

東南アジアのスタートアップの進化と活発化する日本企業との連携

—東証マザーズ上場を展望して—

調査部

上席主任研究員 岩崎 薫里

(iwasaki.kaori@jri.co.jp)

要 旨

1. 東南アジアでは、スタートアップの活発な立ち上げが続くなか、ユニコーンが相次ぎ登場している。ユニコーンは潤沢な投資資金を活用してほかのスタートアップを買収するなどしながら、成長を加速させている。
2. ユニコーン以外に目を転じて、スタートアップの事業の裾野が拡大していることが確認出来る。スタートアップの立ち上げが活発化した当初はB2C（個人向け）事業が中心であったが、ここに来てB2B（法人向け）事業も目立つようになった。また、当初は先進国で成功した事業やビジネスモデルを移植するタイムマシン型が多かったが、最近ではそれに加えて、先進国との時間差を感じさせない事業内容のスタートアップも登場している。
3. こうしたなか、日本企業が東南アジアのスタートアップとの連携に乗り出している。当初は新興企業が多かったが、最近では伝統的な大企業も連携の動きに加わるようになった。その目的としては、①連携を足掛かりに東南アジア市場を新規開拓する、もしくは既存事業を強化する、②モビリティやブロックチェーンといった最新技術を獲得する、あるいは新しいトレンドに対応する、の2通りがある。
4. 一方、東南アジアのスタートアップが日本企業と連携するのは、主に①日本企業が保有する技術の獲得、②日本企業が保有するネットワークの活用、③日本進出への足掛かり、のためである。
5. 日本企業と東南アジアのスタートアップとの連携は、東南アジアでの日本の存在感の低下に歯止めをかける1つの方策となり得る。連携を通じて東南アジア市場の新規開拓・事業強化を実現出来れば、日本企業の競争力の向上につながる。それに加えて、連携の副次効果として、①東南アジアの抱える課題とビジネスチャンスに気づく、②東南アジアの変化の波に乗る、③東南アジア企業の成長に寄り添う、が可能となり、それらも日本企業の競争力の向上に資する。
6. 日本企業は東南アジアのスタートアップに対して、成長ステージに応じて様々な支援しつつ、連携を深めることが可能である。支援方法の1つとして、日本最大の新興企業向け株式市場である東証マザーズへの上場の道をスタートアップに提示することが考えられる。東南アジアでは株式市場が未発達なことから、スタートアップのエグジットはこれまでM&A中心とならざるを得なかった。
7. IPOを行いたいスタートアップを東証マザーズに誘致することで、日本企業も当該スタートアップとの一段の連携強化が期待出来る。また、これを継続的な流れとして定着させることが出来れば、東南アジアにとっては日本の豊富な資金で企業の成長が支援されることになり、日本にとっては投資家が自国の株式市場で高成長企業に投資する機会が提供され、個人金融資産の有効な活用方法となる。さらに、東京証券市場の活性化と、日本・東南アジア間の紐帯強化にもつながることになる。
8. 東南アジアのスタートアップの東証マザーズ誘致には高いハードルが存在するのも事実である。しかし、それらを乗り越える努力を行うに値する十二分な成果が期待出来ると判断される。

目次

はじめに

1. 最近の東南アジアのスタートアップ動向

- (1) スタートアップの台頭とユニコーンの相次ぐ誕生
- (2) ユニコーンを巡る3つの動き

2. スタートアップの裾野の拡大

- (1) 事業領域の裾野拡大
- (2) 経営手法の裾野拡大

3. 日本企業による東南アジアのスタートアップとの連携

- (1) 近年の増加傾向
- (2) 連携の目的
- (3) 連携先の探索方法
- (4) 東南アジアのスタートアップにとっての連携目的

4. 成長支援策としての東証マザーズ上場誘致

- (1) 連携による東南アジアでの存在感向上
- (2) 東証マザーズ上場という選択肢
- (3) 東証マザーズの強み
- (4) 上場方法
- (5) 問題点とメリット
- (6) 上場誘致に向けた取り組み

おわりに

はじめに

「東南アジアの成長を取り込む」この言葉が聞かれて久しい。具体的な取り込み方として、日本企業による東南アジア進出がイメージされがちであるが、そのほかに、東南アジアの企業が日本を活用しながら成長し、その果実を日本が享受する、という方法もあるのではないかと。日本の何を活用するのかについては、日本企業の持つ技術やネットワーク、事業展開先としての日本市場、などに加えて、1,860兆円に上る日本の個人金融資産も有効であり、それにアクセスする方法として、日本最大の新興企業向け株式市場である東証マザーズ上場が考えられる。

折しも東南アジアでは2010年入り以降、スタートアップの活発な立ち上げが続いている。スタートアップの多くは将来的にM&Aによるエグジットを志向しているものの、一部は可能であればIPO（新規株式上場）を望んでいる。そうしたスタートアップに対してIPOの場として東証マザーズを提供し、その動きを単発ではなく継続的なトレンドとして確立することが出来れば、東南アジアのスタートアップが上場企業、そして大企業へと成長する過程に日本が寄り添い、まさに「東南アジアの成長を取り込む」ことになる。

そこで本稿では、東南アジアのスタートアップについて、最近のトレンドや特筆すべき動きを整理したうえで、日本企業との連携

が広がっていることについて紹介し、連携強化、さらには日本との紐帯強化のために東証マザーズへの上場誘致に取り組むべきであることを論じる。

構成として、まず1. で、東南アジアのスタートアップについて、ユニコーン（推定評価額10億ドル以上の未上場企業）の相次ぐ登場など最近の動向を整理し、2. で、そうしたなか事業領域および経営手法の面でスタートアップの裾野が拡大していることを紹介する。3. で、日本企業がスタートアップとの連携に動いていることやその目的について、具体例を交えながらみていく。4. で、スタートアップの成長を支援する一環として東証マザーズ上場誘致の可能性、およびその発展性について検討する。

1. 最近の東南アジアのスタートアップ動向

(1) スタートアップの台頭とユニコーンの相次ぐ誕生

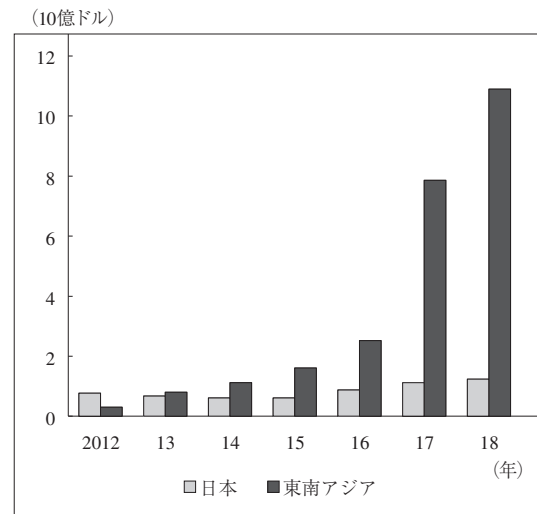
東南アジアでは2010年代前半頃からスタートアップの立ち上げが活発化している。インターネットとスマートフォンの普及を背景に、それらを用いて新たな事業を立ち上げるスタートアップが次々と登場している。

スタートアップの盛り上がりを示すのが、ベンチャーキャピタル（VC）からの投資資

金の急増である。東南アジアにおけるスタートアップへのVC投資額は、2012年には3億ドル（Tech in Asia集計）と、日本（8億ドル、ベンチャーエンタープライズセンター集計）の半分以下にすぎなかったものの、2018年には109億ドルにまで拡大し、日本（12億ドル）の9倍に達した（図表1）（注1）。ただし、世界のVC投資額に占める東南アジア向けの割合は3.9%にすぎず（2018年、YoStartup Team集計、図表2）、アメリカ（38.6%）や中国（27.0%）にはいまだ遠く及ばない。

スタートアップの立ち上げは東南アジア全域で活発化しているが、数が最も多いのがシンガポールである（図表3）。良好な事業環

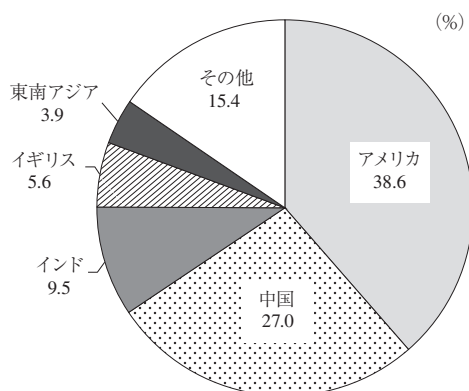
図表1 ベンチャーキャピタルの東南アジアと日本での投資額



(注) 日本での投資額は年平均レートでドル換算。

(資料) Tech in Asia、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

図表2 世界のベンチャーキャピタル投資額：国・地域別シェア（2018年）



(資料) YoStartups Team, "Global Startup Funding Summary for 2018", January 16, 2019

境や政府による手厚い支援策が背景として指摘出来る。人口はわずか570万人で市場規模が小さいため、シンガポールに本社を置きつつ実際の業務はほかの国で行う、あるいはシンガポールを拠点に多国展開を行う、といったスタートアップが多い。インド出身者がスタートアップをシンガポールで立ち上げたり、インドのスタートアップが本社をシンガポールに設立したりするケースも少なからずある。最近ではフィンテックや企業向けソリューションに関連するスタートアップが注目され、投資が集まっている。

シンガポールに次いでスタートアップの数

図表3 東南アジアのスタートアップの資金調達状況（2018年）

国名	資金調達 実施スタート アップ数		資金調達額	主な分野				
	社数	億ドル		フィンテック	企業向け ソリューション	Eコマース	ヘルステック	消費者向け
シンガポール	189社	75.0億ドル	フィンテック 21件	企業向け ソリューション 20件	Eコマース 14件	ヘルステック 13件	消費者向け 12件	ビッグデータ 12件
インドネシア	46社	40.7億ドル	Eコマース 10件	フィンテック 9件	ヘルステック 3件	教育 3件	企業向け ソリューション 3件	
フィリピン	21社	3.0億ドル	企業向け ソリューション 5件	ICT 2件	データ・ アナリティクス 2件	フィンテック 2件		
マレーシア	30社	2.3億ドル	フィンテック 6件	Eコマース 4件	消費者向け 3件	企業向け ソリューション 3件	ヘルステック 2件	
ベトナム	23社	1.9億ドル	Eコマース 7件	企業向け ソリューション 3件	フィンテック 2件	教育 2件	旅行 2件	
タイ	19社	0.9億ドル	フィンテック 4件	消費者向け 2件	モバイル 2件	人材関連 2件		

(注) e27把握分。e27は東南アジアのスタートアップ情報提供企業。

(資料) e27, "Southeast Asia Startup Ecosystem Report 2018", 2019

が多いのがインドネシアである。2.5億人の人口を抱えるインドネシアでは、市場規模の大きさがスタートアップにとって最大の魅力となっている。そのうえ、経済発展に伴い中間層が台頭する一方で、交通、電力、金融など多岐にわたる分野で課題を抱えていることが、逆にビジネスチャンスをもたらすスタートアップの立ち上げ機運を高めている。分野別にみると、最近ではEコマースやフィンテックのスタートアップへの投資が活発である。

東南アジアのスタートアップのなかから大きく成長してユニコーン（推定評価額10億ドル以上の未上場企業）の仲間入りを果たすところも出てきている。2014年には3社（Grab、Lazada〈エグジット（注2）済み〉、Razer〈エグジット済み〉）であったユニコーンの数は、2019年7月時点で8社に増加した（CB Insights集計）。本社の所在国別では、インドネシアが5社（配車サービスのGo-Jek、EコマースのTokopedia、電子決済のOVO、EコマースのBukalapak、オンライン旅行予約のTraveloka）、シンガポールが2社（配車サービスのGrab、小売業向け画像解析技術のTrax Technology Solutions）、フィリピンが1社（プレハブのデザイン住宅販売のRevolution Precrafted）となっている。

アメリカ、中国を中心に世界中に300社以上のユニコーンが存在することを踏まえると、東南アジアの8社という数は決して多くはない。それでも、Grabは推定評価額143億

ドルで第10位、Go-Jekは100億ドルで第17位と、世界のユニコーンのなかで高い存在感を有するところも現れている。ちなみに、日本のユニコーンの数はプリファードネットワークス（推定評価額20億ドル）、スマートニュース（同11億ドル）、リキッド（同10億ドル）の3社である。

(2) ユニコーンを巡る3つの動き

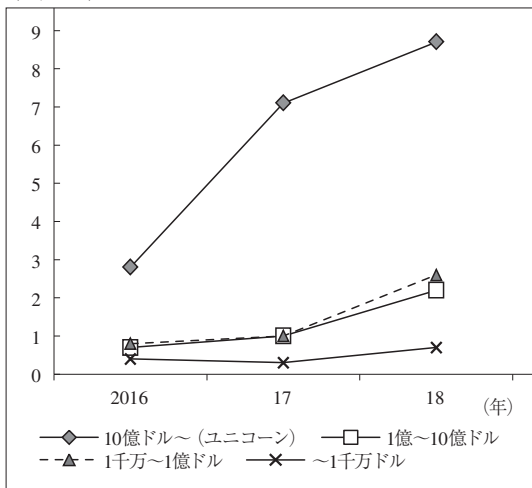
現在、東南アジアのユニコーンが世界的に注目されている。これは、数が増えていることや、その一部がすでに東南アジアを代表する企業として大きな影響力を持っていることのほかに、以下の3点による。

第1に、ユニコーンへの投資資金の集中である。東南アジアでも他地域と同様に、ユニコーンは収益の確保よりも成長を優先し、そのために積極的に外部から資金調達を行っている。一方の投資家サイドも、将来性への高い期待から、それに呼応する形で投資資金をユニコーンに集中させている。過去3年間（2016～2018年）におけるスタートアップの規模別の資金調達額をみると、全体の7割近くをユニコーンが占めた（図表4）。とりわけ、Grab、Go-Jek、Tokopediaの3社への集中が顕著である。

