

スタートアップの海外展開を支えるファイナンス

株式会社 野村総合研究所
金融コンサルティング部
コンサルタント 大畑 毅志



1 はじめに

スタートアップの海外展開の必要性がうたわれている。岸田政権下で2022年11月に発表された「スタートアップ育成5か年計画」^{※1}の中でも「スタートアップ・エコシステムの創出にあたっては、ガラパゴス的思考に陥ることなく、グローバル市場に果敢に挑戦するスタートアップを生み出していくという視点を持つこととする」という項目が基本的考え方の一つとして記載されている。そして、経済産業省や日本貿易振興機構（JETRO）をはじめとする中央省庁や東京都などの地方自治体も、スタートアップの海外展開を後押しする支援策を次々と打ち出している。日本の稼ぐ力が弱いとされる中において、海外市場でも収益をあげられるような日本発の新興企業が増加することが、日本経済の復調に資することは論をまたないだろう。

しかし、政府や行政機関の思惑とは裏腹に、経営資源が少なく、国内事業さえも必ずしも軌道に乗っているわけではないスタートアップは数多くの経営課題を抱えており、その中で海外展開は必ずしも最重要事項ではないという認識を筆者も持っている。その一方で、海外展開に対する熱い思いを持っているスタートアップ経営者がいることや、海外市場に目を向けることで大きなポテンシャルをものにできる可能性のあるスタートアップが存在するとも感じている。このような問題意識から、本稿では、大企業であっても時には失敗を繰り返してきた海外展開

にスタートアップが取り組む際に直面する、スタートアップならではの課題や解決策を概観（図表1）した上で、特に海外展開を支えるファイナンス面の課題・解決策に絞ってポイントを紹介したい。

まず事業面では、現地の業界構造や市場を理解することや、現地で事業パートナーや支援機関を見つけ確保すること、法律や規制といったリスクを明確化し備えることが求められる。これらの課題は、成長ステージや業種などに限らず多くのスタートアップに共通するものである。ただし、スタートアップといえどもシード・アーリー^{※2}ステージでは必ずしも収益化には至っておらず、ミドル・レイターステージ^{※3}や上場後は収益化に成功するなど一定程度事業活動の基盤が確立されているため、直面する課題の性質が異なってくると考えられる。シード・アーリーステージでは、海外展開に割けるリソースが限定的であるため、海外展開時も事業実態や会社規模に応じた適切なサイズで事業を進めていくこと

※1 https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/suikusei_dai3/siryou1.pdf

※2 スタートアップの成長ステージ。最初がシードステージであり、企業設立前後の段階を指し、アーリーステージはシードの次のステージであり、起業直後の段階を指す

※3 スタートアップの成長ステージ。ミドルステージはアーリーステージの次、レイターステージはミドルステージの次を指す

図表 1 スタートアップ海外展開の重要課題

	共通	シード・アーリー	ミドル・レイター・上場後	
事業	<ul style="list-style-type: none"> 経済・社会状況が異なる現地業界・市場理解 現地におけるパートナー・支援機関の確保 現地の法律・規制等のリスク明確化 	<ul style="list-style-type: none"> 市場への露出機会の追求によるPMFの早期発見 選択と集中の徹底による適切なサイズの事業活動設計 	<ul style="list-style-type: none"> 既存商品・サービスのカスタマイズ・ローカライズ 営業強化やパートナー活用による安定販路・製造体制確保 特許や契約等による情報・技術・ノウハウ流出防止 	
本稿で取り扱うトピック				
ファイナンス	投資家のターゲティング	エクイティストーリーの構築とIR	海外調達の検討	
人材	経営管理体制の構築	グローバルマインドを持った人材の確保・派遣	現地人材の採用・確保	
課題	概要			
事業	経済・社会状況が異なる現地業界・市場理解	● 展開検討先の国・地域におけるマクロ環境や現地の業界構造・競争環境や、日本における常識にとらわれないニーズ分析を行い、自社事業にフィードバックする		
	現地におけるパートナー・支援機関の確保	● 戦略立案や各種調査時に支援してもらえる事業パートナーや支援機関を探索する		
	現地の法律・規制等のリスク明確化	● 業態・事業面に関連する法規制や、現地での人事・会計・知財等の法規制を把握し、自社事業におけるリスクを洗い出す		
	市場への露出機会の追求によるPMFの早期発見	● 展示会や商談会、現地調査を実施し、現地のニーズに対するPMFを早期検証する		
	選択と集中の徹底による適切なサイズの事業活動設計	● PMFを見極めた上で、輸出ベースで展開する、販売拠点を設立する等、自社の事業規模に照らして適切なサイズで海外事業を展開する		
	既存商品・サービスのカスタマイズ・ローカライズ	● 国内事業等における既存商品・サービスを、現地顧客や従業員からのフィードバックを吸い上げる仕掛けを設けながら、現地ニーズに即した形でカスタマイズ・ローカライズする		
	営業強化やパートナー活用による安定販路・製造体制確保	● トップ営業や現地人材を活用した自社での積極的な営業を実行する ● 事前にコミュニケーションを尽くして提携パートナーを選定し、商品・サービスの安定販路や製造体制を確保		
特許や契約等による情報・技術・ノウハウ流出防止	● 現地での特許等の知財制度活用や、提携先や従業員との契約締結によって、重要な情報、技術やノウハウが流出することを防止する策を講じる			
ファイナンス	投資家のターゲティング	● 多様な投資家と接点を持つようになる中で、海外展開の成功を特に後押ししてくれる投資家をターゲティングする		
	エクイティストーリーの構築とIR	● 投資家に合わせてIRしていく上でのストーリーやアピールポイントを構築し、投資意思決定につなげる		
	海外調達の検討	● 海外投資家からの資金調達を検討・実施し、海外展開を加速化する		
人材	経営管理体制の構築	● 企業規模に合わせて適切な経営管理体制を構築する		
	グローバルマインドを持った人材の確保・派遣	● 国籍等を問わず、グローバルマインドを持った人材を採用し、初期的には現地での事業活動に投入する		
	現地人材の採用・確保	● 海外事業を本格化していく上で、現地従業員の採用・確保を行う		

