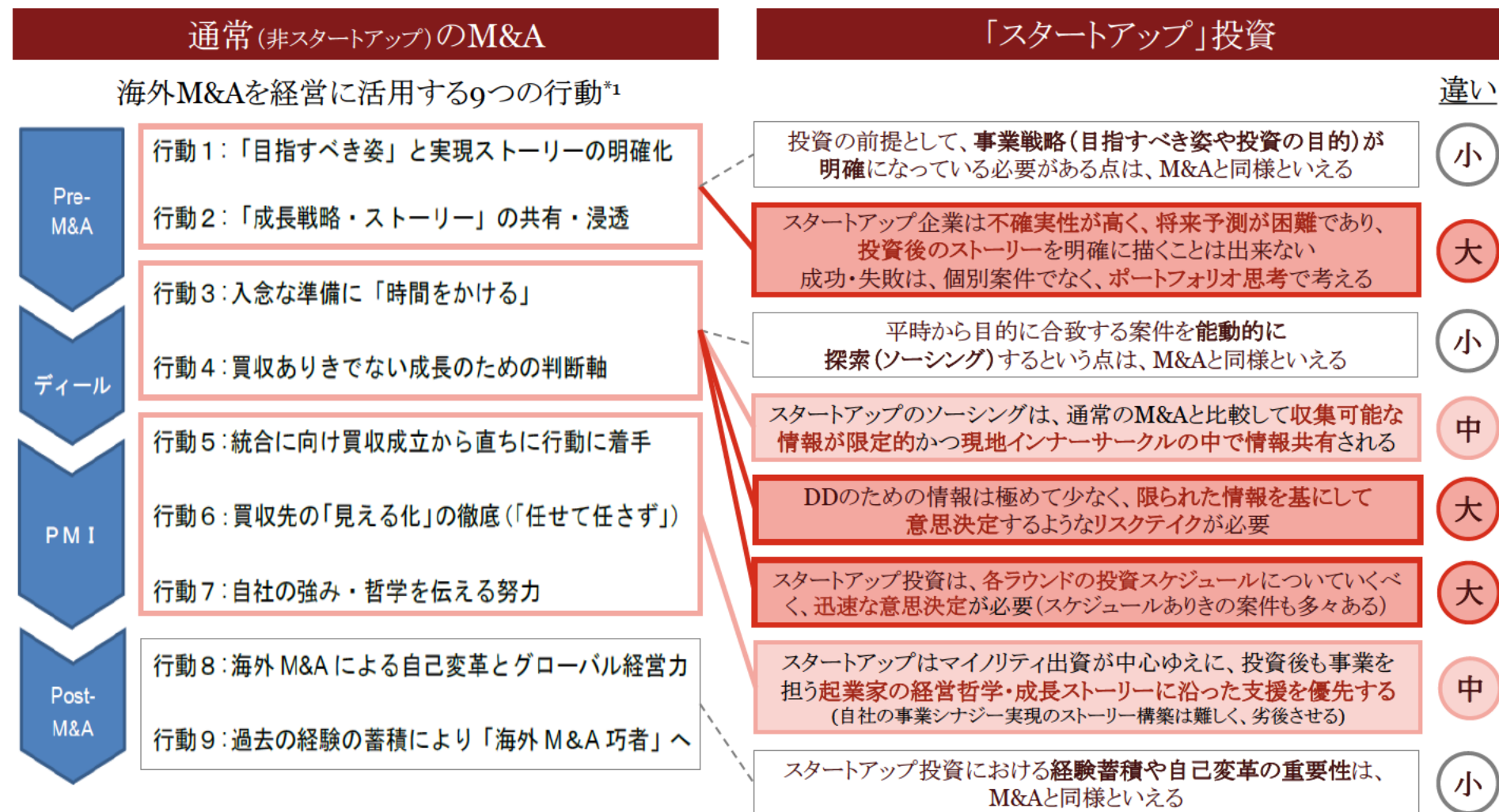
- 不確実性が極めて高く、成功確率が低いハイリスクハイリターン型であり、積極的なリスクテイクが必要である
- 事業の安定性よりも、事業の成長性を重要視することが多い
- 個別案件への限定投資に留まらず、複数企業に対するポートフォリオ投資により、総体としての投資リターンを追求する
- 資金調達プロセスなどの時間軸が短期間(数週間)で進行する