なお、ユニコーンが東南アジアのスタートアップの資金調達額を大きく押し上げている形ではあるが、ユニコーン以外、具体的には1千万～1億ドル規模、および1億～10億

図表4 東南アジア：スタートアップの規模別
資金調達額

(10億ドル)



(注) スタートアップの規模は推定評価額。

(資料) Google, Temasek, Bain & Company, "e-Conomy SEA 2019", October 2019

ドル規模のスタートアップによる調達額も着実に増加している。ユニコーンを除いても、過去3年間の東南アジアでの調達額は日本を大幅に上回った。

第2に、ユニコーンの仲間入りに要する時間の短期化である。投資資金の大量流入により有望なスタートアップの成長が加速していることが、その要因として考えられる。図表5は東南アジアの主要なスタートアップの設立年と、ユニコーン入りやエグジットした年を整理したものである。Razer (オンライン・ゲーム、本社シンガポールおよびサンフランシスコ) は設立からユニコーン入りするまでに9年 (2005年→2014年)、Tokopedia (2009年→2018年)、Trax Technology Solutions

図表5 東南アジアの主要スタートアップの成長ベース

企業名	本社	事業内容	設立	ユニコーン入り	エグジット	設立からユニコーン/エグジットまで
JobStreet.com	マレーシア	オンライン求人サイト	1995年	—	2004年 (IPO)	9年
Razer	シンガポール、サンフランシスコ	オンライン・ゲーム	2005年	2014年	2017年 (IPO)	9年
iProperty	マレーシア	オンライン不動産ポータル	2007年	—	2016年 (M&A)	9年
Sea (旧Garena)	シンガポール	オンライン・ゲーム	2009年	2015年	2017年 (IPO)	6年
Tokopedia	インドネシア	Eコマース	2009年	2018年	—	9年
Go-Jek	インドネシア	配車サービス	2010年	2016年	—	6年
Bukalapak	インドネシア	Eコマース	2010年	2017年	—	7年
Trax Technology Solutions	シンガポール	小売業向け画像解析技術	2010年	2019年	—	9年
Lazada	シンガポール	Eコマース	2012年	2014年	2016年 (M&A)	2年
Traveloka	インドネシア	オンライン旅行予約	2012年	2017年	—	5年
Grab	シンガポール	配車サービス	2012年	2014年	—	2年
Revolution Precrafted	フィリピン	プレハブのデザイナーズ住宅販売	2015年	2017年	—	2年
OVO	インドネシア	電子決済	2017年	2019年	—	2年

(注1) ユニコーン：推定評価額10億ドル以上の未上場企業。

(注2) ユニコーン入りの年は、Sea、Lazada以外はCB Insightsによる。Sea、Lazadaは報道記事による。

(注3) シャドウで表示した8社は現在のユニコーン。

(資料) 各社ウェブサイトなどを基に日本総合研究所作成

(2010年→2019年)も同様に9年を要している。それに対して、Grab (2012年→2014年)、Revolution Precrafted (2015年→2017年)、OVO (2017年→2019年)の3社は、いずれも設立からわずか2年でユニコーン入りを果たした。

第3に、ユニコーンによるほかのスタートアップの積極的な買収である。成長のために他社を買収する戦略を採っており、前述の通り資金を比較的容易に調達出来ることが背景にある。

ユニコーンのなかでもとりわけ買収件数が多いのがGo-Jekであり、2016年以降、10社以上を買収している(図表6)。買収の目的としては大きく2つに分けることが出来る。1つめが、生活上の広範にわたるサービスを1つのプラットフォーム上で提供する、いわゆるスーパーアプリの構築である。バイクタクシーの配車アプリの提供からスタートしたGo-Jekは、アプリのラインアップを増やすことで生活のあらゆるシーンをビジネスに取り込もうとしている。それを実現するための1つの手段がスタートアップの買収である。買収先のなかでも決済関連企業が多いのは、決済が複雑で難易度が高いためと推測される。

2つめがソフトウェア・エンジニアの確保である。人材確保を目的とする買収はアキハイヤー(注3)と呼ばれる。デジタル技術を駆使するGo-Jekのようなスタートアップにとって、優秀なソフトウェア・エンジニアの確保は死活問題である。そこで、インドネシア

よりもエンジニア人材が圧倒的に豊富なインドにR&Dセンターを設立して現地のエンジニアを採用することに加えて、インドのスタートアップを買収してそこに勤務するエンジニアを丸ごと確保する、という人材戦略を採用している。

Go-Jekによるインドでの買収は、ほぼすべてアキハイヤーである。2016年にヘルスケア・スタートアップのPiantaを買収したのも、インドのヘルスケア市場に参入したいというよりも、Piantaに勤務するエンジニアを取り込むためであった(注4)。2019年にAIを活用した求人プラットフォームのAirCTOを買収したのも、1つにはAirCTOのエンジニアを確保するためである(注5)(注6)。なお、Go-JekのインドのR&Dセンターでは、商品開発、データマイニング、CX(顧客体験価値)(注7)の向上などに取り組んでいる。

(注1) スタートアップやベンチャーキャピタルに関してはほとんどの場合、公式統計が存在しないため、本稿では民間企業が集計したデータを使用している。しかし、例えばベンチャーキャピタルの合計投資額の算出において、投資額が未公表の場合の処理の仕方が集計企業によって異なっており、その結果、合計投資額の値も異なってくる。こうした事情から、データに関しては幅をもってみる必要がある。

(注2) スタートアップの創業者や投資家が投資資金を回収すること。その主な手段はIPOおよびM&Aである。VCなどの投資家はスタートアップに無担保で返済義務のない資金を提供し、その対価として当該スタートアップの株式を取得する。そして、スタートアップの上場によって株式を市場で売却したり、スタートアップの買収者に株式を売却したりして利益を確保する。

(注3) Acquire。「acquire(買収する)」と「hire(採用する)」を重ね合わせた造語。「アキハイヤー(acquire)」と呼ばれることもある。

(注4) “Go-Jek acquires Bengaluru based start-up Pianta”, The Hindu BusinessLine, September 27, 2016 (<https://>

図表6 東南アジアのユニコーンによる主な買収事例

買収企業			
買収年	被買収企業	事業内容	本社
Go-Jek (配車サービス、本社インドネシア)			
2016年	MVCommerce	モバイル決済	インドネシア
2016年	Pianta	ヘルスケア	インド
2016年	C42 Engineering	ソフトウェア・エンジニアリング	インド
2016年	Codelgnition	ソフトウェア・エンジニアリング	インド
2016年	Leftshift Technologies	アプリ開発	インド
2017年	Mapan (PT RUMA)	銀行口座非保有者向け貯蓄・融資ネットワーク	インドネシア
2017年	Midtrans	オンライン決済ゲートウェイ	インドネシア
2017年	Kartuku	オフライン決済処理	インドネシア
2017年	LOKET	チケット管理	インドネシア
2018年	Promogo	アドテック	インドネシア
2019年	AirCTO	求人プラットフォーム	インド
2019年	Coins.ph	暗号資産サービス	フィリピン
Grab (配車サービス、本社シンガポール)			
2017年	Kudo	O2O Eコマース・プラットフォーム	インドネシア
2018年	IKaaz	モバイル決済	インドネシア
2018年	Uber (東南アジア事業)	配車サービス	アメリカ
2018年	Ovo	電子決済	インドネシア
Traveloka (オンライン旅行代理店、本社インドネシア)			
2018年	PegiPegi	オンライン旅行代理店	インドネシア
2018年	MyTour	オンライン旅行代理店	ベトナム
2018年	TravelBook	オンライン旅行代理店	フィリピン
Tokopedia (Eコマース、本社インドネシア)			
2019年	Bridestory	オンライン結婚関連マーケットプレイスBridestoryおよび オンライン子育て関連マーケットプレイスParentstory	インドネシア
Bukalapak (Eコマース、本社インドネシア)			
2018年	Prelo	中古品売買のC2Cマーケットプレイス	インドネシア
OVO (電子決済、本社インドネシア)			
2019年	Taralite	P2Pレンディング	インドネシア
Trax Technology Solutions (小売業向け画像解析技術、本社シンガポール)			
2017年	Nielsen's Store Observation	製造・小売・流通業向け調査	アメリカ
2018年	Quri	店舗データサービス	アメリカ
2019年	Shopkick	リワード・アプリ	アメリカ
2019年	LenzTech (朗鏡科技)	小売店向けAI/ビッグデータプラットフォーム	中国
2019年	Planorama	画像認識	フランス

(注) Travelokaは3社を子会社のペーパーカンパニー、Jet Tech Innovation Venturesを通じて日本のリクルート・ホールディングスから買収。
(資料) 各社ウェブサイトなどを基に日本総合研究所作成

- www.thehindubusinessline.com/companies/gojek-acquires-bengaluru-based-startup-pianta/article9153631.ece#)
- (注5) AirCTOの買収はそのほかに、AirCTOの求人プラットフォームを用いてインドのエンジニアを採用するという目的があった。
- (注6) "Go-Jek doubles down on India with yet another talent acquisition", TechCrunch, June 12, 2019 (<https://techcrunch.com/2019/06/12/go-jek-india/2019/06/12/go-jek-india/>)

- (注7) 顧客視点のすべてのユーザーエクスペリエンスのこと。「商品やサービスの機能や性能などの機能的価値だけでなく、そのブランドや企業にかかわるすべての体験を通じて顧客が経験する、喜びや満足感などの情緒的価値まで含む。」(時事ドットコムニュース「C Space Japan『顧客体験価値(CX)ランキング2019』日本初『顧客体験価値』によるランキングTOP50を発表」2019年11月26日、<https://www.jiji.com/jc/article?k=000000094.000000092&g=pri>)

2. スタートアップの裾野の拡大

東南アジアでスタートアップの活発な立ち上げが続くなかで、スタートアップの裾野が次第に拡大している。これは主に、事業領域と経営手法の2つの分野で顕著である。

(1) 事業領域の裾野拡大

東南アジアのスタートアップが手掛ける事業領域として、立ち上げが活発化した当初はB2C（個人向け）事業が中心であったが、ここにきてB2B（法人向け）事業も目立つようになってきている。これは東南アジアに限らずどの地域にもみられることであるが、スタートアップの立ち上げが活発化する当初はB2C事業が中心を占める。創業者の多くはスタートアップを立ち上げるのが初めてであり、生活者として自分自身が感じてきた日常の不便・不都合の解消を事業化するケースが多いためである。そして、創業者が実際にB2C事業を運営するなかで、今度は事業上の不便・不都合が見えてくる。このため、次にスタートアップを立ち上げる際にはその解消のためにB2B事業に挑む。B2Cのスタートアップに勤務していたスタッフや既存企業の従業員が、事業上の不便・不都合の解消を狙ってスタートアップを立ち上げるケースもある。東南アジアでも、シリアル・アントレプレナー（連続起業家）や、スタートアップを飛び出して新たにスタートアップを立ち上げる人が増えて

おり、それがB2B事業の増加につながっている1つの要因と考えられる。

Eコマース分野がまさにそうである。インターネットの普及に伴い、まずB2CとしてのEコマースを提供するスタートアップが東南アジアで数多く立ち上がった。しかし、東南アジアの多くの国では物流が未整備であり、例えばインドネシアでは、物流事業者の数自体は多いものの、それぞれが小規模で特定地域のみをカバーしていた。このため、Eコマースの販売者は、顧客に商品を短時間で確実に届けることに苦勞してきた。そこで次の段階として、物流スタートアップが相次いで立ち上がった。Shipper（本社インドネシア、2017年設立）は、Eコマースの販売者および物流事業者向けに、顧客に商品をスムーズかつ低コストで届けるためのプラットフォームを運営している。Paxel（本社インドネシア、2017年設立）は都市部のみであるが、中小のEコマース販売者がスマートフォンのアプリで簡単に商品を当日配送出来るサービスを提供する。Waresix（本社インドネシア、2017年設立）は、荷主と配送業者・倉庫をつなぐことで物流の円滑化を図っている。RaRa Delivery（本社インドネシア、2017年設立）は、Eコマース向けのラストワンマイル（最終拠点からエンドユーザーへの物流サービス）を手掛ける。

一方、Eコマースの普及に伴い、中小の販売者に対してEコマースでの出店を支援する

スタートアップも登場している。その代表格がZilingo（本社シンガポール、2015年設立）である。Zilingoはもともと、ファッションに特化したB2Cマーケットプレイスを運営するために設立された。そこに出店する中小企業や個人事業主の間でEコマースに必要な経営資源やノウハウが不足していることに着目し、彼らに対して在庫管理システム、越境対応物流システム、売り上げ分析、テクノロジーサポートなどを無料で提供するようになった。また、中小企業・個人事業主が商品を仕入れるためのB2Bのマーケットプレイスを併せて運営し、仕入れた商品をZilingo以外のB2Cマーケットプレイスでも販売出来るようにした。こうしたB2B事業が収益の柱になるまでに成長し、Zilingoは早晩ユニコーンの仲間入りを果たすことが予想されている。なお、Zilingoの創業者2人（注8）はインド出身であり、シンガポールのスタートアップの一翼を外国人が担っている象徴的な例でもある。

(2) 経営手法の裾野拡大

東南アジアのスタートアップは、先進国で成功した事業やビジネスモデルを移植する、いわゆるタイムマシン型が多いが、最近では先進国との時間差を感じさせない事業内容の、リアルタイム型ともいべきスタートアップも登場している。

東南アジアでタイムマシン型スタートアップを数多く輩出したのが、ドイツに本社があ

るインキュベーターのRocket Internetである。同社はアメリカで成功したインターネット企業のビジネスモデルをアメリカ以外の国で展開することで有名であり（注9）、東南アジアでもこの戦略に則り、2010年代前半に多数のスタートアップを立ち上げた（注10）。東南アジアを代表するスタートアップである、ECプラットフォームのLazada（2011年設立）、ファッションに特化したEコマースのZalora（2012年設立）、レストランのフードデリバリーのFoodPanda（2012年設立）は、すべてRocket Internet発である（図表7）。Rocket Internet以外でも、例えばGrabおよびGo-Jekは、かつて「東南アジアのUber」、「インドネシアのUber」としばしば呼ばれていたことが示す通り、タイムマシン型でスタートした。