出所) NRI 作成

や、展示会や商談会を活用して早期にPMF^{※4}を発見していくことが重要である。他方、ミドル・レイター・上場後のスタートアップでは、国内事業をベースに海外市場を取りに行く動きが多く、既存商品・サービスの現地化や、現地での営業・販売・製造体制の強化、情報・技術・ノウハウの流出防止といった、一歩踏み込んだ課題に直面することが多くなる。

事業面以外では事業を支えるファイナンスと人材の観点も欠かせない。ファイナンス面では投資家をターゲティングし、エクイティストーリーを構築してIR活動を行うことで海外展開に資する資金を調

達する必要がある、近年では海外からの調達も一つの大きな選択肢である。さらに、人材面ではグローバルマインドを持った人材や現地人材の採用・確保、さらに複数拠点化が進む中での経営管理体制の整備が典型的な課題となる。

このような多様な課題がある中、本稿では特にファイナンス面の課題に着目し、第2章より、その

※4 Product Market Fitの略であり、顧客の課題を満足させる製品を提供し、それが適切な市場に受け入れられている状態を指す

図表 2 投資家の投資スタンスおよびターゲティングにおけるポイント

資金の性質・時期	投資家の類型	投資スタンス	ターゲティングにおけるポイント
エクイティ 上場前 上場後 上場前 デット	国内VC	非上場時に投資し、上場後に市場で売却。資金面だけでなく、成長のための事業サポート(人材、販路紹介等)も行う	経営・事業を深く理解している既存株主のVCへの声かけが最初の選択肢。海外展開に際しては知見を有する国内VCや、海外ネットワークを有する海外VCも重要なターゲット候補となる
	海外VC		
	事業会社	事業シナジーに期待し、上場後も保有を続ける	海外現地における事業シナジーが期待できる場合、有力なターゲット候補となる
	機関投資家	顧客が抛出する大口資金を管理・運用するものの、運用手法はさまざま。ヘッジファンドはファンダメンタル(マクロ経済指標や業績・財務状況に基づく投資手法)やテクニカル(価格や出来高等の過去の動きに基づく投資手法)等さまざまな運用手法を組み合わせる。銀行・保険会社や政府・大学・年金基金は一般的にファンダメンタルで運用するとされる	機関投資家や個人投資家は基本的に上場後に株式市場を通じて関与することとなる。発行体としては、株主や潜在的な投資家に対して適切なIR・開示等を行うことは重要だが、海外展開に際して能動的なターゲティングを行うことは少ない
	ヘッジファンド		
	資産運用会社		
	銀行・保険会社等		
	政府・大学・年金基金		
	個人投資家	人によってさまざまな運用手法を取る	
	ESG/インパクト投資家	財務リターンに加え、ESG課題への取り組みや、創出するインパクトも考慮して投資	海外事業に社会的インパクトが認められる場合、積極的に活用することも一つの選択肢
銀行/デットファンド	返済可能性を重視して融資する	上場後を中心に、大規模な設備投資等を行う場合にデット活用は一つの選択肢	

