

國學院大學学術情報リポジトリ

スタートアップ起業家の資金調達環境の変化に関する考察：

世界のユニコーン(企業)の創業からIPOに至る資金調達事例からの考察

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2023-02-07 キーワード (Ja): キーワード (En): unicorn, financing, startup, institutional investors 作成者: 森田, 裕行 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.57529/00001675

スタートアップ起業家の 資金調達環境の変化に関する考察

－世界のユニコーン（企業）の創業から IPO に至る資金調達 事例からの考察－

國學院大學大学院経済学研究科博士課程後期

森 田 裕 行

目 次

はじめに

第1章 ユニコーンの現状	41
第1節 データベースから見た世界のユニコーン	41
第2節 ユニコーンの増加傾向と世界的 IPO の減少	43
第3節 世界のユニコーン／国別比較	45
第4節 ユニコーンのインベスター（VC）とリードインベスター	47
第2章 ユニコーンの成長過程（事例：資金調達と時価総額）	49
第1節 UBER の資金調達	50
第1項 創業からユニコーンになるまでのファイナンス	51
第2項 ユニコーンになって以降のファイナンス	52
第3項 IPO への準備期間	55
第2節 Facebook の資金調達	55
第1項 創業からユニコーンになるまでのファイナンス	56
第2項 ユニコーンになってから IPO までのファイナンス	57
第3項 IPO とそれ以降	58
第3章 ユニコーンの意味するもの	60

第1節 日本の上場企業の時価総額をはるかに超えるユニコーン………61

第2節 投資家と VC およびスタートアップの行動と

IPO 環境の変化……………62

おわりに

キーワード ユニコーン、IPO、資金調達、スタートアップ、
機関投資家

【要 旨】

世界には200社以上のユニコーンが存在し日々増加している。これと相反するように、中国を除く世界の取引所の IPO 件数は減少傾向にあり、機関投資家や投資銀行などの行動が大きく変わりつつある。この環境下でユニコーンに代表されるクリティカルマスを超えた指数関数的な成長を志向するスタートアップはそれに相応しい資金調達を求めている。

この変化を前に日本国内での事業展開をまず行い、次に IPO による資金調達を経て世界展開を可能とする資金力を得るという形の日本企業の成長プロセスは通用しなくなりつつあるのではないか。日本の特殊事情が世界市場で急成長するスタートアップの誕生と次世代の経済成長につながる企業の輩出を阻害し、新たな雇用の担い手となる新興企業の誕生と成長を阻む要因となっている危険性を考慮すべきではないだろうか。

本研究では、ユニコーンの創業から IPO に至る資金調達プロセスに焦点を当てることで、ユニコーンが誕生し急増している現状と意味、その影響について考察する。

Key words unicorn, IPO, financing, startup, institutional investors

【Abstract】

There are unicorns more than 200 in the world and those are increasing

every day. As opposed to this fact, the number of IPOs in exchanges worldwide excluding China is on a downward trend, and behaviors of institutional investors, investment banks and the like are changing dramatically. In this environment, startups aiming for exponential growth exceeding critical masses represented by unicorns are seeking funding that is appropriate for them.

The growth process of Japanese companies in the form of business development in Japan before this change and then financing through IPO through the global financing through global IPO is not going to go unpopular ? Risk that hinders the birth of a startup in which special circumstances in Japan rapidly grows in the world market and the creation of enterprises leading to economic growth of the next generation and hinders the birth and growth of new start- Should not we consider gender?

In this research, by focusing on the fund procurement process from the founding of the unicorn to the IPO, we consider the current situation, meaning, and its influence which the unicorn is born and is rapidly increasing.

はじめに

ユニコーンは本来、一角獣と呼ばれる額の中央に一本の角を持つ伝説の動物のことである。米国では、非上場であるにもかかわらず時価総額が1100億円（以下、1ドル／110円換算、円表記）を超える企業のことを、この伝説の動物になぞらえてユニコーンと呼ぶようになった。それは、2013年11月3日に米国のカウボーイ・ベンチャーズのアイリーン・リーが、インターネットメディアであるテッククランチに「Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups」¹という記事を寄稿したことに始まる

¹ テッククランチ（インターネットメディア）「Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups」 <<https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>> 2017/06/17 アクセス