ただし、タイムマシン型といっても、先進国のビジネスモデルがそのまま移植されるわけではない。とりわけシンガポール以外の国では、山積する様々な課題を解決するためにスタートアップが立ち上がるケースが多く、そうした事情に合致するようにビジネスモデルに修正が加えられている。

最近でも、タイムマシン型で立ち上がるスタートアップがインドネシアやベトナムなどでは少なからずみられるものの、それと併せてリアルタイム型がシンガポールを中心に相次いで立ち上がっている。Eコマースや配車サービスなど、先進国の事業やビジネスモデルのうち主要なものの移植がほぼ一巡したこ

図表7 Rocket Internetが東南アジアで立ち上げた主要なスタートアップ

企業名	設立年	主な事業内容	備考
Lazada	2011年	ECプラットフォーム	2016年、Alibabaに売却
Easy Taxi	2011年	タクシーの配車	2016年、閉鎖
Zalora	2012年	ファッションECプラットフォーム	2016年、タイ法人とベトナム法人をCentral Group (タイ)に売却、2017年、フィリピン法人の株式の49%をAyala Groupに売却
FoodPanda	2012年	レストランのフードデリバリー	2015年、Delivery Heroに売却
PricePanda	2012年	価格比較サイト	2015年、Getprice (オーストラリア) と合併
Lamido	2013年	C2Cマーケットプレイス	2015年、Lazadaに統合
Tripda	2014年	ライドシェアリング	2016年、閉鎖

(資料) 各社ウェブサイトなどを基に日本総合研究所作成

とに加えて、東南アジアのスタートアップ環境がそれだけ成熟化したためと考えられる。Electrify Asia (本社シンガポール、2017年設立)、BlockPunk (本社シンガポール、2018年設立) が活用しているブロックチェーン技術は、まさに今、世界中で開発が進められている最中にある。ただし、そうしたスタートアップの数は決して多くはなく、事業分野も限られている。

また、スタートアップが設立後、急速に進化し、世界の最先端に躍り出るケースもある。Grab、Go-Jekは、前述の通りUberのビジネスモデルを取り入れたタイムマシン型でスタートしたもの、アプリで提供するサービスのラインアップを次々と増やしていき、今ではスーパーアプリの提供という観点から世界の最先端を行っている。Omise Holdings (本社シンガポール、2013年設立) も、当初はオンライン決済のソリューションを提供し「東南アジアのStripe (2009年設立のアメリカのユニコーン)」と呼ばれていたが、その後、暗

号資産とブロックチェーンの開発に乗り出し、これらの領域で世界をリードする企業の1つとなった。Soft Space (本社マレーシア、2012年設立) は決済ソリューションサービスを提供するフィンテック・スタートアップであるが、同社が最近開発した、スマートフォンだけでカード決済が完了するサービス「Fasstap」、および高度なセキュリティ技術をもつ、手のひらサイズのカードリーダー「FLite」は、世界的にみても最先端を行くイノベティブな商品である。

- (注8) Ankiti Bose氏 (CEO、女性)とDhruv Kapoor氏 (CTO)。なお、Bose氏が23歳、Kapoor氏が24歳の時に同社を設立した。
- (注9) Markus Maier, "Rocket Internet – a copycat business model", Harvard Business School Digital Initiative, December 4, 2015 (<https://digital.hbs.edu/platform-rocket-internet-a-copycat-business-model/>)
- (注10) Rocket Internetはまた、東南アジアのスタートアップ創業者を数多く輩出した。同社は東南アジアでタイムマシン型のスタートアップを次々と立ち上げた際、優秀な人材を高給で採用して業務に当たさせた。とりわけ現地採用者はそれまでスタートアップとは無縁の者が多かったが、業務を通じてスタートアップの文化や経営手法を学び、自らスタートアップを立ち上げていった。

3. 日本企業による東南アジアのスタートアップとの連携

(1) 近年の増加傾向

日本企業の東南アジアでの連携先としては従来、財閥を中心に大企業が多かった。しかし、スタートアップの台頭に伴い、連携先としてスタートアップを選択する日本企業が増えている。図表8は、2010年以降の日本企業と東南アジアのスタートアップとの主な連携事例を整理したものである。すべて公表ベースであり、出資には関連会社や自社ファンドを通じたものも含まれる。連携年をみると、2018年と2019年が合計で5割を占め、ここ2年間で活発化していることが確認出来る(図表9)。分野別では、当初はEコマース分野が中心であったが、2017年頃には、Eコマース・サイト運営への新規参入がほぼ一巡した影響からか、連携の動きは一服した。その一方で、フィンテック分野での連携は続いている。東南アジアでの金融課題の多さから、この分野でのビジネスチャンスもいまだ多いとの判断が働いているのであろう。

ここ2年間で連携が急増しているのが、それ以前はほとんどみることのなかった最新デジタル技術およびモビリティの分野である。最新デジタル分野では、同じスタートアップが様々な日本企業と連携しており、しかもスタートアップのほとんどはシンガポールを本

社としている。そのなかにはインド出身者が設立したものが少なくない。SBIホールディングスほか複数の日本企業と連携するAntWorks(本社シンガポール、RPAプラットフォーム開発・提供)の2人の創業者、Asheesh Mehra氏とGovind Sandhu氏はともにインドの出身である。三井物産と連携するCrayon Data(本社シンガポール、ビッグデータ分析)の3人の創業者、Suresh Shankar氏、Srikant Sastri氏、Vijay Kumar Iwanturi氏も同様である。

一方、モビリティ分野では、日本企業の連携相手はGrabかGo-Jekのどちらかがほとんどである。この両社が世界の5大ライドシェア企業(注11)に含まれるまでになっていることを映じている。

東南アジアのスタートアップとの連携に動いている日本企業の顔ぶれにも変化がみられる。当初は、BEENOS、楽天、DeNA、スタートトゥデイ(現ZOZO)などEコマースを中心に新興企業が多かった。東南アジアでのスタートアップの盛り上がりにより新興企業がいち早く反応したといえる。具体的には、東南アジアでのスタートアップの立ち上げにおいてEコマースが先行するなか、同業の日本の新興企業が、この地域でも先進国と同じようにEコマースが普及することを期待して、連携に動いたと推測される。その後、スタートアップの業種が広がったことに加えて、ユニコーンが続々と誕生するなどして東南アジアのス

図表 8 日本企業と東南アジアのスタートアップの主な連携事例

連携時期	日本企業	連携内容	連携先企業	設立年		主な業務内容
				本社		
Eコマース						
2012年4月	ネットプライスドットコム (現BEENOS)	出資	Tokopedia	インドネシア	2009年	オンラインマーケットプレイス
2013年11月	楽天	出資	Carousell	シンガポール	2012年	フリマアプリ
2014年1月	デジタルガレージ	出資	Bilna	インドネシア	2012年	ベビー用品のEC
2014年2月	アイレップ	資本業務提携	Bukalapak.com	インドネシア	2011年	C2Cマーケットプレイス
2014年12月	SBIホールディングス、BEENOS、econtext Asia (デジタルガレージ)	出資	Sen Do Technology	ベトナム	2014年	C2Cマーケットプレイス
2015年3月	オプト、オークファン	出資	IndoTrading.com	シンガポール	2012年	B2Bマーケットプレイス
2015年4月	DeNA	出資	Blisby	タイ	2013年	ハンドメイド・マーケットプレイス
2015年6月	BEENOS	出資	Ralali	インドネシア	2013年	間接資材のB2Bマーケットプレイス
2015年8月	トランスコスモス	資本業務提携	Hotdeal	ベトナム	2010年	デイリーディール・サイト
2015年9月	スタートトゥデイ (現ZoZo)	資本業務提携	WearYouWant Holdings	シンガポール	2012年	ファッションECプラットフォーム (タイ)
2016年2月	DeNA	出資	Belazee	マレーシア	2015年	会話型コマースのプラットフォーム
2016年3月	スタートトゥデイ (現ZoZo)	出資	Fashion Valet	マレーシア	2010年	ファッションECプラットフォーム
2016年8月	楽天	追加出資	Carousell	シンガポール	2012年	フリマアプリ
2016年8月	BEENOS、デジタルガレージ	出資	Zilingo	シンガポール	2015年	ファッションB2Cマーケットプレイス
2017年3月	アイスタイル	出資	Hermo	マレーシア	2012年	美容・化粧品ECサイト
2017年11月	スタートトゥデイ (現ZoZo)	出資	Pomelo Fashion	タイ	2013年	ファッションECサイト
2018年2月	カカコム	出資、持分法適用会社に	Love, Bonito	シンガポール	2010年	女性向けファッションブランド
2018年5月	楽天	追加出資	Carousell	シンガポール	2012年	フリマアプリ
2018年8月	SBIホールディングス、BEENOS、econtext Asia (デジタルガレージ)	追加出資	Sen Do Technology	ベトナム	2012年	C2Cマーケットプレイス
2018年9月	SBIホールディングス、デジタルガレージ	出資	Ralali	インドネシア	2013年	間接資材のB2Bマーケットプレイス
2019年2月	BEENOS	追加出資	Zilingo	シンガポール	2015年	ファッションB2Cマーケットプレイス
2019年7月	BEENOS	出資	Raena R.U.	シンガポール	2018年	インフルエンサーコマース・プラットフォーム
フィンテック						
2013年12月	楽天、GMO	出資	Coda Payments	シンガポール	2011年	代替決済ゲートウェイ
2014年1月	BEENOS	出資	Nearx	シンガポール	2012年	モバイル決済
2014年7月	BEENOS	出資	Ayannah	フィリピン	2008年	オンライン送金
2014年12月	クレディセゾン	資本業務提携	Matchmove Pay	シンガポール	2009年	決済ソリューション
2015年1月	BEENOS	出資	Paynatics Technologies	フィリピン	2010年	オンライン決済
2015年7月	BEENOS	追加出資	Nearx	シンガポール	2012年	モバイル決済
2016年5月	NTTドコモ	出資	Jirnexu	マレーシア	2012年	金融機関向け顧客開拓・管理業務ソリューション
2016年8月	GMOペイメントゲートウェイ	買収	Macro Kiosk	マレーシア	2000年	モバイル決済
2017年1月	三井住友カード	協業	Soft Space	マレーシア	2012年	決済ソリューション
2017年5月	トランスコスモス	資本業務提携	Soft Space	マレーシア	2012年	決済ソリューション
2017年6月	カカコム	出資、持分法適用会社に	MoneySmart.sg (公式名Catapult Ventures)	シンガポール	2009年	個人向け金融比較サイト
2017年12月	東京センチュリー	出資	Bumi Cakrawala Perkasa (Ovo)	インドネシア	2017年	電子決済
2018年3月	三井住友カード	資本業務提携	Soft Space	マレーシア	2012年	決済ソリューション
2018年5月	SBIホールディングス	出資	Jirnexu	マレーシア	2012年	金融商品比較サイト運営
2019年3月	住友商事	出資	CXAグループ	シンガポール	2013年	保険販売プラットフォーム事業
2019年4月	NTTドコモ	出資	Matchmove Pay	シンガポール	2009年	決済ソリューション
2019年7月	野村ホールディングス	出資	Omise Holdings	シンガポール	2013年	決済ソリューション、暗号資産とブロックチェーンの開発
2019年7月	グローリー	出資	soCash	シンガポール	2015年	キャッシュアウトサービス
2019年11月	NTTコミュニケーションズ	出資	M-DAQ	シンガポール	2010年	外国為替活用サービス

(次頁に続く)