出所) NRI 作成

個別課題の詳細および解決のポイント等について、事例を交えて紹介する。

2 海外展開をサポートする投資家ターゲティング

スタートアップはさまざまな投資家と対峙している。創業時はエンジェル投資家や国内ベンチャーキャピタル（以下、VC）が中心になるが、次第に事業会社や海外VCとも場合によっては接点を持つようになる。また、上場前後～上場後はヘッジファンド、資産運用会社、銀行・保険会社や政府・大学・年金基金などの機関投資家や個人投資家とも関わりを持つようになる。さらに、財務リターンに加えESG（環境・社会・ガバナンス）課題への取り組みや、創出するインパクトも考慮して投資するESG/インパクト投資家も近年見られ、投資家の類型によって投資方針や運用スタンスが多様化している。

投資家側の目線では、そもそもスタートアップ投資自体が他の上場株や債券投資と比較するとハイリスク・ハイリターンとされている中、さらにスタートアップの海外展開となると大きなリスク要因とし

て捉えられてしまうことも多々ある。実際にスタートアップの海外展開に際してデューデリジェンス（DD）^{※5}などによる成長性評価が難しく、出資を断られることもある。

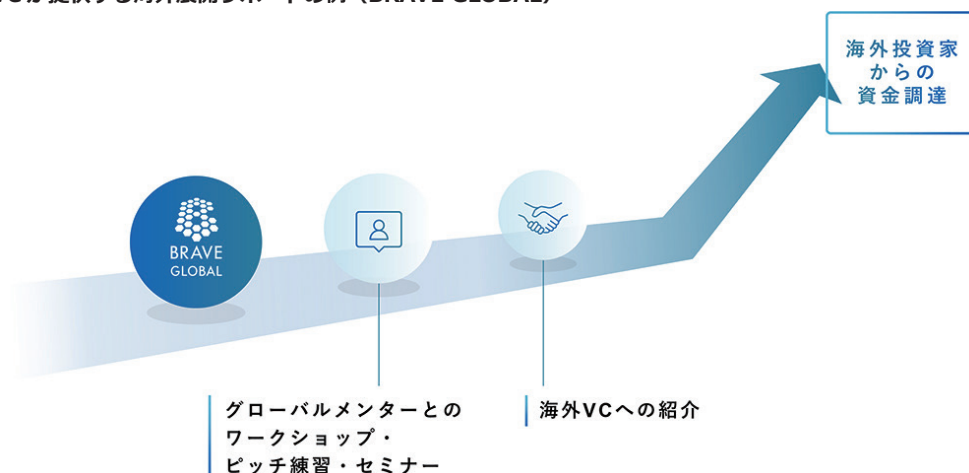
投資家の多くは財務リターンを念頭に投資意思決定を行う。しかし、投資家によっては事業シナジーやインパクト創出などの視点を盛り込んだ投資スタイルを採っていることもあり、投資家の「ニーズ」を見極めてコミュニケーションを取ることが重要である。すなわち、商品・サービスにおけるマーケティングと同様に、自社・事業を誰に売り込むべきかというターゲティングの議論を尽くすことで、より効果的な資金調達が可能になる。

1) 投資家ごとの投資スタンスと海外展開時のターゲティング

まず、投資家の類型ごとの投資スタンスを整理した（図表2）。当然、投資対象企業の事業内容、成

※5 投資を行う際に、投資対象となる企業などの価値やリスクなどを調査すること

図表 3 国内 VC が提供する海外展開サポートの例 (BRAVE GLOBAL)



出所) Beyond Next Ventures ウェブサイト

長ステージ、事業形態や、投資家の運用規模、これまでの投資経験、得意領域などさまざまな要因によってスタンスは大きく変わるものの、投資家の類型ごとの基本的な投資スタンスを踏まえると、国内外 VC、事業会社や ESG / インパクト投資家がターゲットングにおいては優先度が高くなると考えられる。

まず、国内 VC は非上場時に投資し、上場や M&A によって株式を売却することでリターンを得る。そのため、スタートアップの成長を後押しし、実現するための事業サポートも行う点が特徴である。特に各ラウンドの資金調達で主導的な役割を担うリード VC とは海外展開に限らず自社の成長戦略や経営に関して幅広く議論を行っていることも多いだろう。そのため、海外展開時にも自社の経営や事業を深く理解している VC から資金調達やサポートを受けられることが望ましい。しかし、VC 各社が投資できる金額規模には限度があり、海外展開に必要な資金を既存 VC のみでまかなえないケースもあり、その際は新たな VC からの資金調達を模索する必要がある。