と言われている。現在では日本でも同様にユニコーン²という表現が使われている。

このユニコーンの実態を捉えようとする、現時点では複数の調査結果を参照することになる。それぞれの調査は、登記簿上の記載や当該企業のプレスリリース、様々なメディアで取り上げられる各企業幹部の発言、アナリストの観測記事、業界内で語られる噂などを元にリスト化しデータベース化されている。上場企業であればIR情報を基にかなり正確な情報を捕捉できるが、ユニコーンは非上場であり、正確な情報は確認できない。しかし、米国ではいくつかのデータベースが、個々のスタートアップ関連の投資家や起業家を始め様々なステイクホルダーによって利用されており、日本に比べると比較的実態を把握しやすい現状にある。日本においてもいくつかの試みがあるが、米国ほどの情報量は望めない。本研究も複数のデータベースを基に考察を進める。

また、当然であるが、ユニコーンは上場やM&Aで減少し、スタートアップの新たな資金調達で増加する。今回、参照したデータベースは、日々変動する動態の瞬間を切り取ったものであり、様々な外部要因や経済環境・投資家動向などに左右されて増減し、調査基準やリソースの違いによっても確認件数が異なる。それぞれのデータベースの間でユニコーンの件数に差があるのはその為である。

米国の場合、ユニコーンの増加とIPOの減少は、M&Aがスタートアップの資金回収手段として選択されることと相互に関連する。逆説的であるが、アップルやグーグル、アマゾンやフェイスブックといった、先行する急成長型スタートアップは、M&A（アクハイヤー、A&D）によって成長したとも言える。

アクハイヤーは人材獲得を目的とした買収を意味する。「買収」「acquire」

² 世界で台頭巨大ベンチャー「ユニコーン」勢力図日本経済新聞2015/11/30 <<http://www.nikkei.com/article/DGXZZO94552150Z21C15A1000000/>> 2017/06/17 アクセス

と、「雇用」「hire」を掛け合わせた造語であり米国では2005年、日本でも2010年頃から使われ始めた。あくまでも人材獲得を目的としており特に、柔軟で画期的なアイデアを持ち、優秀な技術者を多く抱えるスタートアップ企業が買収対象とされている。事業よりも人材を獲得することにウエイトをおくため、買収先企業の事業はその採算性や将来性によっては継続されないことも少なくない。

また、自社のリソースによる「R&D (Research and Development)」＝研究開発ではなく、買収により研究開発の期間を短縮する「A&D (Acquisition and Development)」は、米国のシスコ社の開発方針として知られるようになり、Apple や Google などの米国企業が多用する手法である。いわば買収によって研究開発を加速するとも言える手法である。

しかし、日経ビジネスの1997年4月21日号のジョンソン＆ジョンソンの当時の会長兼 CEO のラルフ・ラーセン氏へのインタビューを見ると「グループの鮮度を保つため、常に関係・提携していく。伸びない会社は剪定する。」と答えている。つまり、ライセンス契約や買収によるグループ全体の事業群の再編に当たって、自社の研究開発と買収した企業を対等に比較、選別し剪

第1表 CB Insights によるユニコーンの上位20社

Company	Valuation (\$B)	Date Joined	Country	Industry	Select Investors	Q4/2019
1 Uber	\$68	5/25/2015	United States	On-Demand	Lowercase Capital, Benchmark Capital, Google Ventures	
2 Didi Chuxing	\$58	12/31/2016	China	On-Demand	Maina Partners, Tiger Global Management, Redback Corp.	
3 Xiaomi	\$46	12/31/2011	China	Hardware	Digital Sky Technologies, Qiming Venture Partners, Qiming Venture Partners	
4 Alibaba	\$26.5	1/26/2011	United States	eCommerce/Internet	General Catalyst Partners, Andreessen Horowitz, EB&AC Ventures	
5 Palantir Technology	\$26	6/5/2011	United States	Big Data	Rock Ventures, Foundation Fund, In-Q-Tel	
6 Lu.com	\$18.5	12/31/2014	China	Finance	Ping An Insurance (Group) Investment, Bank of China	
7 China Internet Plus	\$18	12/31/2018	China	eCommerce/Internet	QIT Global, Tradeglobe Partners, Capital Today	
8 WeWork	\$16.9	2/23/2014	United States	Facilities	T. Rowe Price, Benchmark Capital, Wellington Management	
9 SpaceX	\$12	12/31/2012	United States	Other Transportation	Founders Fund, Dragon Place Ventures, Redberg Ventures	
10 Pinterest	\$11	5/16/2012	United States	Social	Andreessen Horowitz, Benchmark Venture Partners, FirstMark Capital	
11 Twitter	\$11	4/5/2017	China	Digital Media	Sequoia Capital China, BGC Asia Investments, Qian Wei	
12 Flipkart	\$10	8/6/2012	India	eCommerce/Internet	Accel Partners, IDG, Suno Capital	
13 Snap Inc.	\$10	1/16/2011	United States	Internet Software	Accel Partners, Greylock Partners, Index Ventures	
14 iSee	\$10	11/16/2018	United States	Internet Software	Blackstone Group, KKR Investors	
15 Gili Innovations	\$10	5/16/2018	China	Hardware	Accel Partners, Sequoia Capital	
16 Stripe	\$9.2	1/23/2014	United States	Finance	Khosla Ventures, Lowercase Capital, CapitalG	
17 Spotify	\$8.81	5/13/2011	Sweden	Internet Software	Hudson Ventures, Norwest Venture Partners, Technology Crossover Ventures	
18 Zhong An Insurance	\$8	5/13/2015	China	Finance	S&P Partners, CDB Investments, Morgan Stanley	
19 Lyft	\$8.8	3/1/2012	United States	On-Demand	Founders Fund, Mayfield Fund, Flagstar	
20 Janie	\$8.2	4/16/2016	China	eCommerce/Internet	Tencent, Dailu, Haidian Capital	