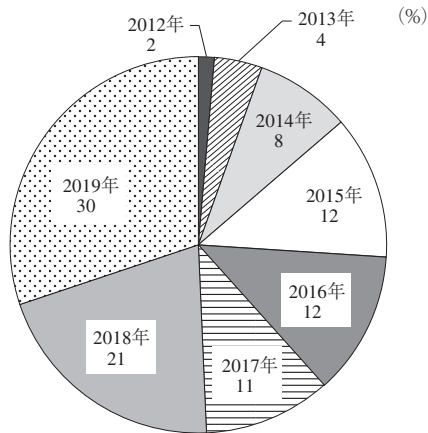
図表8 日本企業と東南アジアのスタートアップの主な連携事例（続き）

連携時期	日本企業	連携内容	連携先企業	連携先企業		
				本社	設立年	主な業務内容
最新デジタル技術（AI、ブロックチェーン等）						
2016年1月	コニカミノルタ	戦略的提携	Techemics Solutions	シンガポール	2012年	ロボット
2016年3月	三井物産	出資	Crayon Data	シンガポール	2012年	ビッグデータ分析
2018年7月	SBIホールディングス	出資、合弁会社設立の覚書締結	AntWorks	シンガポール	2015年	RPAプラットフォーム開発・提供
2018年4月	東京電力	共同開発の覚書	Eletricity Asia	シンガポール	2017年	ブロックチェーン技術を活用した電力取引マーケットプレイス
2018年5月	DLEグループ	資本業務提携	BlockPunk	シンガポール	2018年	ブロックチェーン技術を活用したデジタル作品のオンライン販売プラットフォーム
2018年6月	テイクエナジーコーポレーション	実証実験の覚書	Eletricity Asia	シンガポール	2017年	ブロックチェーン技術を活用した電力取引マーケットプレイス
2018年10月	三井不動産	出資	Omise Holdings	シンガポール	2013年	決済ソリューション、暗号資産とブロックチェーンの開発
2018年11月	東京電力	出資	Eletricity Asia	シンガポール	2017年	ブロックチェーン技術を活用した電力取引マーケットプレイス
2019年1月	テラドローン	出資	AeroGeoSurvey	インドネシア	2016年	UAV(無人航空機) サービス
2019年2月	SBIホールディングス	合弁会社設立	AntWorks	シンガポール	2015年	RPAプラットフォーム開発・提供
2019年2月	大日本印刷	資本業務提携	BlockPunk	シンガポール	2018年	ブロックチェーン技術を活用したデジタル作品のオンライン販売プラットフォーム
2019年3月	GAテクノロジーズ	出資	AntWorks	シンガポール	2015年	RPAプラットフォーム開発・提供
2019年4月	ディップ	出資	AntWorks	シンガポール	2015年	RPAプラットフォーム開発・提供
2019年4月	SBIホールディングス	出資、合弁会社設立	Utop	ベトナム	2019年	ブロックチェーン技術を活用した共通ポインタプログラム
2019年5月	ダブルスタンダード	出資	AntWorks	シンガポール	2015年	RPAプラットフォーム開発・提供
2019年5月	TIS	資本業務提携	SQREEM Technologies	シンガポール	2010年	人の行動パターンに特化したAI技術
モビリティ						
2016年8月	楽天	出資	Go-Jek	インドネシア	2010年	配車サービス
2016年12月	本田技研工業	出資	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2016年12月	東京センチュリー	資本業務提携	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2017年8月	トヨタ自動車、トヨタファイナンス、あいおいニッセイ同和損害保険	協業	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2018年1月	東京センチュリー	追加出資	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2018年6月	トヨタ自動車	出資、協業拡大	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2018年10月	豊田通商	資本業務提携	mobilityX	シンガポール	2018年	MaaS事業
2018年12月	ヤマハ発動機	戦略的業務提携	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2019年1月	東京センチュリー	追加出資	Grab	シンガポール	2012年	配車サービス
2019年2月	三菱商事	出資	Go-Jek	インドネシア	2010年	配車サービス
2019年7月	三菱自動車、三菱商事	出資	Go-Jek	インドネシア	2010年	配車サービス
2019年7月	三菱UFJリース	出資	Go-Jek	インドネシア	2010年	配車サービス
その他						
2013年9月	楽天	買収	Viki	シンガポール	2007年	ビデオ・音楽ストリーミング・ウェブサイト
2015年6月	電通	買収	Flexmedia	タイ	2005年	オンライン広告
2015年11月	ラクスル	出資	Prinzio	インドネシア	2015年	オンライン印刷
2016年3月	シスメックス	協同開発	Clearbridge BioMedics	シンガポール	2009年	臨床段階の腫瘍研究・診断
2017年9月	東急電鉄	包括業務提携	honestbee	シンガポール	2015年	買い物代行
2017年10月	オークファン	出資	HipFlat	タイ	2013年	不動産マーケットプレイス
2018年1月	マネーフォワード	資本業務提携	SLEEKR	インドネシア	2012年	HR・会計管理SaaS
2018年7月	マネーフォワード	追加出資	SLEEKR	インドネシア	2012年	HR・会計管理SaaS
2018年10月	カカココム	出資、持分法適用会社に	TabSquare	シンガポール	2012年	レストラン向けセルフオーダーシステム
2018年11月	クレオ	資本業務提携	Ominext	ベトナム	2012年	日本向けソフトウェア受託開発
2019年2月	伊藤忠商事	資本業務提携	Docquity	シンガポール	2013年	医療従事者専用SNSプラットフォーム
2019年4月	楽天	出資	Ecommerce Enablers	シンガポール	2014年	キャッシュバックサービスのアプリ
2019年4月	吉本興業	出資、合弁会社設立	ifix	マレーシア	2015年	動画配信プラットフォーム
2019年4月	日本経済新聞社	買収	Deal Street Asia	シンガポール	2014年	新興メディア
2019年7月	三菱地所	出資、合弁会社設立	Hmlet	シンガポール	2016年	コリビングハウスと呼ばれる形態の賃貸住宅
2019年8月	楽天	出資	RedDoorz	シンガポール	2015年	格安ホテル運営
2019年10月	丸紅	資本業務提携	MoBiol Holdings	シンガポール	2019年	アグリテック

(注) 2010年以降、東南アジアのスタートアップに対して主に戦略的投資や協業を行っている日本企業が対象。子会社を通じた出資を含む。すべて公表案件。

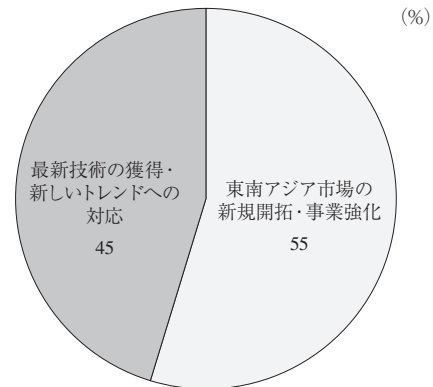
(資料) 各社ウェブサイトなどを基に日本総合研究所作成

図表9 日本企業と東南アジアのスタートアップの連携：連携年別



(注) 日本企業が東南アジアのスタートアップと連携した73の事例が対象。
(資料) 日本総合研究所作成

図表10 日本企業と東南アジアのスタートアップの連携：目的別



(注) 東南アジアのスタートアップと連携した日本企業53社について、ニュースリリースなどを基に目的別に分類。2つ以上の目的がある場合は最大の目的と推測されるものを選択。
(資料) 日本総合研究所作成

スタートアップの認知度が高まるにつれて、東京電力、三井不動産、大日本印刷、トヨタ自動車といった伝統的な大企業も連携に加わるようになった。

なお、前掲図表8の連携事例は前述の通り、公表されたものだけであるが、未公表の連携も増えている模様である。例えば、三井化学はシードやアーリーステージのスタートアップを支援したり共同研究を行ったりする取り組みを2017年から東南アジアで行っている。スタートアップに早い段階から関与することで、将来、当該スタートアップが成長した際に、業務提携や出資・買収を行うことを展望している。どのスタートアップが大きく成長するか事前に予想するのは不可能に近いなか

で、三井化学は多くのスタートアップと幅広く連携することに努めている（注12）。

(2) 連携の目的

日本企業は何を目的に東南アジアのスタートアップと連携しているのだろうか。連携を行った日本企業53社それぞれのニュースリリースを当たったところ、「東南アジア市場の新規開拓・事業強化」と「最新技術の獲得・新しいトレンドへの対応」の2つの目的を見出すことが出来た。前者に該当したのは55%、後者は45%であった（図表10）。それぞれについて以下で具体例を交えながらみていく。

① 「東南アジア市場の新規開拓・事業強化」

目的

東南アジアでEコマースやフィンテックなどのデジタル関連のスタートアップが次々と登場するなか、日本の同業者などがそうしたスタートアップを足掛かりに東南アジアに進出したり、既存事業を強化したりする動きが増えている。日本と東南アジアとは事業環境が異なるため、スタートアップの知見や保有データを活用したいとの思惑がある。

東南アジアへ新規に進出するための連携の典型例がマネーフォワードによるSLEEKR（現Mekari）への出資である。2012年設立のフィンテック・SaaS（注13）企業であるマネーフォワードは2018年1月に、インドネシアで中小企業向けクラウド型会計ソフトやHR（人事）サービスを提供するSLEEKRに出資した。同社にとって日本国外で初の出資であり、それに伴い同社の代表取締役社長CEOの辻庸介氏はSLEEKRの取締役に就任した（同年7月には追加出資）。辻社長は、インドネシアのみならず東南アジアに大きな可能性を見出し、SLEEKRへの出資を足掛かりに「海外進出をしっかりと」（注14）行っていきたいと述べている。

一方、すでに東南アジア市場に進出している日本企業が、事業を強化するために連携に動いたのが、グルメサイト「食べログ.com」や価格比較サイト「価格.com」などインターネット関連サービス事業を手掛けるカカコ

ムがある。同社は2011年から「価格.com」の海外版である「Priceprice.com」ブランドでアジア4カ国（フィリピン、タイ、インドネシア、インド）において事業を展開しているが、一層の事業拡大を図る目的で、まず2017年にシンガポールで個人向け金融比較サイトを運営するMoneySmart.sg（公式名Catapult Ventures）に出資した。そして、翌2018年には、シンガポールの女性向けファッションブランドLove, Bonito、レストラン向けセルフオーダーシステムTabSquareに出資している。同社はLove, Bonitoを通じて、アジア女性のオンライン行動データやソーシャルマーケティングなどのノウハウ（注15）、TabSquareを通じてシンガポールにおける生活者の飲食行動に関するデータやアジア特有の飲食業界に関する知見（注16）、を吸収することを目指している。

② 「最新技術の獲得・新しいトレンドへの対応」目的

現在、最新のデジタル技術を活用した事業や、シェアリング・エコノミーといった新しい概念に基づく事業が世界中で登場している。日本企業は、そうした事業の主要な担い手であるスタートアップと連携することで、彼らが有する知見や技術を吸収しようとしている。従来、そうしたスタートアップはアメリカ発が多かったものの、その後、中国発やイスラエル発、そして最近になって東南アジア発も出てきていることから、日本企業も東

南アジアでの連携に動いている。

複数の日本企業がGrabおよびGo-Jekと相次いで連携しているのが、その典型例であろう。自動車産業がCASE（注17）やMaaS（注18）によって抜本的な変革を迫られるなか、日本企業はこの両社と連携し、車両の提供のほか、走行データの収集・活用や新たなサービスの開発を行っている。例えばトヨタ自動車は、MaaS戦略の一環として世界の有力なMaaSプレイヤーと提携を進めているが、提携先にはUber（アメリカ）、DiDi Chuxing（中国）、Getaround（アメリカ、カーシェアリング）に加えてGrabが名を連ねる。Grabとの提携では、トヨタが構築した「モビリティサービスプラットフォーム」上に走行データを収集し、それを活用してGrab向けのコネクテッドサービスを開発する計画である（注19）。

ブロックチェーン技術の取り込みも、「最新技術の獲得・新しいトレンドへの対応」に含めてよいであろう。東京電力は、Electrify Asia（本社シンガポール、ブロックチェーン技術を活用した電力取引のマーケットプレイス）とシンガポールで実証実験を共同で行うために連携している。日本では現在、再生可能エネルギーなどの分散型電源を保有するプロシューマー（電力の消費者兼生産者）（注20）が電力消費者との間で電力を取引するP2P（個人間）取引が注目されている（注21）。シンガポールでは2018年10月に電力小売が全面自由化されており、Electrify Asia

はブロックチェーン技術を活用したP2P電力取引プラットフォーム「Synergy」の実証実験を進めている。P2P取引にブロックチェーン技術を導入することは、取引の透明性・正確性の確保のために有用とみられている。東京電力は電力のP2P取引を将来、日本市場に導入することを見据えて、この実証実験に参画することとなった（注22）。なお、Electrify Asiaとは東京電力のほかにテイクエナジーコーポレーション（自然エネルギーの開発プロバイダー、本社熊本県）も、九州地域で電力のP2P取引の実証実験を共同で実施するために提携している。

一方、不動産取引においてもブロックチェーンを活用することで、不動産情報の記録・管理が容易になる、不動産取引の効率化・自動化が進めやすくなる、などのメリットが期待されている。そうしたなか、三井不動産は、「不動産領域におけるブロックチェーン技術の活用」（注23）を展望して、Omise Holdings（シンガポール本社、決済ソリューションの提供からスタートし、現在はブロックチェーンに注力）に出資した。

RPA（注24）の分野においては、SBIホールディングス、GAテクノロジーズ（AIを活用した中古不動産の総合プラットフォームの開発・運営）、ディップ（求人情報サイトの運営）、ダブルスタンダード（企業向けビッグデータの生成・提供）、と複数の日本企業がそれぞれシンガポールのRPAプラット

フォームを開発・提供するAntWorksに出資した。これは、AntWorksのサービスの日本展開やAntWorksの技術の自社への取り込みのためである。AntWorksの技術の特徴は、「AIを利用したデータ認識から業務自動化まで1つのプラットフォーム上で提供できる点」(注25)であり、「同社のプラットフォームは機械学習機能と自然言語モデリング機能も有しており、最も包括的な自動化プラットフォームの1つ」(注26)と評価されている。SBIホールディングスは「国内外の金融機関や事業会社向けに、AntWorks社のサービスの導入を推進」(注27)するために、AntWorksに出資するとともに、日本およびアジア地域を事業対象とした合弁会社を設立した。ディップは、「日本を含むアジアパシフィックでのAntWorks社の自動化・省力化ツールの提供」(注28)を図ろうとしている。ダブルスタンダードは、「当社サービスのさらなる品質向上」(注29)をAntWorksへの出資理由に挙げている。

そのほかに、三菱地所がコリビング (co-living) (注30) と呼ばれる形態の賃貸住宅を日本で展開するために、Hmlet (本社シンガポール、コリビング運営) に出資するとともに、合弁会社Hmlet Japanを設立した事例が挙げられる。三菱地所は、「三菱地所グループの不動産ソーシング力とHmlet社のコミュニティ運営力を活かして、日本国内で事業を拡大」(注31) していくことを目指している。

なお、Hmlet もZilingoやAntWorksと同様に外国人によって設立された。Hmletの場合、フランス出身のYoan Kamalski氏とアメリカ出身のZenos Schmickrath氏が共同創業者である。

(3) 連携先の探索方法

日本企業はどのようにして連携先のスタートアップを探し出しているのであろうか。探索方法としては、大きく分けて自力で探す方法と外部に委託する方法の2通りがある。それぞれについて以下で整理する。

①連携先を自力で探索：Symphony Creative Solutionsの例 (注32)

日本企業が連携先を自力で探すには、現地法人の従業員が現地のスタートアップ・イベントにこまめに参加したり自らスタートアップ・イベントを開催したりする、スタートアップ創業者およびその周辺組織の関係者と親密になるなどして、スタートアップ・コミュニティに入り込む必要がある。

そうした取り組みを行っている例として、Symphony Creative Solutions (SCS) が挙げられる。SCSは、日本郵船を中心に7社 (注33) によって、海運・物流分野における次世代ソリューションの開発・提供を目的に、2016年にシンガポールで設立された。SCSの中心的な取り組みとして、スタートアップとの連携がある。スタートアップの持つ技術と自由な