新興国投資 (先進国投資との比較)

- 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

(参考) 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

スタートアップ投資は成功確率は低い、成功すれば高リターンとなるハイリスクハイリターン型。投資家にとっては、短時間での投資判断にかかる意思決定が求められ、迅速な対応とポートフォリオ思考が求められる



^{*1}: 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>

4.3. 日本企業が直面しがちな課題(1/2)

ヒアリングを通じて、日本企業が直面するスタートアップ投資に取り組む上での課題が浮き彫りになった

課題	内容
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	- 東南アジア・インド市場にどのように向き合っていくか、事業戦略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いる ✓ AIやIoTなどのバズワードに基づき「とりあえず獲ってくる」ような投資 - その結果、当初の目的と合わない投資を行ってしまったり、後続の資金調達Roundでの追加投資に対する方針が曖昧になってしまっている
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	- DDにおいて、通常のM&Aと同様に網羅的にリスクや対処方法を洗い出そうとするなど、スタートアップ投資には適さない非効率な進め方になっている - スタートアップ投資のための意思決定プロセスが整備されておらず、通常のM&Aの意思決定プロセスにのせる必要があるため、意思決定まで時間がかかってしまう
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できておらず、通常のM&Aに近い感覚で要求をしてしまい、リードインベスターなど他投資家とのバランスを欠いてしまう - 投資後、スタートアップ企業側のリソースに配慮せず、自社都合で協業をもちかけて投資先に負担をかけてしまい、スタートアップの成長をかえって阻害してしまう

4.3. 日本企業が直面しがちな課題(2/2)

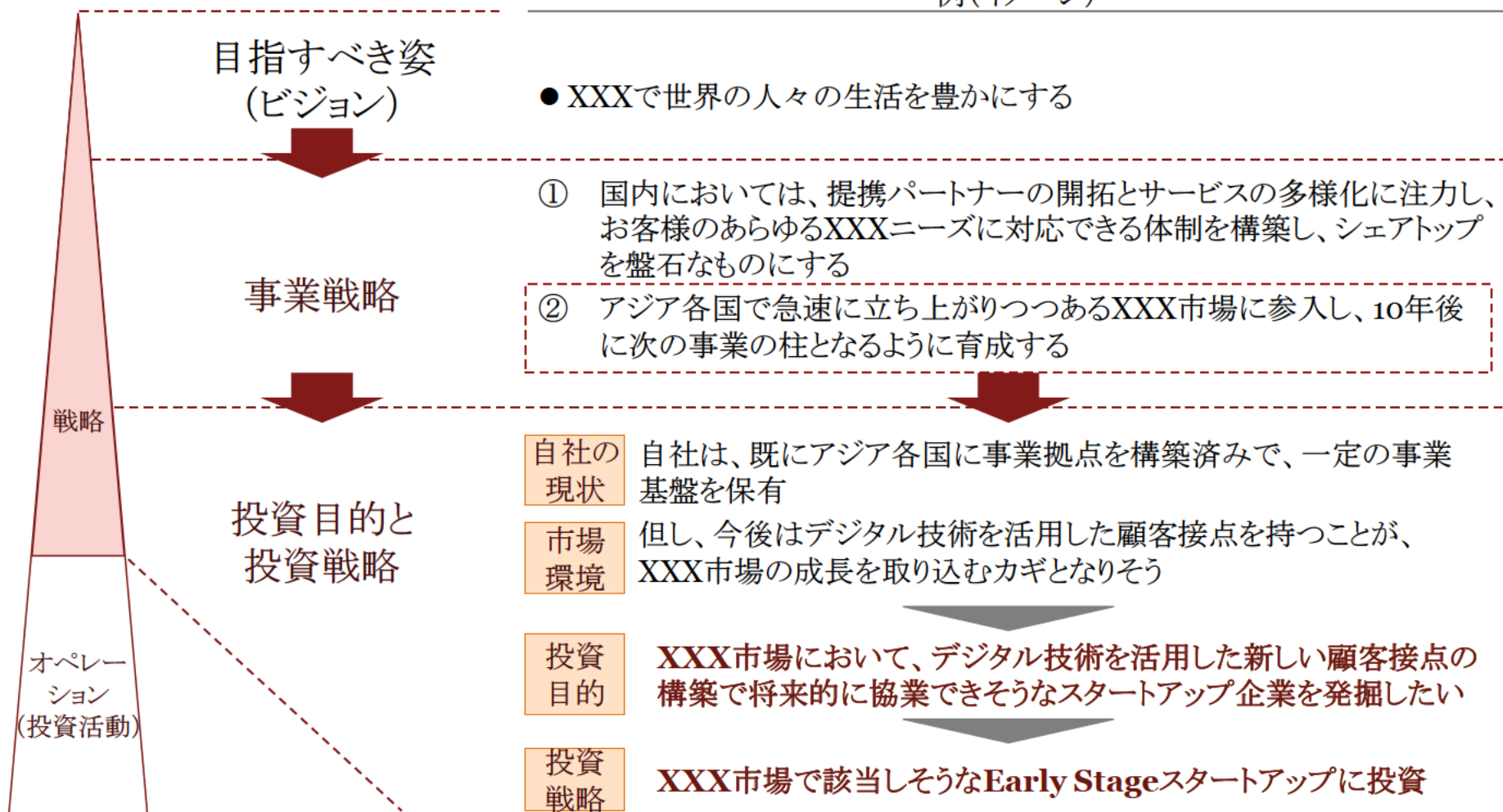
ヒアリングを通じて、日本企業が直面するスタートアップ投資に取り組む上での課題が浮き彫りになった