新たな投資家を探索する際、海外展開の知見を有

している VC や、海外展開の支援プログラムを提供する VC を優先的にターゲットングしていくことが重要である。自社の海外展開の戦略に沿った投資家に対して積極的にアプローチしていく場合はもちろん、既存株主や他のスタートアップ経営者からの紹介といった場合でも、自社事業と同分野における海外展開支援の知見有無、展開を検討している国・地域における海外展開サポートの有無やその内容などの観点を意識して投資家と議論を重ねることができれば、より良い資金調達につながられる。例えば、幅広く研究・ディープテック領域のスタートアップに投資を行う Beyond Next Ventures では海外展開支援プログラム「BRAVE GLOBAL」を 2022 年に立ち上げた (図表 3)。プログラムの内容は毎年異なる予定だが、2022 年は 3 日間のキャンプ形式でプログラムを実施し、米国の VC 等からなるメンターから個別メンタリングを受けたり、著名 VC のパネルディスカッションを開催したりと、海外展開の第一歩となる支援を提供している。

また「BRAVE GLOBAL」のような支援だけではなく、現地パートナーの紹介や人材採用支援などの事業面でのサポートが受けられるケースもある。出

資を受ける際に、投資条件などのファイナンス面での考慮は不可欠だが、このようなサポートを投資家から受けられるかどうか、これまでの海外展開支援実績はどのような点も意識して、投資家のターゲティングおよび出資受け入れの判断を行うことが望ましい。

次に海外 VC が挙げられる。海外 VC は一般的にチケットサイズ（投資金額）が大きく、日本発のスタートアップの場合は接点も少ないため、ハードルが高い印象を持っているスタートアップも多いのではないかと。しかし、実際に海外 VC から日本の未上場スタートアップが資金調達を行うケースも出始めており、この点は第 4 章で詳説する。

2) 事業会社との提携による海外事業のスケール

上場前の場合、VC 以外に事業会社も重要な投資家の一つである。事業会社がスタートアップに投資する際、基本的には事業シナジーを狙っていることが多く、自社では開発できないような技術や、提供できない商品・サービスの獲得が視野にある。VC と異なり、上場後の売却や M&A によるキャピタルゲインを狙っているわけではないため、海外展開のようなハイリスク・ハイリターンな成長戦略に必ずしも好意的でない場合も存在するが、彼らの狙いが一般的には事業シナジーにあることを念頭に置くと、彼らの海外事業との間のシナジー創出を狙った海外展開およびそれを支える資金調達に現実味が増してくる。自社の事業内容や展開先の国・エリアによっては、既に現地で事業を展開している事業会社やその傘下のコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）が有力な投資家として検討対象になる。

一例として、アフリカにおいて小売店（キオスク）を活用したプラットフォーム事業として、未電化地域向けの電力サービス事業（Energy as a Service

事業）を手掛ける WASSHA を挙げる。WASSHA はシリーズ^{※6}B・C でダイキン工業、ヤマハ発動機からの出資を受け入れており、2019 年には関西電力と業務提携も行っている。ダイキン工業とは、2020 年に WASSHA が主に事業を展開するタンザニアでエアコンのサブスクリプション事業を行う合弁会社を設立し、ダイキン工業が有する高効率なエアコンを、WASSHA が持つモバイルマネーを活用した PAYG（Pay as you Go）の仕組みで提供することを狙いとしている^{※7}。また、ヤマハ発動機とは 2020 年にタンザニアにおいて物流事業の実証実験を行っている。これは WASSHA がネットワークを有する現地小売店の仕入れ物流において、ヤマハ発動機の提供する高効率かつ高い耐久性のある二輪車を活用するというものである^{※8}。いずれのケースも出資した事業会社の海外事業と WASSHA のタンザニアにおける事業活動および経営資源との間のシナジー発現を目的とした取り組みが見られる。単に資金調達に成功しただけではなく、事業会社も海外現地で事業拡大に取り組む中で、お互いの商品やネットワークなどをうまく活用し、双方に事業拡大機会を創出している点が特徴であり、事業会社からの資金調達や業務上の提携を行う重要な意義になる。海外展開したスタートアップが必ずしも海外現地で事業会社と提携を行っているわけではないが「同じ舟に乗れる」のであれば事業会社との提携や出資について検討する意義は大きい。