発想を取り込み、自社のみならず顧客である海運・物流業者の課題解決に役立てることを目指している。

SCSが東京から遠く離れて設立されたのは、いわゆる「出島」効果、すなわち、既存組織の意向や習慣にとらわれず自由な発想で活動出来ることへの期待からである。また、設立場所が日本国内ではなくシンガポールであるのは、海運が盛んなことに加えて、国際都市でありスタートアップや起業家が世界中から集まりやすいためである。SCSは連携先をシンガポールあるいは東南アジアのスタートアップに限定せず、課題を解決してくれるのであればどの国のスタートアップであっても構わないと考えている（注34）。

SCSが連携先のスタートアップを探索するために行っている施策は主に次の3つである。

第1に、SCSのオフィスをシンガポール最大のインキュベーション施設JTC Launch Pad @One North（注35）内にあるBlock 71に置いている。Block 71は、シンガポール国立大学のインキュベーション事業部門であるNUS Enterpriseによって運営されており、スタートアップやインキュベーターが多数入居するほか、各種イベントが頻繁に開催されている。SCSはここを活動拠点とすることで、様々なスタートアップや周辺組織の関係者とのネットワークづくりを図っている。

第2に、スタートアップを対象としたコン

テスト「Ocean of Opportunities Challenge（O3 Challenge）」を2018年、2019年と2年連続で開催した。このイベントは、海運業者のOcean Network Express（ONE）（注36）およびNUS Enterpriseと共同で企画・運営したものである。ONEが抱える実務上の課題（2018年は7つ、2019年は6つ）を公開し、それらの解決に向けた提案を行うチームを募集する。応募チームのなかから上位3チームを選定し、SCS、ONEとともにソリューションの導入を見据えた実証実験を実施する。スタートアップにとっては、O3 Challengeへの参加によって自分たちのアイデアを実装出来ることが魅力となっている。

第3に、Block 71内でトークイベントやパネルディスカッションを主催している。海運に携わるスタートアップの数は世界的に少ないことから、イベントを通じて海運への認知度を高めるとともに海運に興味をもってもらうことが狙いである。それによって、スタートアップの間で自社の事業や技術を海運に活用しようとの意欲が高まることをSCSは期待している。

このように、SCSの取り組みは長期的な視点に立脚した地道な活動であり、相当なコミットメントが求められる。逆の見方をすれば、自らスタートアップ・コミュニティに入り込むためにはこうしたコミットメントが重要といえよう。

②連携先探索の外部委託

連携先スタートアップの探索を外部に委託する主な方法は以下の通りである。

- ・東南アジアのスタートアップに投資するVCのリミテッド・パートナー（LP）になって、VC経由で情報を収集する
- ・調査会社などから情報を収集する
- ・企業とスタートアップとのマッチング・サービスを利用する

東南アジアのスタートアップに投資する主な日系VCは図表11の通りであり、これらのLPには日本企業も数多く含まれている。また、スタートアップ・メディアのイシンは、東南アジアのスタートアップに特化したファンド・オブ・ファンズ、Ishin Global Fundを組成している。同社はこのファンドを梃子に

東南アジアのスタートアップの情報収集や人脈形成を図り、その成果をLPである日本企業に提供している。一方、NTTコミュニケーションズは、東南アジアの有望なスタートアップを選出しピッチコンテストを2018年、2019年に複数回開催している。開催の目的は、同社のブランディング向上、販売促進に加えて、東南アジアのスタートアップと日本企業とのマッチング支援である。ジェトロ（日本貿易振興機構）も最近、日本企業に東南アジアのスタートアップを紹介したり、両者のマッチングの場を提供したりしている。

前述の三井化学は、東南アジアで提携先を探すに当たり、日本企業と海外のスタートアップとのマッチング支援を行うリバネ

図表11 東南アジアのスタートアップに積極的に投資している主な日系ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタル名	親会社	投資ステージ	東南アジアでの拠点
イースト・ベンチャーズ	(独立系)	アーリー	シンガポール、インドネシア
インキュベート・ファンド	(独立系)	シード	シンガポール
グリーン・ベンチャーズ	グリーン	シード、アーリー	シンガポール
グローバル・ブレイン	(独立系)	マルチ	シンガポール
サイバーエージェント・キャピタル	サイバーエージェント	シード、アーリー	ベトナム、インドネシア、タイ
ジェネシア・ベンチャーズ	(独立系)	シード、アーリー	インドネシア、ベトナム
スパイラル・ベンチャーズ	(独立系)	マルチ	シンガポール
リブライト・パートナーズ	(独立系)	アーリー	シンガポール
EV Growth	(独立系)(注2)	シリーズB	シンガポール
GMOベンチャーパートナーズ	GMOインターネット	マルチ	シンガポール
JAFCOアジア	(独立系)	マルチ	シンガポール
KKファンド	(独立系)	シード	シンガポール
SB ISAT	ソフトバンク(注3)	グロース	インドネシア
YJキャピタル	ヤフージャパン	マルチ	—

(注1) 純投資を行っているベンチャーキャピタル。日本人が東南アジアで立ち上げたベンチャーキャピタルも含まれる。

(注2) EV Growthは、イースト・ベンチャーズ、SMDV (Sinar Mas Digital Ventures)、YJキャピタルが共同で設立。

(注3) SB ISATはソフトバンクとIndosat (インドネシア) 等と共同で設立。

(資料) 各社ウェブサイトなどを基に日本総合研究所作成

ス（注37）と契約している。スタートアップは数が多いという点にかなりのバラツキがあり、自社のニーズに合致し、かつ有望なところを探すには相当な時間とコストを必要とする。三井化学はリバネスを通じてそれらを省くことが出来るとのことである。

(4) 東南アジアのスタートアップにとっての連携目的

これまで日本企業と東南アジアのスタートアップの連携について、日本企業の視点からみてきたが、東南アジアのスタートアップの側からみて日本企業との連携にはどのような狙いがあるのか。

スタートアップが企業と連携するのは、主に成長を支援してもらうためである。支援の方法として真っ先に挙げることが出来るのが資金調達である。ところが現在、東南アジアのスタートアップに対しては世界的に注目が集まっており、有望なところは比較的容易に資金調達が可能となっている。このため、スタートアップが日本企業から出資を受け入れる場合であっても、資金以外のメリットにも期待している。前掲図表8でまとめた、日本企業と東南アジアのスタートアップの連携に関するニュースリリースを読んでいくと、以下の3つの目的が浮かび上がる。

第1に、日本企業が保有する技術の獲得である。多くの分野で日本企業の技術水準は国際的にみて依然として高く、東南アジアのス

タートアップはそれを取り込むことで技術的な課題の解消や成長の促進に期待を寄せている。例えば、AeroGeoSurvey（本社インドネシア、UAV（注38）サービスの提供）はテラドローンから出資を受けることで、テラドロンの持つ3次元測量のノウハウやLiDAR（注39）システムなどの最先端技術を自社製品に組み込み、サービスの高度化およびサービス領域の拡大を図ろうとしている（注40）。

第2に、日本企業が保有するネットワークの活用である。日本企業、とくに大企業はアジア地域において長年にわたり事業を展開してきたこともあり、顧客や取引先とのネットワークを確立している。東南アジアのスタートアップはそれを活用することで、販路の確保につなげたいと考えている。Docquity（本社シンガポール、医療従事者専用のSNSプラットフォームの運営）が伊藤忠商事と資本業務提携を行った1つの狙いは、伊藤忠商事がすでに資本業務提携しているOUEリッポーヘルスケア（本社シンガポール）をはじめアジアの病院グループを紹介してもらい、新規会員を獲得することである（注41）。

第3に、日本進出への足掛かりである。日本は人口減少により市場が長期縮小傾向にあるとはいえ、それでも人口は1.3億人とシンガポール（5.7百万人）、マレーシア（3千万人）、タイ（7千万人）の3カ国の合計人口よりも多い。一方、インドネシアは2.7億人と東南アジア最大の人口を抱えていても、名

目GDPでインドネシアは日本の5分の1（日本5兆ドル、インドネシア1兆ドル）、1人当たりGDPは10分の1（日本3.9万ドル、インドネシア3.9千ドル）にすぎない（すべて世界銀行の2018年値）。無論、市場としての魅力は人口と所得水準以外にも様々な要素で決まるものの、分野によっては東南アジアのスタートアップにとって日本市場は魅力的であり、日本進出のチャンスがつかめるのであれば日本企業との連携に積極的になる。

前述のElectrify Asia（本社シンガポール、ブロックチェーン技術を活用した電力取引マーケットプレイスの運営）が東京電力との共同開発に踏み切ったのは、日本市場への進出を狙ってのことである（注42）。AntWorks（本社シンガポール、RPAプラットフォーム開発・提供）も、SBIグループのネットワークを通じて日本を含む内外の金融機関や事業会社向けにAntWorksのサービスを売り込むことを目的に、出資を受け入れるとともに合弁会社を設立した（注43）。Crayon Data（本社シンガポール、ビッグデータ分析）が三井物産からの出資を受け入れるに際しては、三井物産がCrayon Data製品の日本での投入サポートと顧客層の拡大を担うビジネスサービス契約も締結している（注44）。

(注11) Grab、Go-Jek以外の残り3社はUber Technologies（アメリカ）、Didi Chuxing（滴滴出行、中国）、Ani Technologies（Ola、インド）。

(注12) Mistui Chemicals Singapore R&D Centre, Managing Director 上原与志一氏からのヒヤリング（2019年11月8日）による。

(注13) Software as a Serviceの略。利用者がソフトウェアを導入するのではなく、提供者で稼働しているソフトウェアをインターネットなどのネットワーク経由でサービスとして利用すること。利用者は使う期間・量に応じたサービス料を支払えばよく、コスト削減などのメリットがある。

(注14) SBI証券「マネーフワード、通期連結売上高は大幅伸長 SaaS／Fintech企業向け『マネーフワードファンド』設立」(2018年1月15日に実施されたマネーフワード2017年11月期決算説明会の内容の書き起こし) 2018年1月16日、p.45 (https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/dstock/market_report_kessanlogme_1801163994.pdf)

(注15) カカコム「女性向けオンラインファッションブランド『Love, Bonito』に戦略出資 アジアへの事業展開における戦略出資第2弾」(ニュースリリース) 2018年2月1日

(注16) カカコム「カカコム、シンガポールの飲食店向けソリューションサービス『TabSquare』に戦略出資 アジアへの事業展開における戦略出資第3弾」(ニュースリリース) 2018年10月10日

(注17) Connected（コネクテッド）、Autonomous（自動運転）、Shared & Services（シェアリング／サービス）、Electric（電動化）の頭文字をとった用語。

(注18) Mobility as a Serviceの略。MaaSとは、「公共交通か否か、またその運営主体にかかわらず、マイカー以外のすべての交通手段によるモビリティ（移動）を1つのサービスととらえ、シームレスにつなぐ新たな『移動』の概念。」(露木伸宏「MaaS（モビリティ・アズ・ア・サービス）について」国土交通省国土交通政策研究所、『国土交通政策研究所報』第69号、2018年夏季、p.2)

(注19) トヨタ自動車「トヨタ自動車、東南アジア配車サービス大手Grab社とモビリティサービス（MaaS）領域での協業を拡大」(ニュースリリース) 2018年6月13日

(注20) 電力消費者（コンシューマー）が発電設備を保有し自らが電力の生産者（プロデューサー）となる、という意味でプロデューサーとコンシューマーを合わせた造語。

(注21) 2009年に開始された余剰電力買取制度の適用を受けて導入された住宅用太陽光発電設備は、2019年11月以降順次、10年間の買取期間を終えることになる（経済産業省資源エネルギー庁「住宅用太陽光発電設備のFIT買取期間終了に向けた対応」2018年9月12日、p.4）。それに伴い電力会社が一定価格で電力を買い取る義務がなくなるなかで、プロシューマーは余剰電力の販売先を探す必要が生じ、プロシューマーと消費者が電力を取引するP2P取引が注目されるようになっていく。

(注22) 東京電力はElectrify Asiaに対して、ブロックチェーン技術のイノベティブな活用、商品化までのスピード、グローバル・イノベーションにおける市場の先導、などの点で高く評価している。(TEPCO Frontier Partners, “TEPCO announces strategic investment in ELECTRIFY to accelerate P2P energy trading” (news release) November 1, 2018)

- (注23) Omise Holdings 「FintechスタートアップのOmiseが、グローバル・ブレイン、三井不動産などから資金調達を実施」(ニュースリリース) 2018年10月18日
- (注24) Robotic Process Automationの略。コンピューター上で行われる業務プロセスの自動化のこと。
- (注25) GAテクノロジーズ「AIスタートアップのAntWorksに対する出資決定のお知らせ」(ニュースリリース) 2019年3月29日
- (注26) 注25と同じ。
- (注27) 注25と同じ。
- (注28) デイップ「AIを活用した世界初の業務自動化プラットフォーム『ANTstein』を開発・運用 『AntWorks』へ出資」(ニュースリリース) 2019年4月26日
- (注29) ダブルスタンダード「海外AI・RPAスタートアップ企業『AntWorks Pte.Ltd.』へ出資～同社との協業可能性ならびに海外AI知見習得へ～」(ニュースリリース) 2019年5月8日
- (注30) 三菱地所によると、コリビングとは、「入居者同士のコミュニティ形成に重点を置いたシェアハウスの一形態で、(中略) 家具・家電も備え付けられ (中略) フレキシブルなライフスタイルを提供」出来る。(三菱地所「Co-Living 事業に参入、渋谷区・神泉町で第1号物件を開業～東南アジア最大の運営事業者Hmlet社と合弁会社を設立へ～」(ニュースリリース) 2019年10月8日)
- (注31) 注30と同じ。
- (注32) この部分については、Symphony Creative Solutions Managing Director 鶴身明子氏と同社 Corporate Officer 金谷尚輝氏からのヒヤリングなどに基づく。
- (注33) 日本郵船のほか、同社のグループ会社のMTIおよびNYK Business Systemsほか2社、気象情報会社のウェザーニューズ、エンジニアリングコンサルティング業務を手掛ける構造計画研究所の7社。
- (注34) 後述のスタートアップ・コンテストO3 Challenge 2019年でも、15カ国から応募があり、入賞した3つのチームはそれぞれドイツ、シンガポール、インドに本社があるスタートアップであった。(Symphony Creative Solutions, “Announcing Winners of the O3 Challenge 2019”, (news release) July 10, 2019)。
- (注35) JTC Launch Pad@One Northは、シンガポール国営の不動産会社JTCが運営している。6.5haの広大な敷地のなかに複数の棟が点在する。
- (注36) ONEは、川崎汽船、商船三井、日本郵船の3社の定期コンテナ船事業を統合して設立された。
- (注37) 科学技術分野における教育、人材育成、研究、創業に関する企画・研究・コンサルティング業務を手掛ける。本社東京。
- (注38) Unmanned Aerial Vehicle (無人航空機) の略。ドローン (通称) のこと。
- (注39) Light Detection and Ranging, Laser Imaging Detection and Rangingの略。対象物にレーザー光を照射し、レーザー光が反射して返ってくるまでの時間を計測することで、対象物の距離を測定するリモートセンシング技術。
- (注40) テラドローン「インドネシアのUAVサービス企業