課題	内容
④ 自社の投資目的に合う優良案件のソーシング	- 人材育成に対する中期的なコミットメントがなく、現地人材がいないことや、頻繁な人事ローテーションがあることにより、現地のインナーサークルにしっかりと入り込めていない - 限られた数の持込案件しか出資検討できておらず、比較対象となるスタートアップ企業の評価経験が十分でないため、検討対象が有望なのか否か判断がつかない
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浸透しておらず、通常のM&Aと同じように1件1件の成功失敗を過度に気にしてしまう - 経営者が中長期目線でリスクテイク出来るようなガバナンスの仕組みが整備されておらず、投資担当者に対する適切なインセンティブ設計も十分ではない
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	- 政策や規制の変更がスタートアップの事業に与える影響は大きい。加えて、現地特有の商習慣や事業環境に対する理解がないと、適切な投資判断ができない - こうした現地特有の事情(規制・政策、商習慣、等)に適時キャッチアップしたうえで、適切に投資判断を行う体制づくりが十分に出来ていない

4.4. 日本企業に対する提言 – ① 投資目的の明確化(1/2)

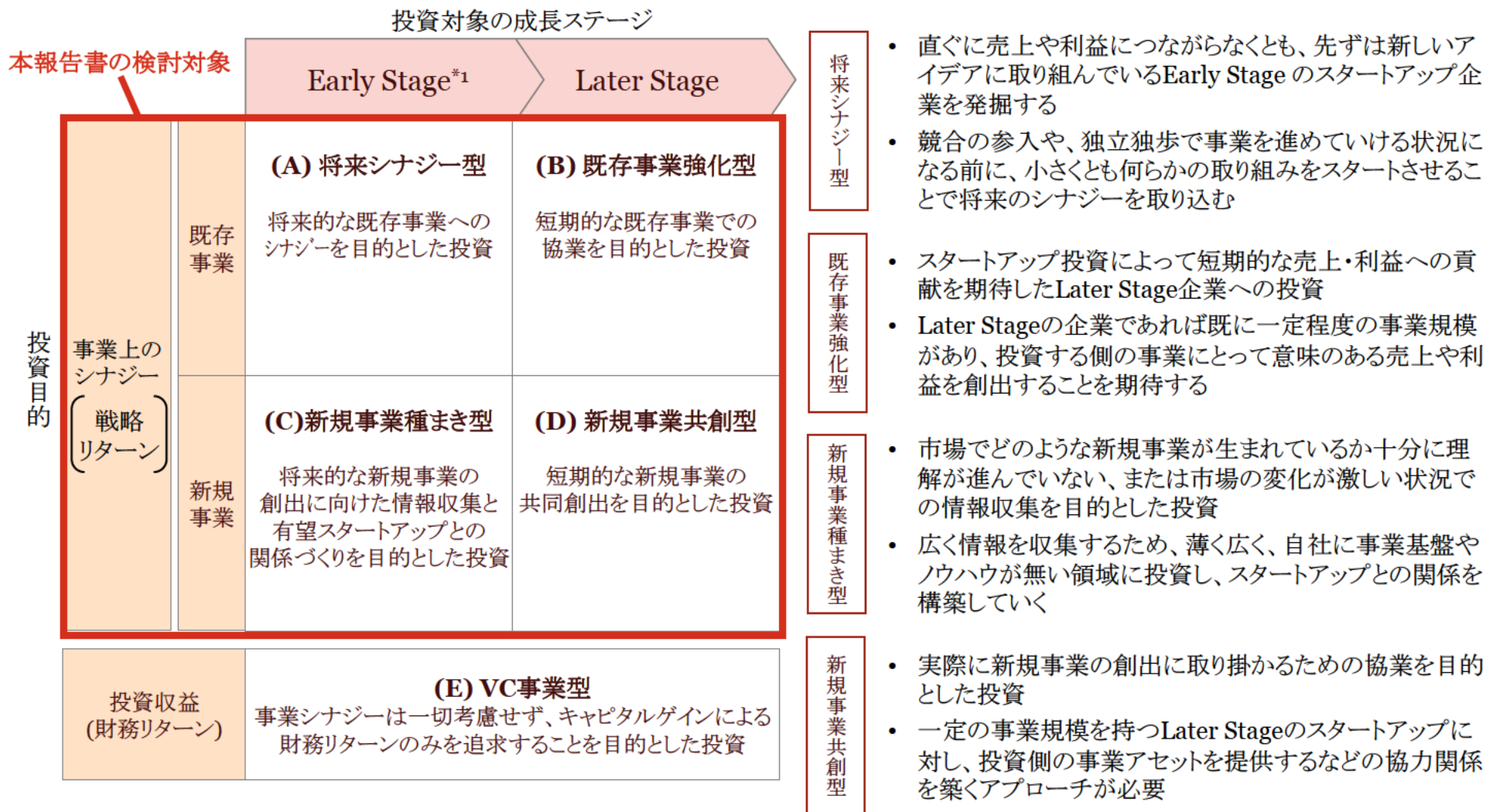
事業戦略を明確にしたうえで、東南アジア・インドにおけるスタートアップ企業とどのように向き合っていくか、投資目的を明確にする必要がある

例(イメージ)



4.4. 日本企業に対する提言 – ① 投資目的の明確化(2/2)