※6 スタートアップの成長ステージを表し、通常 A から順にステージが上がる

※7 <https://www.jetro.go.jp/biznews/2020/06/f38bd10034143076.html>

※8 <https://global.yamaha-motor.com/jp/news/2019/1224/wassha.html>

3) ESG /インパクト投資家の活用

また、近年の ESG /インパクト投資の流れに即した資金調達事例も見られる。通常の中小企業の場合、海外展開時の資金調達における投資家の評価項目は、投資に見合うだけの収益性・成長性があり、財務リターンが見込めるかどうかというものになる。一方、スタートアップの場合は創業当初より社会課題解決をミッションやビジョンとして掲げている企業も多く、必然的に ESG /インパクト投資の検討対象になりやすい。また、社会全体として ESG 重視、インパクト創出への関心が高まる中、それらの担い手としてのスタートアップに対する期待は大きい。そのため、自社の海外事業が社会課題の解決やインパクトの創出に資するケースでは、海外展開の際も、財務リターンに加え ESG 課題解決や創出するインパクトに着目した評価を行う ESG /インパクト投資家から資金調達することも考えられる。

具体例としては民間版世界銀行を目指し、途上国で中小事業者向けにマイクロファイナンスサービスを提供する五常・アンド・カンパニーへの第一生命の出資を挙げる。五常・アンド・カンパニーのシリーズ B ラウンド（2017 年）への出資が第一生命におけるインパクト投資第 1 号案件であり^{※9}、以降シリーズ C、D と第一生命は出資を続けており、五常・アンド・カンパニーの事業成長を支え続けている。

ただし、自社の事業をうまく表現し、伝える工夫も当然必要である。五常・アンド・カンパニーも未上場企業ながら上場企業のような「Impact Report」を発行し、どのような社会課題をどのように解決し、どのような社会的なインパクトをもたらすのかというインパクトストーリーを記載している。また、伝える工夫として、インパクト投資やその投資測定においてしばしば用いられるセオリー・オブ・チェンジ（社会課題の構造・原因と解決のた

めの変化の理論・法則を図式化したもの）やマテリアリティマップ（経営の重要課題であるマテリアリティをプロットしたもの）などのフレームワークで説明している^{※10}。当然、インパクトストーリーの検討や、「Impact Report」のような開示資料の作成にはリソースを割かねばならず、必ずしも容易な取り組みではないが、自社が創出するインパクトについて投資家と目線を合わせ、適切な評価をしてもらうことができれば、大きな資金調達につながることもあり得る。

3 ストーリーの構築と IR

ターゲティングを踏まえ、投資家と事業や資金について会話する段階のポイントを述べる。エンジニア投資家や事業会社など一部の投資家を除き、投資家は顧客の資産を預かり運用している。そのため、当然投資の意思決定は慎重に行い、その前提として出資先候補となるスタートアップの事業内容や経営状況を精査、理解しようとする。海外展開についてもそれは同様であり、裏を返せばスタートアップ側がどのように IR を行い、投資意思決定を醸成できるかどうか、が重要である。特に IR の経験が少なく、人的リソースも限られるシード・アーリーのスタートアップでは、徹底的な情報開示やコミュニケーションを取ることが難しい場合も多く、どのような点を重視して投資家と対話することが求められるのか、本章で紹介したい。

※ 9 https://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2017_043.pdf

※ 10 https://gojo.co/wp-content/uploads/2022/08/Gojo_ImpactReport_July2022_J.pdf

1) 基礎となるポイント：ストーリーに基づいた海外展開の魅力を発信すること

第1章で見たようにスタートアップへ投資する投資家は、基本的にはスタートアップの事業が大きく成長することによるアップサイドを狙う、いわゆるハイリスク・ハイリターン投資スタンスを取ることが多い。そのため、投資家に海外展開について説明・コミュニケーションを行っていく際も、なぜ海外展開が魅力的でそこにアップサイドが存在するのかを伝えることがスタートとなる。その際に重要なポイントは投資家が共感するようなストーリーに基づいて対話することである。

魅力を伝える上での基本的な観点は国内事業と大きく変わらず、市場ポテンシャル（TAM / SAM^{※11}などの潜在的な市場規模や、市場の成長性がどの程度あるか）および自社の優位性（有する技術や商品・サービスが海外市場においてどの程度優位性を持つと想定されるか）が中心となる。このような観点からなぜ海外に展開するのかという点を説明することが基礎的な開示・対話事項となる。また、説明ストーリーという観点では、自社のビジョン・ミッションや戦略に即して海外展開の必要性を訴えることが有効である。単にマーケットポテンシャルや事業性といった数値だけで語るのではなく、創業の思いやスタートアップのミッション、成長のための戦略とひもづけて説明することがポイントである。