AeroGeoSurveyに出資～インドネシアおよび東南アジアでのUAVサービス多角化・事業拡大を加速～」(ニュースリリース) 2019年2月7日

- (注41) 伊藤忠商事「東南アジア最大の医師SNSのDocquity社と資本業務提携」(ニュースリリース) 2019年2月28日
- (注42) Electrify Asiaの最高執行責任者 (COO) Martin Lim氏は東京電力との合意についてインタビューで、「(日本という) 巨大市場に参入するうえで大きな商機を意味します。この市場に参入できることは、負担が大きく、努力が求められ、コストもかかるでしょうから、われわれを支援してくれる存在として東京電力のような大会社を迎えられることは、大変意味のある合意です。」と述べている。(「ブロックチェーンスタートアップのElectrify、東京電力と覚書を締結」The Bridge、2018年4月15日、<https://thebridge.jp/2018/04/exclusive-singapore-startup-using-blockchain-build-p2p-electricity-marketplace-inks-major-mou-20180413>)
- (注43) SBIホールディングス、SBIインベストメント「運営ファンドを通じたシンガポール企業AntWorks社への出資および合弁会社設立に関する覚書締結に関するお知らせ」(ニュースリリース) 2018年7月30日
- (注44) Crayon Data, “Deep bows, firm handshakes: Mitsui & Co., Ltd. invests in award winning big data start-up, Crayon Data”, (news release) February 24, 2016

4. 成長支援策としての東証マザーズ上場誘致 (注45)

(1) 連携による東南アジアでの存在感向上

日本と東南アジアはこれまで緊密な経済関係を構築してきた。東南アジアにおける日本への信頼感もほかの国に抜きんでて高い(注46)。しかしながら、日本が長期にわたり経済停滞を続けていることに加えて、GoogleやFacebook、Uberのような世界的な新興企業を生み出せないなかで、東南アジアにおける日本の相対的な存在感は低下しつつある。代わって台頭しているのが中国である。東南アジアにとっていまや中国は輸入、輸出の両面

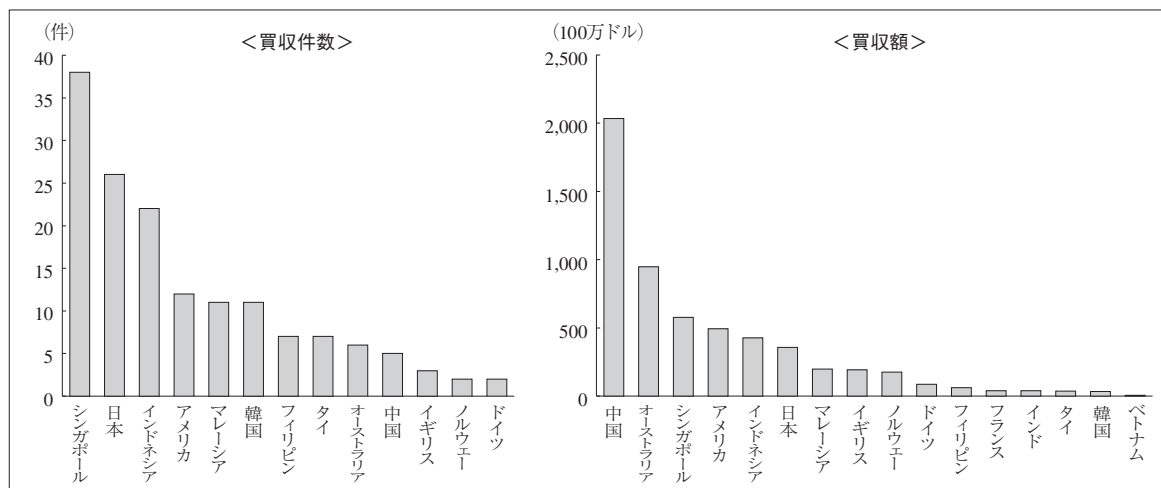
で最大の相手国であり、中国からの直接投資も年々、増加傾向にある。そのなかにはスタートアップへの出資や買収も含まれる。東南アジアのスタートアップを買収している企業について発祥国（country of origin）別にみると、件数ベースでは中国は日本を大幅に下回るものの、金額ベースでは中国が抜きんでてトップであり（2013～2018年計、図表12）、中国企業が大型買収案件に積極的にかかわっている姿が浮かび上がる。

東南アジアにおける日本の存在感の低下に歯止めをかけ得る1つの方策が、日本企業と東南アジアのスタートアップとの連携である。日本企業が東南アジアのスタートアップと連携する目的の1つは前述の通り、「東南

アジア市場の新規開拓・事業強化」であり、これが実現出来れば、日本企業の競争力の向上、ひいては存在感の向上につながる。それに加えて、東南アジアのスタートアップとの連携の副次効果として、主に以下の3つのルートを通じて日本企業の東南アジア事業が強化され、競争力が高まることが期待される。

第1に、東南アジアの課題とビジネスチャンスに気づくことが出来る。シンガポール以外ではスタートアップは課題解決型が多い。現地の人や企業が何に困っているかについては、外国人、ましてや日本のような先進国の出身者にはみえづらい。スタートアップと交流し、彼らが解決したい課題を知ることは、その国・地域の課題の存在を知ることにつな

図表12 東南アジアのスタートアップの買収企業：発祥国別（2013～2018年計）



(資料) Cento, "Southeast Asia Tech Investment in 2018", 2018

がる。課題がわかれば解決策も講じやすく、それに取り組むことで現地事業の強化に役立てることが出来る。

第2に、東南アジアの変化の波に乗ることが出来る。東南アジアは現在、デジタル化に伴う大きな変化のただ中にある。デジタル化は何も東南アジアに限った現象ではない。しかし、先進国では段階を踏んでデジタル化が進んでいるのに対して、東南アジアのような新興国ではデジタル化は一挙に進展する傾向にあり、その分、変化の幅も大きくなる。それまで現金の授受が一般的であったのが、銀行振り込み、パソコンでのインターネット振り込みの段階を飛ばして、いきなりスマートフォンのアプリでの振り込みが行われるようになったのがその端的な例であろう。デジタル化はあらゆる領域で進み、顧客の行動や思考にも影響を与え、従来手法は通用しなくなる一方で、新しいビジネスチャンスを生み出す。そうした変化の最前線にいるのがスタートアップであり、連携を通じて日本企業も最前線に立つことが可能となる。

第3に、東南アジア企業の成長に寄り添うことが出来る。スタートアップは千三（センミツ）といわれる通り成功確率が極めて低いうえ、どのスタートアップが大きく成長するかは事前に予想し難い。それでも、日本企業が多くスタートアップに対して早い段階から技術の提供、自社ネットワークの開放、日本進出の手助けなどの支援を行っていく

と、そのなかから順調に成長するところも出現するであろう。そうしたスタートアップとは連携の拡大・深化が期待出来、最終的には買収という選択肢も展望出来る。また、自社ネットワークを通じてスタートアップをほかの日本企業とつなげば、日本企業とスタートアップの連携の輪は広がり、スタートアップの成長の恩恵を受ける日本企業も増えることになる。

もっとも、東南アジアのスタートアップには世界中が注目しており、有望なスタートアップであれば引く手あまたな状況にある。シリコンバレーでは、企業とスタートアップとの連携において主導権はスタートアップ側にあり、企業がスタートアップを選ぶのではなく、スタートアップが企業を選ぶといわれている。東南アジアでもそのような状況になりつつあり、日本企業が連携先としてスタートアップから選ばれるためには、スタートアップの成長をいかに支援出来るか、その手腕が問われることになる。

(2) 東証マザーズ上場という選択肢

日本企業は東南アジアのスタートアップに対しては、成長ステージに応じて様々に支援しつつ、連携を深めることが可能である。支援方法の1つとして、東証マザーズへの上場誘致を提案したい。

日本の新興企業向け株式市場としては、以下の5市場がある（カッコ内の上場企業数は

2019年末における最新公表値)。

- ①東京証券取引所マザーズ（上場企業数 316社）
- ②同JASDAQグロース（上場企業数 37社）
（注47）
- ③札幌証券取引所のアンビシャス（上場企業数 9社）
- ④名古屋証券取引所のセントレックス（上場企業数 15社）
- ⑤福岡証券取引所のQ-Board（上場企業数 16社）

このように、5市場のなかで東証マザーズ以外は規模が極めて小さい。また、アンビシャスは北海道、Q-Boardは九州に関連する企業に上場対象が限定される（注48）。このため、東南アジアのスタートアップを日本の新興企業向け株式市場に誘致することを考える際には、東証マザーズへの誘致が妥当と判断される。なお、現在、検討中の東証再編において、マザーズとJASDAQグロースは、新設される「グロース市場」に移行することが有力である。

東南アジアでスタートアップの立ち上げが本格化したのは2010年代入り後である。この点を踏まえると、VCなど外部から投資資金を受け入れたスタートアップであれば、今後、エグジットを考え始めるところが増える予想される。東南アジアのVC、Golden Gate Venturesとフランスのビジネス・スクール、INSEADの共同レポートによると、この地域

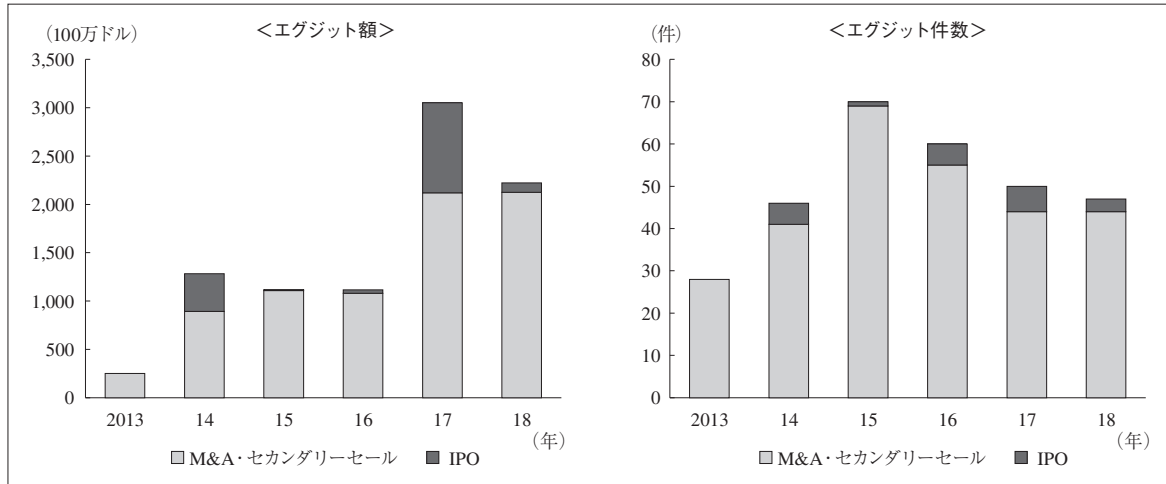
でのエグジット数は2015～2019年に672社であったのが、2020～2025年には1,100社超へ大幅に増加することが予想されている（注49）。

エグジットの主な方法としてはIPOとM&Aがある。東南アジアのスタートアップの特徴の1つとして、エグジットがM&A中心となっている点が挙げられる。2018年をみても、金額ベース、件数ベースのどちらにおいてもIPOはM&Aの1割以下であった（図表13）。このようなM&Aの偏重傾向は、東南アジアの株式市場が総じて未発達のために生じている。最も発達したシンガポール証券取引所ですら、上場企業の時価総額は6,870億ドルと東京証券取引所（5.3兆ドル）の1割強、売買代金は2,224億ドルと東証（6.3兆ドル）の1割未満にとどまる（すべて2018年末、図表14、図表15）。現在、インドネシア証券取引所がスタートアップの上場誘致に力を入れているものの、市場整備にはなお時間を要すると予想される。

こうした事情を背景に、東南アジアのスタートアップがIPOを行いたい場合、ユニコーンもしくはそれに準じる規模があればNasdaqなどアメリカで上場出来るが、それよりも規模が小さいと、後述の通りアメリカでの上場の敷居は極めて高く、したがって上場先の選択肢が限られるのが実情である。