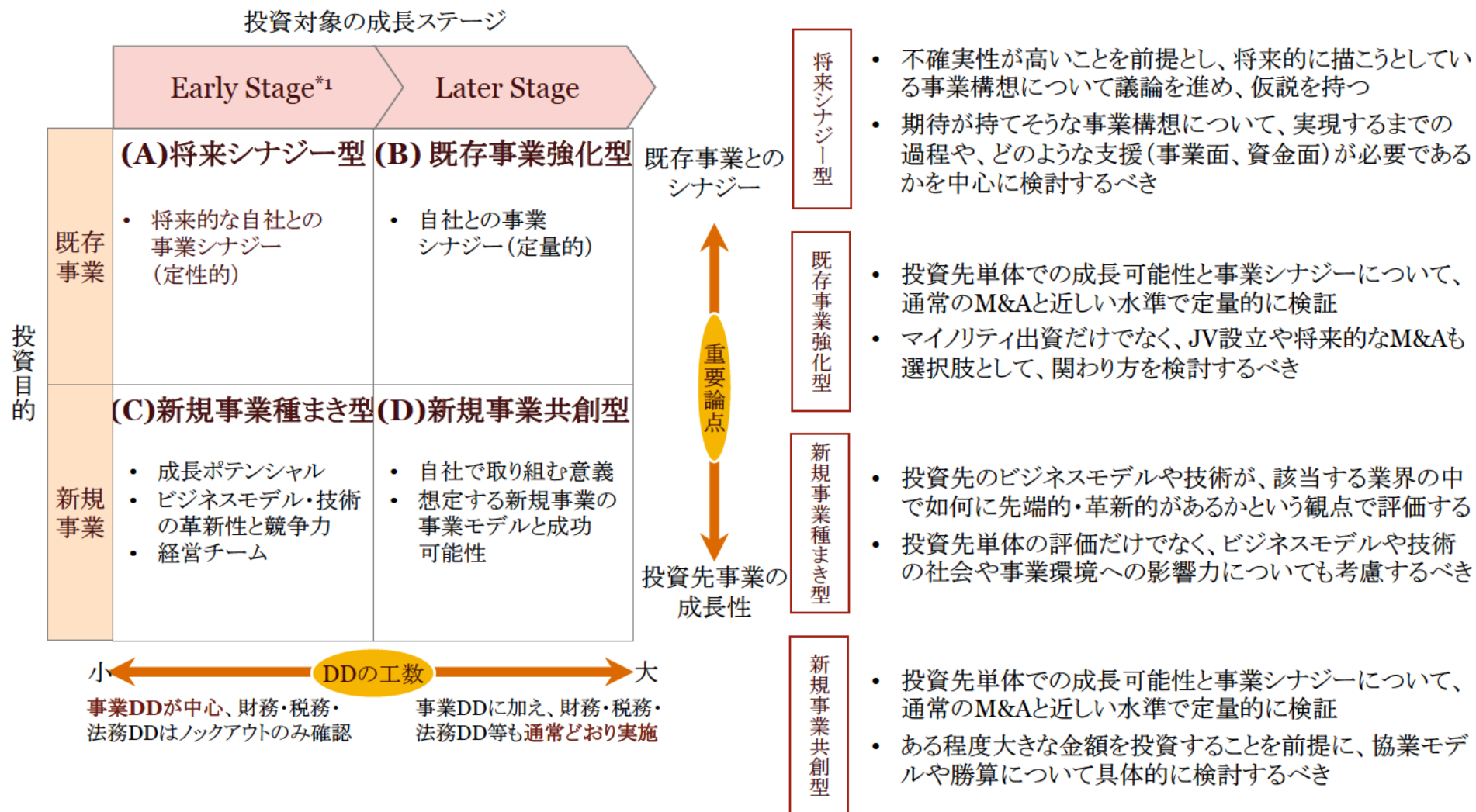
スタートアップへの「投資目的」と投資先の「成長ステージ」に応じて、投資先との協業のやり方(=取り組みの「型」)が異なってくるため、どの「型」で投資に取り組んでいくかを明確にするべき