例えば、自社の中長期的なロードマップ・戦略について投資家と議論する場面を考える。今後の成長戦略の柱やそのために必要な投資を、具体的な時期の目安も含めて投資家と議論する際に、その中の1項目として海外展開を事前に示しておくことが考えられる。これは、海外展開を単独の施策として打ち出すのではなく、全社的な成長戦略の中に位置付けて語ることで、海外展開の意義やその取り組み時期

の目安、全体のリソース配分の整合性（例、足元は国内事業拡大に向けて人員を拡充し、その後海外人材の獲得を行う等）といったコンテキストを含めて投資家に説明できることがポイントである。多くの場合、スタートアップにおいては国内事業も含めてさまざまな成長戦略が考えられる中で、このような工夫を行うことで、海外展開の必要性をより解像度高く伝えることが重要になってくる。

2) 応用ポイント①：経営層・現場の感覚を伝え、腹落ちしてもらうこと

しかし、魅力を伝える上で戦略論のみを語っていても、投資家は本当にうまくいくのかどうか、確証を持ってないことも多い。その際のIRにおける工夫の一つとして、感覚を伝えるというテクニックが存在する。最終的には投資家が腹落ちしない限り投資には結びつかないため、スタートアップ側の経営者や現場の感覚をうまく伝えることで、真に共感を呼ぶようなIRになる。

経営者自身も投資家同様に本当に海外で事業が成功するのかという不安を抱えるが、現地市場の理解やそれに基づいた商品・サービス設計などを通じたあるタイミングで「これはいける」という感覚を持つに至る。例えば、ニュースアプリを提供するスマートニュースは、日本版アプリの仕様が進出先の米国市場では必ずしも受け入れられず、苦慮していた。現地のアプリユーザーにヒアリングしたとこ

※11 いずれもスタートアップの事業がリーチできる市場規模の指標であり、TAM (Total Addressable Market) は、ある事業にとっての最大の市場規模を指し、SAM (Serviceable Available Market) はある事業が獲得しうる市場規模を指す

ろ、米国では保守・リベラルといった政治スタンスが人によって明確に分かれており、それに応じてメディアも分かれている一方、実は自身と異なる立場のニュースにも関心があることが分かった。そこで、どちらの意見も提供する機能である「News from all sides」をテスト展開したところ、ユーザー数が大幅に増加し、その後米国での事業展開を本格化するきっかけとなった^{※12}。このような、経営層が抱いたサービスが市場にフィットしているという実感を投資家に伝えることで描いている海外展開の戦略や取り組みが机上の空論ではないと投資家にも感じてもらえることが、投資につながる腹落ちに至るための一つのポイントになるのではないかと。

また、最高経営責任者（CEO）や最高財務責任者（CFO）といった経営層だけでなく、現場の声を伝えることも有効である。多くの投資家はスタートアップに投資する上で、経営層が思い描いていることの実効性を見ているが、通常経営層としか対話しないため、現場の感覚や様子を知ることができる機会は貴重である。例えば、印刷・集客支援の「ラクスル」を手掛けるラクスルはインド・ベトナムにエンジニアチームを設けている。開発機能の海外展開とも呼べる取り組みであるが、投資家からすれば、両国のチームにラクスルのビジョンやミッションが浸透しているか、コロナ禍の中で事業が回っているかどうかなどの実効性が気になるポイントであろう。「ラクスル価値創造レポート」では、インド・ベトナム両拠点の拠点長のメッセージを掲載し、ラクスルのビジョンやミッションにひもづいた活動を行っていることや、コロナ禍での連携体制などについてのコメントを伝えることで、上記の懸念を解消するような声を伝えている^{※13}。

3) 応用ポイント②：実現可能性のアピール

これまでは海外展開の魅力のアピールを中心にポイントを紹介してきたが、海外展開の実現可能性も投資家が気にする大きなポイントの一つである。まずは事業計画を開示し、黒字化が可能であるという合理的な根拠を示し、成長余地が残っていることを説明することが重要になる。それに加え、実現可能性の「証拠」を提示することができれば説得力が高まる。