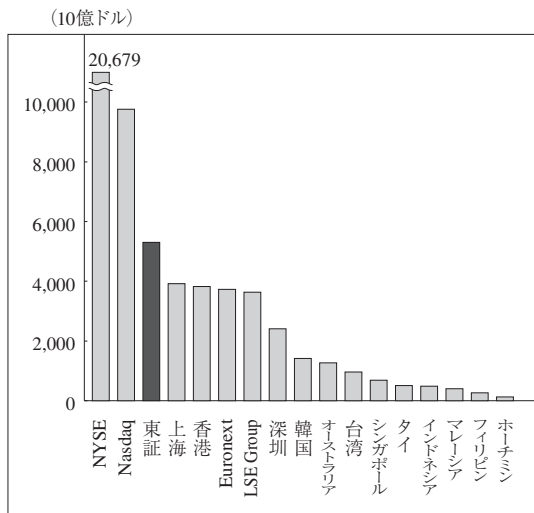
スタートアップのエグジットとして、M&AとIPOの両方の選択肢があることが望ま

図表13 東南アジアの技術系スタートアップのエグジット状況



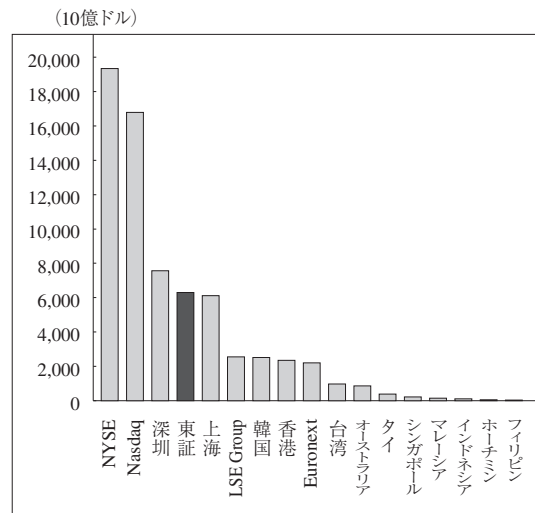
(注) セカンダリーセール：ほかの株主への株式売却（転売）。
 (資料) Cento, "Southeast Asia Tech Investment in 2018", 2018

図表14 世界の主要取引所における上場会社の時価総額（2018年末）



(資料) World Federation of Exchanges

図表15 世界の主要取引所における株式売買代金（2018年末）



(資料) World Federation of Exchanges

しいといわれている。それぞれにメリットとデメリットがあり、状況に応じてどちらか選べるのが重要になるためである。ところが東南アジアでは、IPOを行いたいスタートアップ経営者であっても、それが難しいためにM&Aを選ばざるを得ない。IPOの過去の事例に限られることから、IPOを行おうという発想が最初から頭のない経営者もいる。こうしたなか、東証マザーズへの上場の道を提示することは、東南アジアのスタートアップにIPOの選択肢の可能性を広げ、東南アジアのスタートアップ・エコシステムの拡充にもつながる。一方、外部資金受け入れの有無にかかわらず、順調に成長を続けてきたスタートアップが、次の成長ステージへの移行を模索する場合も、IPOという選択肢があるほうが都合がよい。

こうしたスタートアップに対して、日本企業は東証マザーズへの上場の道を提示してはどうか。それによって上場企業に脱皮したスタートアップとは、日本企業も一段の連携強化が期待出来る。

(3) 東証マザーズの強み

東南アジアのスタートアップの上場先としてなぜ東証マザーズがよいのか。

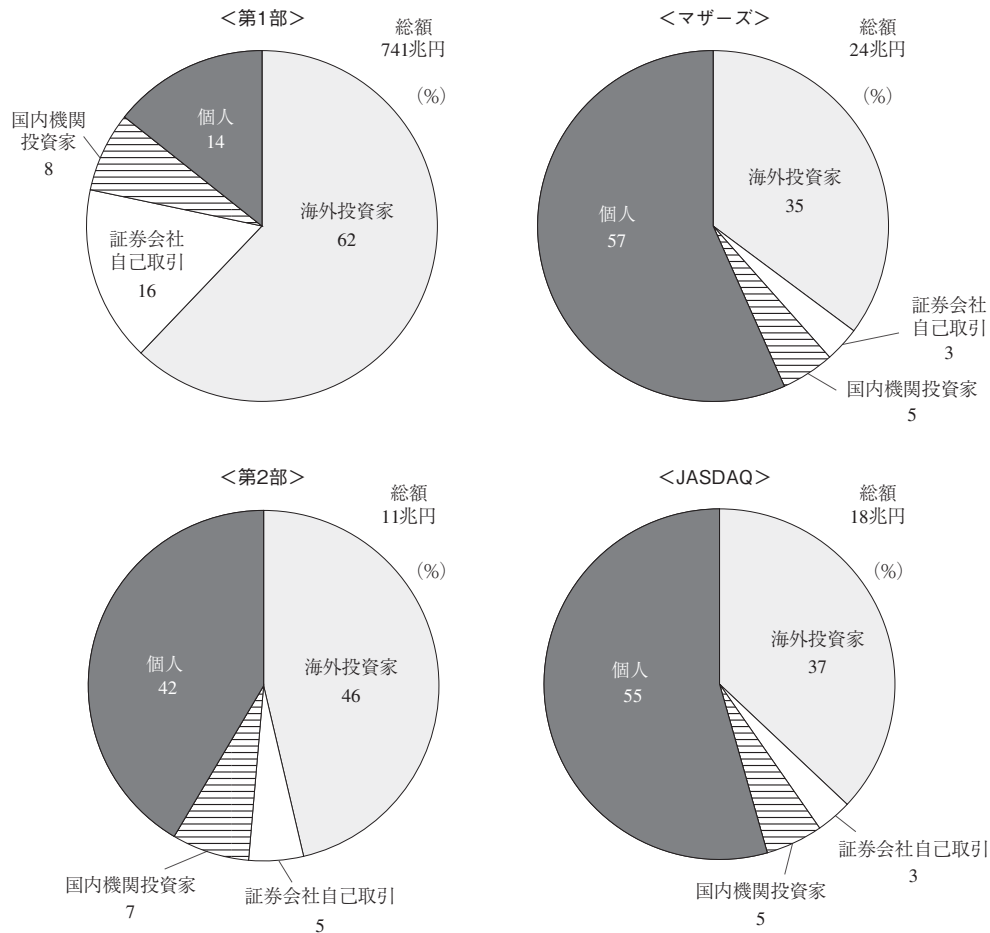
日本企業や日本市場とかわりを持ちたい、あるいはかわりを強化したいスタートアップであれば、東証マザーズへの上場は日本での社会的信用の確保に資するという点

で大きな魅力となろう。日本企業は取引実績重視型が多く、新規取引を獲得するのは総じて難しい。ましてや海外の、しかも新興の企業であればなおさらである。その点、東証マザーズに上場していれば社会的信用が大幅に高まり、取引先や顧客の開拓において格段と有利になる。

それに加えて、東証マザーズはNasdaqに比べて上場の敷居が低い。Nasdaqへの上場は、前述の通りユニコーンもしくはそれに準じる規模でなければ難しい。まず、上場には膨大な費用を要する。例えば、訴訟社会のアメリカでは、訴訟リスクに備えて上場申請に弁護士を深く関与させる必要があり、その費用が高額となる。その一方で、Nasdaqの投資家は洗練された機関投資家が中心を占め、生半可なことでは彼らに評価されない。つまり、投資家が上場前から魅力を感じるような、よほど画期的な技術・ビジネスモデルを保有するのでない限り、中小規模のスタートアップにとってNasdaq上場はコストに見合わない。

それに対して東証マザーズは、成長企業が育つ場を提供しようとの考えから設立された経緯もあり、小規模でも上場が可能である。また、東証マザーズの投資家の57%は個人であり、東証第1部の14%や第2部の42%を大幅に上回る（2018年の売買代金シェア、図表16）。個人投資家の間では、東証マザーズの上場株式は高い成長性を有するとのイメージが確立されており、また、財務データ

図表16 東京証券取引所の各市場における投資部門別株式売買代金シェア（2018年）



(資料) 東京証券取引所

以外の部分も投資判断に加えるため、説得力のある成長ストーリーが提示されれば、積極的に投資する傾向があるといわれている。

(4) 上場方法

外国企業がマザーズを含め東証に上場する

方法としては、①日本籍の会社に転換して上場する「日本籍会社化」、②外国株のまま上場する「外国株直接上場」、③JDRを用いて上場する「外国株JDR上場」、の3通りがある（注50）。それぞれには下記の通り、メリットとデメリットがあるため、外国企業が何を

達成したいのか、あるいはどのような状況に置かれているのか、などによって、自社に適した上場方法が決まってくる。

① 「日本籍会社化」

この方法を選ぶと、当該企業は外国企業ではなく日本企業となるため、日本企業と同じ上場基準で上場し、発行する株式は日本株と同じに扱われ、ガバナンス面でも日本企業と同じ対応が必要となる。一方で、日本企業になることへの心理的な抵抗が予想されるほか、例えばシンガポール籍のスタートアップが日本籍に転換すると、法人税率が高くなる、これまで享受してきた各種優遇措置を受けられなくなる、などの可能性がある。

② 「外国株直接上場」

外国企業が原株式を直接上場することであり、外国株JDR上場の制度が導入されるまで、外国企業のまま東証に上場するためにこの方法が採られていた（注51）。デメリットとしては、投資家の取引に様々な制約が課される点である。なかでも、投資家が国内株式を取引するための証券取引口座とは別に、外国証券取引口座を証券会社で開設する必要があることが、投資家の負担を高める。また、外国株であるため当然ながら日本の機関投資家の日本株ポートフォリオに含まれず、この面から流動性が抑制される。

③ 「外国株JDR上場」

これは、2007年に可能となった比較的新しい上場方法である。一般になじみが薄いため、〈参考〉で解説を試みた。外国企業がこの方法を選ぶ最大のメリットは、日本籍に転換しなくても、「日本企業と同じ土俵で投資家にアプローチできること」（三菱UFJ信託銀行[2019]、p.23）である。具体的には、日本の主要な証券会社で取り扱いが可能、外国証券取引口座の開設が不要、信用取引が主要な証券会社で可能、NISA・ジュニアNISAの利用が主要な証券会社で可能、などにより、アクセス出来る投資家が日本株の場合とほぼ同じとなる。その一方で、外国株直接上場と同様に、日本の機関投資家の日本株ポートフォリオに含まれないことに加えて、機関投資家にとってなじみが薄く、手を出しにくい点も否定出来ない。

<参考>外国株JDR上場（注52）

JDR（Japanese Depositary Receipt、日本型預託証券）とは、外国の有価証券を日本法上の有価証券として日本市場で流通させる仕組みである。信託制度の一種である受益証券発行信託制度を用いている。受益証券発行信託は、2007年に施行された改正信託法によって創設された。星 [2013] はその意義を、「そのままでは流通し難い財産を信託することにより、その受益権を日本の法令に沿って有価証券化し日本国内での流通性を高め」ることが出来る、と述べている。

外国株JDRとは、外国株信託受益証券、すなわち、外国企業が発行する株式を信託財産として日本国内で発行される受益証券発行信託の受益証券であり、国内の証券取引所に上場される。

外国株JDRの発行プロセスは下記の通りである（注53）。

- ①外国企業である発行会社、日本の引受証券会社、日本の信託銀行がJDR契約を締結する。
- ②発行会社は証券会社に対して株式を発行する（売り出しも可）。
- ③証券会社は、取得した株式（カストディアン保管）を信託銀行に信託設定する。
- ④信託銀行は証券会社に対しJDRを発行する（証券保管振替機構で振替決済）。
- ⑤証券会社はJDRのIPOを行い、投資家はその代金を払い込む。
- ⑥JDRが東証に上場された後、投資家は東証でJDRを売買する。

なお、JDRはアメリカのADR（American Depositary Receipt、アメリカ預託証券）を参考にした仕組みである。ニューヨーク証券取引所やNasdaqに上場する日本企業を含む外国企業の多くは、ADRを用いて上場している。

(5) 問題点とメリット

東南アジアのスタートアップによる東証マザーズ上場に問題がないわけではない。主な問題点として以下の4点を指摘出来る。

第1に、スタートアップにとって東証マザーズ上場には実務上のハードルが高く、その分、コストを要する。最も大きいのは日本

語の壁である。これは東南アジアのスタートアップに限らず外国企業全般にとっての阻害要因となっている。上場後の情報開示書類をはじめ様々な書類について、原則として日本語での提出が求められている。一部の書類については英語が認められているものの、東証マザーズの投資家に個人が多い点を踏まえると、日本語で用意せざるを得ない。将来的に

は自動翻訳技術の向上によりこの問題の大部分は解消される公算が大きいとはいえ、現状では翻訳コストが外国企業に重くのしかかる。経営資源が限られるスタートアップにとってはなおさら負担が重い。

日本語の問題以外でハードルとしてしばしば指摘されているのは主に以下の点である。

- ・日本の会計基準を採用する場合以外は、適用される会計基準は金融庁が認めたものでなければならない（注54）
- ・原則として日本版内部統制報告制度に対応する必要がある
- ・日本法と母国法（シンガポールであればシンガポール法）の弁護士の両方の関与が必須

第2に、1点目のハードルもあり、証券会社が十分対応出来ない可能性がある。企業の上場には主幹事証券会社が上場準備全体に深くかかわることになる。外国企業の上場、ましてやそれが単独上場の場合、国内企業の上場に比べて大幅に手間がかかることになる。このため証券会社としても、一定規模以上の上場案件でなければコストに見合わず、引き受けるのが難しい。

第3に、受け入れる日本側にとっての、外国企業ゆえのリスクがある。日本の個人投資家に東南アジアの企業を適切に評価出来るのかという疑問がある。また、例えば上場した企業が日本企業であれば、問題を起こした場合に当該企業と比較的容易に接触出来る。と

ころが、外国企業の場合、本国のトップと連絡がとれない、十分な情報開示がなされない、といった事態が生じる可能性を否定出来ず、その結果、投資家が不利益を被ることになる。

第4に、東証マザーズ自体が問題を抱えている。東証マザーズには規模の小さな企業であっても上場出来、それがメリットになる面もある一方で、規模の小ささゆえに機関投資家が投資しづらい、ボラティリティが高い、などのデメリットも惹起している。また、成長の場を提供するという東証マザーズ設立の趣旨にもかかわらず、上場後の成長がはかばかしくない企業も少なからず存在する。なお、この点に関してはアメリカでも最近、問題となっている。

それでも、東南アジアのスタートアップを東証マザーズに誘致する道を検討すべきであるのは、それが日本企業との連携を側面支援するにとどまらない発展性を有するためである。こうした動きを大きな流れ、すなわち、東南アジアのスタートアップが上場したい場合に東証マザーズに向かうという流れ、として定着させることが出来れば、東南アジア、日本の双方にとってメリットをもたらすとともに、東南アジアと日本の紐帯強化につながる事が展望出来る。