^{*1}: 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

4.4. 日本企業に対する提言 – ② 迅速に意思決定するための仕組み構築

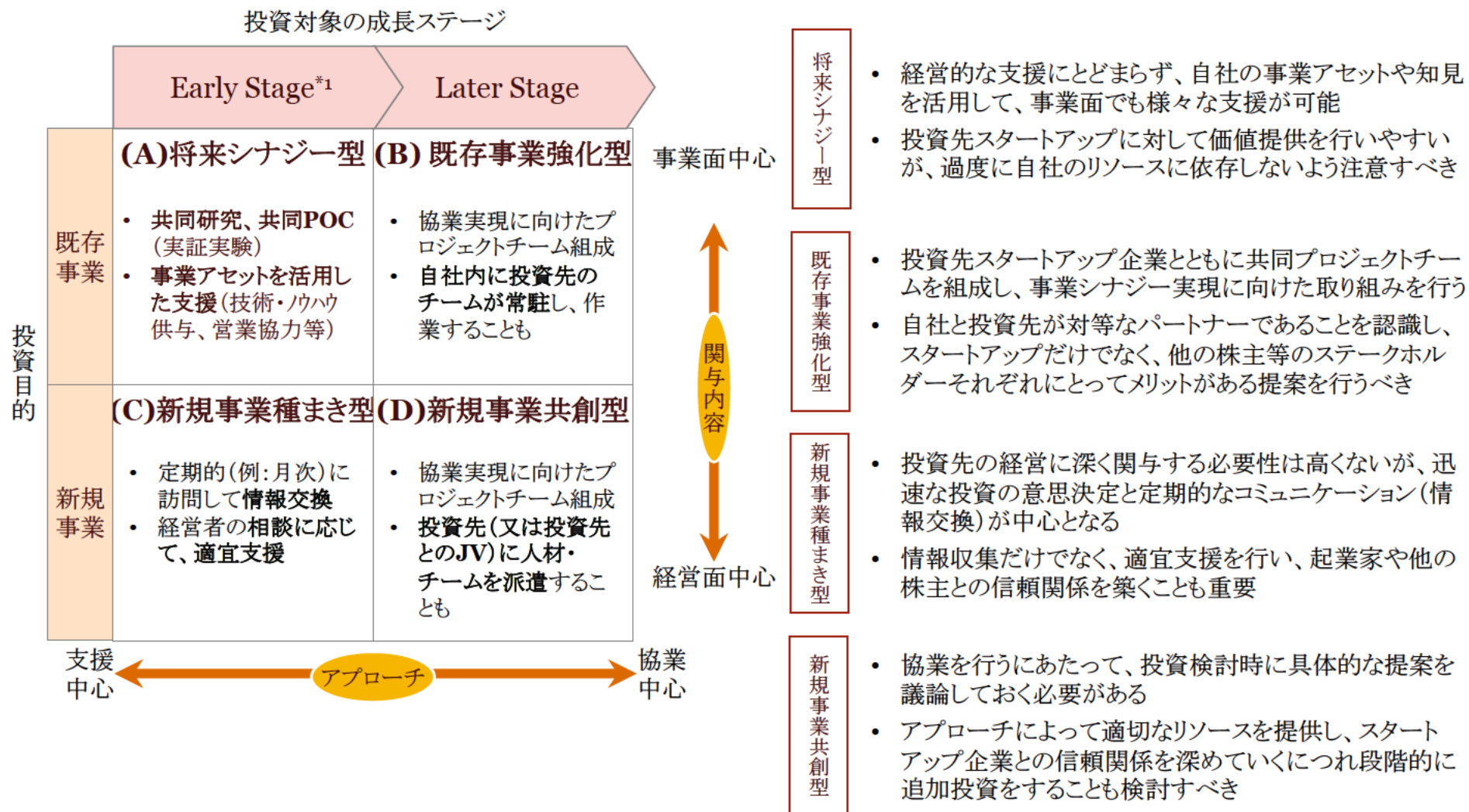
適切かつ迅速に投資の意思決定をできる仕組みを再構築する必要があり、特に、デューデリジェンス(DD)における精査事項は、投資目的に照らして適切に調整していくべき



*1: 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

4.4. 日本企業に対する提言 – ③ マイノリティ出資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

投資後の支援や関与の仕方は、投資目的や投資先の成長ステージに即したものであるべき



^{*1}: 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

4.4. 日本企業に対する提言 – 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

現地に駐在員を置くだけでは十分でなく、現地で活動するVCへのLP出資や現地投資プロフェッショナルの採用などの手段を講じて、現地インナーサークルにおける人的ネットワークの獲得を進めるべき

インナーサークルへのアクセス確保(対応例)

現地関係者との人的ネットワークの構築に向けては、以下のような具体的方法が考えられる

- ✓ 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への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、自ら面談も行い、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

本取り組みの留意点

構築した人的ネットワークの維持・発展には、以下の点に留意した中長期での人材育成が重要である

- ✓ 人事ローテーションを行う際には、人的ネットワークは現実的には投資担当者以外に引き継ぐことは難しく、投資担当者がほぼゼロから再構築する必要があることを理解する
- ✓ 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・法務など、様々な知識・経験が求められるため、中長期の人材育成の必要がある
- ✓ 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の中途採用も有効、但し、プロパー社員との待遇面の差については考慮が必要である

4.4. 日本企業に対する提言 – ⑤ 積極的にリスクテイクするための仕組みの構築

東南アジア・インドに対する取り組み方針として、経営者が十年単位での長期的なコミットメントを示す必要がある。その上で、中長期的かつ適切なリスクテイクを後押しするガバナンス設計や、投資担当者らのインセンティブ設計を図るべき