例えば、宇宙ゴミ（スペースデブリ）の除去を手掛けるアストロスケールの場合、既存市場がないため、自社で、しかも海外において、新たな市場を創出する必要があった。そのため、まずはアストロスケールの描く未来予想図を投資家に伝え、今後その領域においてニーズが存在し、アストロスケールの事業が成立することを説明した。また、それだけでなく、顧客との契約数や宇宙関連の法規制の動向も投資家に伝えることで、ニーズが現に存在し、アストロスケールの提供するサービスに事業性があることを理解してもらい、資金調達につなげている^{※14}。市場獲得や事業の黒字化の確たる根拠を示すことはそう簡単ではないが、それらにつながる事業活動の「証拠」として契約数などの実績を示すことができれば投資家にもビジョンや戦略の実現可能性を理解してもらう上での一助となる。

※12 <https://industry-co-creation.com/industry-trend/54801>

※13 https://ssl4.eir-parts.net/doc/4384/ir_material_for_fiscal_ym1/121343/00.pdf

※14 <https://sorabatake.jp/29464/>

4 海外投資家からの調達検討

第2章でさまざまな投資家の類型があることを述べたが、こと海外に事業範囲を広げる場合に調達先を国内に限定する必要はない。むしろ「資金調達の海外展開」を検討することも一案である。海外投資家にもさまざまな種類があるが、主に海外VCやクロスオーバー投資家が日本のスタートアップに対して出資を行っている。一般的に海外投資家はチケットサイズが大きいとされており、現状ではレイター以降のスタートアップにおいて主に海外調達が検討・実行されている。

独立系VCのSTRIVEによれば2018～2020年では6件だった海外投資家による国内スタートアップへの投資は、2021年は単年で15件の投資が実行されている。2018～2020年はSaaSが4件、Fintechが2件だったが、2021年は業種の幅が広がっており、SaaSは4件、Fintechが3件と引き続き存在感はあるものの、ディープテックが3件、その他プラットフォームやメディア、ヘルスケアなどへの投資が合わせて5件見られた^{※15}。SaaSやFintechへの集中は海外にも類似の企業が存在することも多く、海外投資家の目利き力が高いことが主な要因と考えられる。また、2021年の調達実績を見ると、SaaSやFintechに限らない幅広い業種のスタートアップにおいて海外調達の可能性が存在すると考えられる。そこで、本章では海外調達のプロセスを総覧し、SmartHRなどの先事例を参考に各プロセスにおける成功のポイントを明確化する。

1) 海外投資家とのネットワーク構築

まずは多くの投資家に当たりコミュニケーションを取ることから海外調達のプロセスは始まる。しかし、既存投資家、事業提携先、他のスタートアップ経営者や金融機関などから紹介を受けることのでき

る国内投資家と異なり、基本的にはツテをたどって海外投資家とネットワークを構築することは容易ではない。そのため、典型的には証券会社のカンファレンスに参加し、接点を増やしていくことがネットワーク構築の主なチャネルとなる。また、有力な国内VCは、海外投資家との接点を持っているケースもある。例えば、社会保険などの公的書類に関する手続きを自動化するクラウドソフトウェアとして誕生し、現在ではクラウド人事労務ソフトを提供するSmartHRの場合、Coral CapitalやWil、BEENEXTといった既存株主だったVCが海外投資家を紹介し、SmartHRの魅力在海外投資家に伝える上でも大きな役割を果たしたことが知られている^{※16}。また、メルカリのようにトップ自らが展開先である米国に渡り、ネットワーキングを行った事例も存在する。

なお、SmartHRのシリーズDでは当初200を超える投資家と会話し、その後30社に絞り込み、最終的に8社からの調達を実現しており^{※17}、投資家ネットワークを構築した上で徹底的なターゲティングを行ったと推察できる。

2) 投資家とのプロトコル合わせ

海外投資家と接点を持てたととしても、国内投資家が必ずしも海外市場に明るくないのと同様に、海外投資家も日本の市場やそこで行われている事業に精通しているとは限らない。また、日本では有名なス

※15 <https://note.com/strive/n/nf67f4533a68f>

※16 <https://coralcap.co/2019/11/what-we-learned-raising-from-global-investors-for-smarthr/>

※17 <https://initial.inc/articles/smarthr-seriesd-finance>

スタートアップでも、グローバル市場で見れば知名度は低く、レイト期や上場後であっても、自社の魅力をイチから伝えていく必要がある。

まず、直感的に納得してもらうことの重要性を挙げたい。SmartHR の場合、米国市場を中心に類似のプロダクトが存在した。具体的には Gusto というペイロールや福利厚生プラットフォームを提供する企業が存在し、北米の投資家向けには「Gusto の日本版」という形で自社の事業内容やポテンシャルを説明している^{※18}。