東南アジア側からみれば、日本の豊富な資金で東南アジア企業の成長が支援されることになる。また、これまで日本とは縁のなかったスタートアップが、資金調達に有利との理

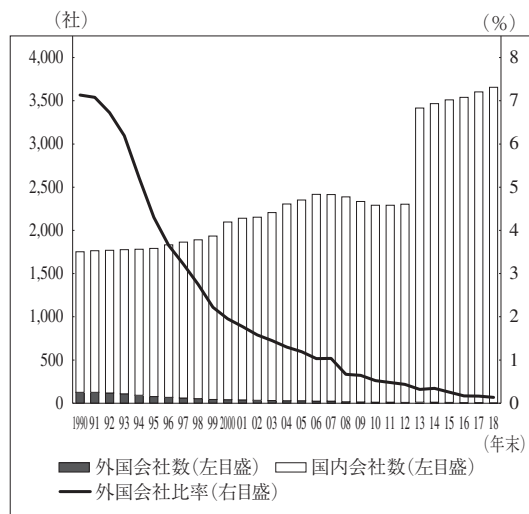
由で東証マザーズ上場を選んだとしても、それが契機となって日本企業や日本市場とかわりはじめ、それを成長の機会につなげることが出来る。

一方、日本側からみれば、日本の投資家が自国の株式市場で、高成長が期待出来る東南アジアの新興企業の株式に比較的容易に投資する機会を与えられることになる。東証マザーズでは個人投資家が多い点を踏まえると、1,860兆円に上る潤沢な個人金融資産(2019年6月末)の有効な活用方法になるという見方も出来る。

さらに、東南アジアのスタートアップの東証マザーズ上場が増えると、東証の活性化に寄与する。東証に上場する外国企業の本数は1991年末に125社に上った(注55)ものの、その後のバブル崩壊と日本経済の長期低迷、国際金融市場としての地位低下などを背景に減少傾向を続け、2018年末には5社にまで落ち込んだ(図表17)(注56)。これは全上場企業数の0.1%にすぎず、シンガポール証券市場の35.0%はもとより、ニューヨーク証券取引所の22.3%やNasdaqの14.3%、ロンドン証券取引所の16.9%を大幅に下回る(World Federation of Exchanges公表)。外国企業の上場が増えると上場銘柄が多様化し市場の厚みが増すうえ、成長可能性の高い東南アジアの新興企業の上場であれば活発な取引が期待出来る。

また、東南アジアのスタートアップの上場

図表17 東京証券取引所における上場外国会社数



(注) 2013年には、大阪証券取引所との現物市場の統合に伴い上場会社が1,100社増加。
(資料) 東京証券取引所

は機関投資家を呼び込む契機になり得る。前述の通り、東証マザーズに上場する企業は小規模なところが多く、それが機関投資家による投資を難しくする要因の1つとなっている。ところが、東証マザーズに上場する東南アジアのスタートアップとしては、一定規模以上のところが想定される。前述の上場コストを踏まえると、小規模であればコストに見合わないためである。そうなると、機関投資家でも投資可能となり、しかも高成長が期待される東南アジアの企業であれば、投資意欲が高まることが期待出来る。

東南アジアのスタートアップの上場誘致は、インドのスタートアップの上場誘致にも

及ぶことになる。前述の通り、インドのスタートアップのなかにはシンガポールに本社を置くところが少なからず存在するためである。ハイテク人材が豊富であること、人口が2024年には中国を抜いて世界一になると予想されること（注57）などを背景に、インドのスタートアップは東南アジア以上に有望視されており、そこにアプローチ出来ることのメリットは大きい。

(6) 上場誘致に向けた取り組み

東南アジアのスタートアップが東証マザーズに上場する問題点については、前述の通り、①スタートアップにとっての実務上のハードル、②証券会社の対応の問題、③受け入れる日本側にとっての、外国企業ゆえのリスク、④東証マザーズ自体の問題、の4点を指摘した。またそもそも、東証に上場する外国企業が極端に少ないもとで、東証が外国企業を受け入れていることが広く知られておらず、東南アジアのスタートアップはもとより外国企業全般にとって、東証マザーズは上場先の候補として視界に入っているとは言い難い。

ところが、ここにきて東南アジアのスタートアップを含め、外国企業の東証マザーズ上場誘致に向けた取り組みが進められている。以下で3つの例を紹介する。

第1に、東証が誘致を積極化させている。東証が大阪取引所とともに2015年にシンガポールに支店を開設した目的の1つは、ス

タートアップを含む外国企業の上場誘致である。主なターゲットとしているのは、日本と何らかのかかわりのある企業、具体的には、①日本人が経営陣に名を連ねる企業、②日本と業務上何らかのつながりのある企業、③日系VCの投資先企業、の3つである。東証によるスタートアップへの働きかけとして、東南アジア各地で開催されるスタートアップ・イベントでの登壇、スタートアップや投資家向けセミナーの開催、スタートアップへの個別訪問などを行っている。そうした活動を通じて東証マザーズの認知度を向上させるとともに、上場への関心を高めようとしている。なお、東証マザーズでは個人投資家の割合が高く、投資家保護が他市場にも増して重要なもとで、上場基準を緩和する意向はない。

第2に、シンガポールに本社のある日本発のVCであるスパイラルベンチャーズ（2013年設立、代表は堀口雄二氏）が2018年12月、東南アジアのスタートアップの東証マザーズ上場を支援するサービスに乗り出した。東証マザーズへの上場を希望するスタートアップに対して上場申請の実務を請け負うことで、スタートアップの負担を引き下げる（注58）。上場支援をVCが行うメリットとしては、①自社の投資先であればスクリーニング済み、②投資先以外であっても、これまでのVC投資で培った目利き力でスクリーニングをかける、などにより、上場後に問題を起こすような不芳なスタートアップがある程度排除され

る点が挙げられる。

第3に、三菱UFJ信託銀行は、東南アジアにとどまらず広く外国企業の上場誘致に新たなビジネスチャンスを見出し、積極的に取り組んでいる。多くの外国企業にとって東証上場が選択肢となっていないなか、まずは東証の認知度を高める活動を行っている。また、外国株JDR上場の場合は、JDRの受託者としてJDRの発行および管理を担うことになる。外国株ADR上場、日本籍会社化のどちらにおいても、上場前および上場後の支援を行っている。

東南アジアのスタートアップの東証マザーズ上場を大きな流れにするために何が必要か。日本とまったく縁のないスタートアップを招くのはハードルが高い点を踏まえると、東証が行っているように、まずは日本と何らかの縁のあるスタートアップに働きかけるのが妥当といえる。また、会社法や会計基準が整備されたシンガポールのスタートアップをターゲットとするのが現実的である。上場の成功事例を重ねることが出来れば、スタートアップの間で東証マザーズという選択肢の認知度が高まるとともに、証券会社をはじめ日本側の関係者の間で上場ノウハウが蓄積され、支援コストも下がるのが期待出来る。そうして手応えを感じた後に、日本と無縁のスタートアップや、シンガポール以外を本社とするスタートアップへも働きかけていけばよい。

外国企業ゆえの受け入れリスクに関しては、上場した東南アジアの企業が日本に日本人の担当者を常駐させ、連絡窓口になるとともに、投資家に対してきめ細かく情報発信していくことで、ある程度は乗り越えられる。逆にいえば、そうした体制が東南アジア企業側に求められる。一方、東証マザーズの抱える問題に関し、外国企業を呼び込む前にそれらを解消するのが先ではないかとの議論もある。しかし、東証マザーズ改革に取り組んでいる間にシンガポールやインドネシアの証券市場の整備が進む可能性も排除出来ず、そうなる誘致は難しくなるであろう。東証マザーズの改革を進めつつ、同時並行的に誘致を行っていくことが必要と判断される。

確かに、東南アジアのスタートアップの東証マザーズ上場に高いハードルが存在するのは事実である。しかし、それを理由に誘致を諦めるのではなく、問題解消に向けて関係者が知恵を出し合うことが重要である。

IPOはM&Aに比べて時間を要し手続き上の負担も重い点を踏まえると、東南アジアでスタートアップのエグジットとしてM&Aのほうが多い状況は今後も続くことが予想される。それでも、従来はIPOを行いたくても行えなかったスタートアップが東証マザーズに向かう、というのが目指すべき姿であろう。理想は、Nasdaq上場を志向するようなユニコーン級のスタートアップにも来てもらうことである。

- (注45) この章の執筆に当たり、東京証券取引所上場推進部企業誘致担当統括課長 永田秀俊氏、三菱UFJ信託銀行フロンティア戦略企画部エグゼクティブアドバイザー 星治氏、スパイラルベンチャーズ代表取締役社長兼ファウンダー 堀口雄二氏、同プリンシパル 後藤千春氏から貴重な情報や示唆を頂戴した。
- (注46) ASEAN Studies Centreが東南アジア10カ国を対象に実施した調査によると、世界の主要国のなかで信頼出来る国として、日本が65.9%と、第2位のEUの41.3%に大差をつけて第1位であった（ASEAN Studies Centre at ISEAS-Yusof Ishak Institute, “The State of Southeast Asia: 2019 Survey Report”, January 29, 2019）。
- (注47) JASDAQにはグロース市場のほかにスタンダード市場（上場企業数 670社）があるが、こちらは一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とする。
- (注48) 具体的には、アンビシャスは「北海道と何らかのつながりを有している企業」（札幌証券取引所ウェブサイト、<https://www.sse.or.jp/ambitious/>）、Q-Boardは「九州周辺（九州・沖縄・中国・四国）に本店を有する企業または九州周辺における事業実績・事業計画を有する企業」（福岡証券取引所「Q-Board Guidebook（2016年3月版）、p.12）が上場対象企業として定められている。
- (注49) Golden Gate Ventures, INSEAD, “Southeast Asia Exit Landscape”, September 2019
- (注50) 外国企業が日本子会社を上場させる方法も含めれば4通りとなる。
- (注51) 例外として、韓国のポスコが2005年にADR（アメリカ預託証券）の形態で東証1部に上場した（2015年に上場廃止）。
- (注52) この部分は東京証券取引所 [2019]、三菱UFJ信託銀行 [2019]、三菱UFJ信託銀行フロンティア戦略企画部エグゼクティブアドバイザー 星治氏からのヒヤリングに基づく。
- (注53) 三菱UFJ信託銀行 [2019]、p.17、日本取引所 [2019]、p.68。
- (注54) 金融庁からの承認を得ることが出来れば、日本の会計基準、アメリカの会計基準、国際会計基準、自国の会計基準のいずれかでよい。
- (注55) ピークは1991年中に記録した127社だが、2社が上場を廃止し、年末には125社になった。
- (注56) 東証に上場する外国企業数が減少したそのほかの要因としては、株式売買のグローバル化により複数の株式市場に上場するメリットが低下し、その分、上場コストの負担感が高まった点も指摘出来る。
- (注57) 国連の中位推計によると、2024年にはインドの人口は14億3,800万人と、中国の14億3,600万人を上回る（United Nations [2017] “World Population Prospects: The 2017 Revision”, June 2017）。
- (注58) 具体的には、上場書類の日本語フォーマットでの作成、日本版内部統制報告制度への対応などを行う。同社はこのサービスを提供するに当たり、デロイトトーマツ出身でIPOの実務経験が豊富な後藤千春氏を採用し、プ

ロジェクト責任者に据えた。同社は現在、このサービスで複数の上場支援案件を抱えている。当初は同社の投資先を対象としていたが、その後、先方からの依頼を受けて投資先以外にも対象を拡大しており、それらのなかから2020年中に上場1号案件を誕生させることを目指している。上場方式としては、案件に応じて外国株JDRおよび日本籍会社化の2通りが採られている。

おわりに

日本企業による海外のスタートアップとの連携は、これまで主にアメリカ（シリコンバレー）や中国（上海、北京、深圳）で行われていた。ところが、連携の地としてここにきて東南アジアも新たに加わるようになっていく。東南アジア市場の新規開拓や事業の強化、もしくは最新技術の獲得や新しいトレンドへの対応のためであり、その背景には東南アジアでのスタートアップの活発な立ち上げと進化がある。

一般にスタートアップが企業と連携するのは、成長を支援してもらうためである。日本企業も東南アジアのスタートアップに対しては、成長ステージに応じて様々な支援可能である。最終的にはスタートアップを買収することも考えられるが、IPOを望むスタートアップであれば東証マザーズへの上場の道を提示するのも有効である。それにより上場企業となったスタートアップは日本とつながることになる。これを、東南アジアのスタートアップが上場する際には東証マザーズに向かうという流れに発展させることが出来れば、日本と東南アジアの紐帯も強化されよう。

東南アジアのスタートアップの東証マザーズ上場には追い風があるとはいえ、依然として様々な問題があるのも事実である。しかし、中長期的にみて日本の国益に資するものであり、問題解消に取り組みながら誘致を行っていくに値する十二分な成果を期待出来ると判断される。

参考文献

(日本語)

1. 北野陽平 [2015] 「発展するシンガポールと香港の新興市場の比較」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号
2. 東京証券取引所 [2019] 「新規上場ガイドブック（外国会社編）」2019年10月
3. 星治 [2013] 「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」資本市場研究会『月刊資本市場』2013年10月 (No.338)
4. ——— [2019] 「上場信託、JDRの展開～市場に定着した受益証券発行信託～」信託協会『信託』280号、2019-IV、2019年11月
5. 三菱UFJ信託銀行「JDRのご紹介」[2019] 2019年3月

(英語)

6. Cento [2018] “Southeast Asia Tech Investment in 2018”
7. e27 [2018] “Southeast Asia Startup Ecosystem Report 2018”
8. Golden Gate Ventures [2019] “Southeast Asia Exit Landscape: A New Frontier”
9. Google, TEMASEK, Bain & Company [2019] “e-Conomy SEA 2019”
10. Monk Hill Ventures, Slush Singapore [2018] “The State of Southeast Asia Tech”
11. Preqin, Vertex [2018] “Asia’s Venture Capital Eclipse: A Preqin and Vertex Ventures Study”
12. Varma, Suvir and Alex Boulton [2018] “Investing in Southeast Asia: What’s Behind the Boom” Bain & Company

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。