積極的なリスクテイクの仕組み作り（対応例）

積極的なリスクテイクの仕組み作りに向けて、あくまで一例ではあるが、以下のような取り組みが考えられる

- ✓ 経営者自身による長期的な視点とコミットメントをもった（スタートアップ投資に係る）行動および意思決定の推進（例：経営トップによるスタートアップ経営者との交渉参加など）
- ✓ 企業全体として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（失敗確率が高いスタートアップ投資でも、積極的な取り組みを後押しするガバナンス設計の構築）
- ✓ 投資担当者に対する適切なインセンティブ付与の仕組み構築（特に投資プロフェッショナルの中途採用を採用の場合、市場水準での報酬・インセンティブ設計の検討を要する）

本取り組みの留意点

経営トップによるスタートアップ関係者との直接的な取り組みには、目的意識と実利を伴った行動が求められる

- ✓ 経営トップの表敬訪問などはスタートアップ経営者らに特に敬遠されることを認識して、具体的な取り組みや実行に繋がるように、スタートアップ関係者との対話を意識する必要がある
（具体的な展開につなげられない場合、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・リスクにつながることを意識する必要がある）

4.4. 日本企業に対する提言 – 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

時間を掛けてスタートアップ投資に関する能力を段階的に充足していくことも一つの手段であり、どの範囲までの能力を充足すべきかは戦略次第と自覚し優先度をつけるべき

スタートアップ投資に求められる能力の獲得(対応例)

スタートアップ投資に求められる能力の段階的な構築は、例えば以下のような手段・アプローチが考えられる

1. 現地拠点および投資専任の担当者の設置
2. 現地VCファンドへのLP出資
3. LP出資したVCファンドと共同で、自社からも少額の直接投資を実施
4. 現地のベンチャーキャピタリスト採用
5. リードインベスターとしての投資を実施
6. CVCの組成