次に、共通言語になる数字や重要業績評価指標 (KPI) を使って対話することも重要である。海外投資家との IR においては必然的に言語の壁が存在する。SmartHR は SaaS 事業を展開しているため、SaaS 事業において共通的に使われる指標の一つとして ARR^{※19} を開示した。ARR の絶対額だけでなく、その成長率が極めて高かったことから、日本市場や SmartHR の強みに対する理解が十分ではない可能性のある海外投資家に対しても成長性の高さが伝わった^{※20}。また、その上で海外投資家と KPI に関する詳細な議論を重ねたことも成功要因の一つである。

3) IR 人材確保・体制整備

上記のような IR 活動を行っていく上では人材確保や体制整備は欠かせない。特に海外投資家との接点を持つ以上、英語などの多言語でのコミュニケーションや英文開示資料の作成などが必要になる。

SmartHR では倉橋隆文最高執行責任者 (COO) および玉木諒 CFO の語学力が堪能であり、投資家とのコミュニケーションや契約締結時に語学力が大いに役立ったようである^{※21}。

また、海外投資家を受け入れるほど企業が成長してくると、CFO などの経営層だけで IR を行うのは

限界が生じる。SmartHR でもシリーズ C 終了後に CFO 単独で IR 活動を行うことの限界や、IR 経験者の採用による IR 活動の高度化を考え、楽天出身の IR 担当者と上場企業 IR 担当者を採用している^{※22}。IR チームをつくった後は初期対応から投資家とのコミュニケーションの大半を IR チームで実施し、交渉が進んだ際に CFO をはじめとした経営層が対話するという形での使い分けを行うことが多い。

5 おわりに

本稿では初めにスタートアップが海外展開において直面する課題を俯瞰 (ふかん) し、その中でもファイナンス面での課題と解決のヒントを事例も交えて紹介した。スタートアップが成長するためにはファイナンスが欠かせず、成長戦略の一つである海外展開時にも、必要な資金を調達し、海外展開を実行し、成長につなげることで、次なる成長のために必要な資金調達を実現するようなサイクルを回すことが求められる。

しかし、スタートアップの海外展開を推進していく上で、ファイナンスはあくまで一要素にすぎない。事業面や人材面で多くの課題があると筆者も認識し

※18 <https://coralcap.co/2019/11/what-we-learned-raising-from-global-investors-for-smarthr/>

※19 Annual Recurring Revenue (年間経常収益) の略で、毎年得ることができる収益を指す

※20 https://startuptimez.com/zerotopic/smarthr_unicorn

※21 <https://coralcap.co/2019/11/what-we-learned-raising-from-global-investors-for-smarthr/>

※22 <https://initial.inc/articles/smarthr-seriesd-finance>

ており、スタートアップ関係者や VC、事業会社との議論を通じて今後検討を深めたいと考えている。

また、海外展開はスタートアップ個社だけの問題ではなく、日本におけるスタートアップエコシステム全体で取り組むべき課題と認識している。スタートアップエコシステムは、VC や金融機関などのファイナンスに関連するプレーヤーだけでなく、インキュベーター・支援機関、大学・教育機関、大企業、地域社会やスタートアップ経営者コミュニティなど多様なプレーヤーから成立している。第1章で見たように自社リソースに限りのあるスタートアップの海外展開にはさまざまな課題が存在しており、各プレーヤーとの連携深化や支援強化が課題の突破に向けて重要な役割を果たす。本稿で取り上げたファイナンス面の課題では国内 VC や金融機関が海外展開に向けて資金を提供していくことや海外展開支援を強化していくことが必要であり、実際に取り組みが進んでいる様子が見えてくる。一方、リスクマネー供給の不足（特に研究開発型スタートアップ）や新規株式公開（IPO）偏重やセカンダリー投資の不在に伴う出口戦略のバリエーションの少なさにより、海外展開を含む継続的な事業成長を実現できていない現状があると認識している。また、ファイナンス面だけでなく、事業面・人材面においてもスタートアップ個社の課題だけでなく、エコシステム全体における課題が存在している。折しも政府主導でスタートアップ支援が本格化する中、政府およびエコシステム全体で海外展開に関する議論が活発化することを期待している。

●…… 筆者
大畑 毅志（おおはた つよし）
株式会社 野村総合研究所
金融コンサルティング部
コンサルタント
専門は、事業戦略立案、海外展開支援や
M&A 支援など
E-mail: t-ohata@nri.co.jp

11