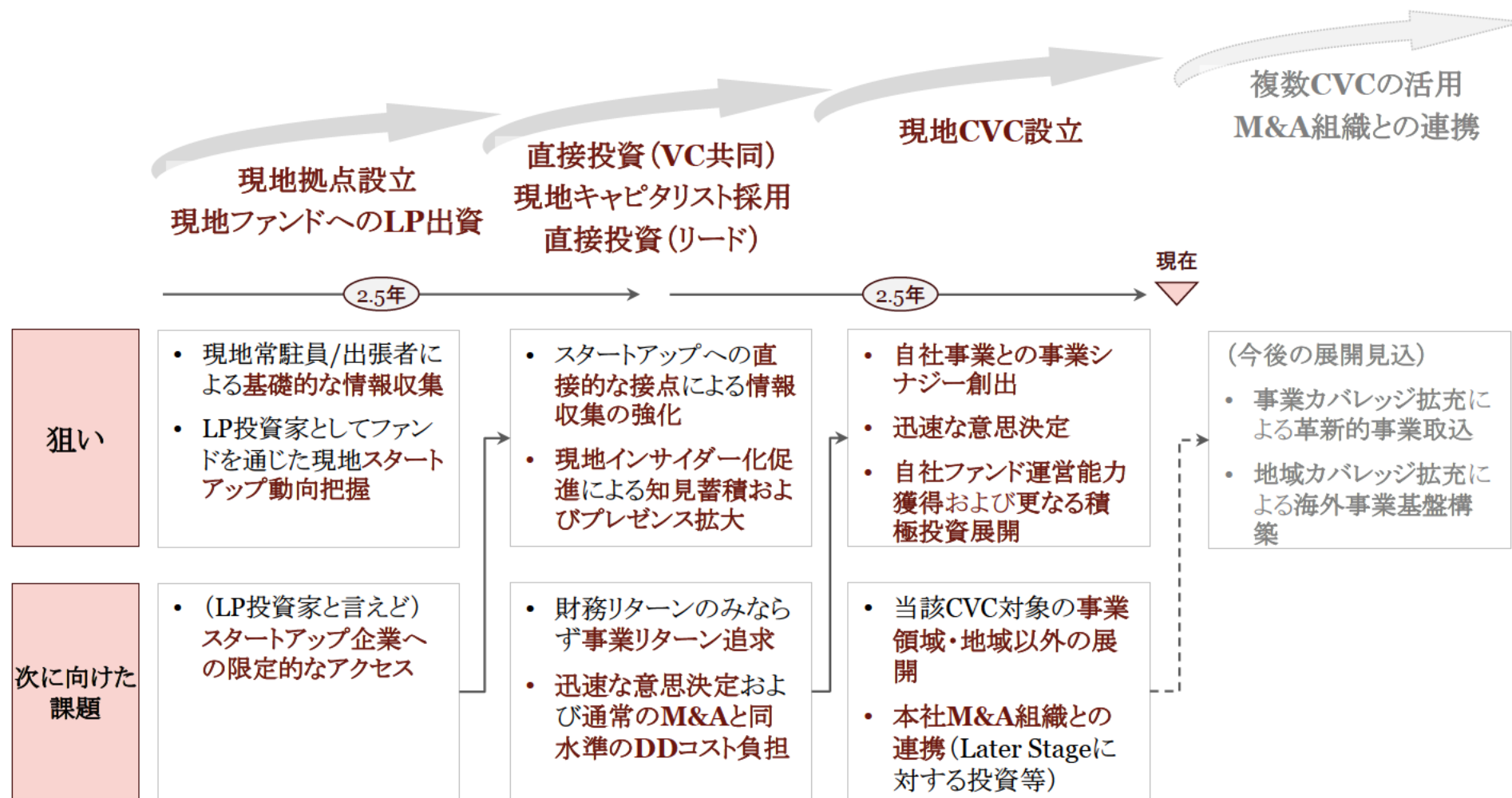
本取り組みの留意点

自社の投資戦略や能力を勘案して、それらに整合した能力獲得の水準や段階を踏んでいくべきである

- あらゆる企業が、必ずしも時間をかけてこれら全ての能力の獲得・強化する必要はなく、自社にとってどの程度の能力が必要かはそれぞれの事業戦略、及び投資戦略による
(例: 現地の先端的なビジネスモデルや技術に関する情報収集が自社の目的であれば、LP出資に留める、等)
- 能力獲得のステップも自社の戦略および自社が保有する能力次第で検討すれば良い
(例: 現地における投資事業を垂直立ち上げた場合は、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、等)

(参考) 投資能力の段階的深化(日本、金融A社のケースより)

A社は、スタートアップ投資に必要な能力を段階的に深化させ、自社戦略実現を進めている



4.4. 日本企業に対する提言 – ⑦ 国ごとの情勢を見極めた投資の実行

現地での財閥などの地場有力企業の動向を掴んだり、政策・規制の変化をタイムリーに相談できるネットワーク構築が必要。また、東南アジア・インドを地域で一括りにせず、各国ごとの情勢を見極めた投資戦略を構築すべき

現地での有力な ネットワーク構築

• 現地財閥・地場有力企業

- ✓ 東南アジア・インドでは、現地の財閥系企業の影響力が非常に強い。また、財閥系創業家の若手が外国での留学を経てスタートアップの道に進み、財閥グループ企業との協業により急成長を目指す例もある
- ✓ 当該地域においてスタートアップ投資を行っていく上では、地元の有力財閥のネットワークも重要である

• 政府関係者:

- ✓ 各国政府の政策や規制対応が急に変わることもあるため、政府の動向を把握する必要あり
- ✓ 規制に関わる事業領域への投資検討の場合に、政府の担当部門へ相談できる関係構築が重要である

各国 情勢の 見極め (例)

インド

- **投資家・起業家の厚み:** IIT・IIM^{*1}卒・プロフェッショナルファーム出身などの優秀な経営陣、長年インドで活動している米国トップVCなどが存在しており、経営レベルが非常に高い企業も多数存在する。新興国と思って取り組むと見誤りかねなく、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

シンガポール

- **政府の動向:** 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
- **グローバル展開の実現性:** シンガポール自体は市場規模が小さく、東南アジア諸国への展開が前提となる。東南アジアは国ごとに別々の市場ととらえるべきであり、投資対象の展開は冷静に評価すべき

インドネシア

- **企業価値の高騰:** インドネシアにおけるスタートアップのValuation高騰を指摘する声が多数あった。B2C事業が太宗で、キャッシュバーンが続いている中、足下で投資家が収益化の実現性を見るようになっている点に注意
- **スタートアップの厚み不足:** 特定企業に資金が集中しており、スタートアップの厚みにはまだ課題がある印象。日米印でSaaSをはじめとしたB2Bスタートアップに資金が集まりだしているが、同国でもその流れが起こってくるか注視したい