出典：CB Insights/The Global Unicorn Club <<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>>2017/05/30

アクセス 加工：筆者

定することにより、グループ内の170のそれぞれの事業が業界内で最強であることを各事業会社に求めると発言しているわけである。当時は「A&D (Acquisition and Development)」という表現を使ってはいないが、1990年代からすでにその考え方は実務上採用されていたとも言える。

こういった企業のアクハイヤーと A&D に関しては、シスコシステムズに関する研究を参照することでその内容を類推することが可能である。チェンバース元 CEO が人的資源の買収で将来を買収していると明確に語るシスコシステムズに関して、ロバート・A・バーゲルマン、クレイトン・M・クリステンセン、スティーヴン・C・ウィールライト (2007)³らは、「シスコシステムズは買収にあたり従業員のつなぎとめ、新製品開発の続行、投資収益率の順番で重視している。」と分析している。

本研究は、こうした環境下にあるユニコーンの創業から IPO に至る資金調達プロセスに焦点を当てる。そしてユニコーン誕生の背景とその意味するものを考察する。

第1章ではユニコーン企業群の全体像と実態を概観し、第2章では個別のユニコーンの事例を取り上げる。代表的なユニコーンであり新 CEO が IPO の時期の先送りを示唆した UBER と、ユニコーンとして成長した後に IPO を実現した Facebook の資金調達経緯を見ることで、エグジット前後のユニコーンの経営状況をファイナンス上の視点から観察する。

ユニコーンの創業から IPO に至る資金調達プロセスに焦点を当てること

³ ロバート・A・バーゲルマン、クレイトン・M・クリステンセン、スティーヴン・C・ウィールライト著『技術とイノベーションの戦略的マネジメント 下 (2007)』ページ101「シスコは基本的に買収を確実な技術と乏しい知的資産を確保する方法だと考えている。『ハイテクの買収は、実際には人的資源の買収だということを忘れている人が多い。ハイテク企業の買収がおおむねうまくいかない理由はそこにある…現在の市場シェアを買収しているのではない。将来を買収しているのだ』とはチェンバースの弁である。シスコは買収を成功させるために基本的な3つの目標を定めている。重要性の順に並べるなら、(1) 従業員をつなぎとめること、(2) 新製品開発の続行、そして (3) 投資収益率である。」

で、ユニコーンが誕生し急増している現状と意味、その影響について考察し、日本の起業環境に内在する問題点についても触れる。本研究は日本の起業と起業家コミュニティへの何らかの貢献を意図するものである。

第1章 ユニコーンの現状

第1節 データベースから見た世界のユニコーン

CrunchBase Unicorn Leaderboards⁴によると、世界のユニコーンは2017年6月16日の時点で262社が確認されている。同年6月7日時点では234社と表示されていたので、9日間で新たに12社のユニコーンが確認されたことになる。同データベースでは、直近の2018年2月2日には278社のユニコーンが存在するとしており、合計の時価総額は106兆8540億円、調達した合計金額は22兆2860億円に達する。

別の調査機関のCB Insights/The Global Unicorn Club⁵では、2017年6月17日時点で203社確認されているが、同年5月30日時点では197社であり、18日間で新たに6社が増えている。また、VentureBeatの2016年1月18日の記事では既に229社あると報じられており、データベースごとにかなりののばらつきが存在する。一般には200社以上存在するとされている。

CB Insights/The Global Unicorn Club⁶の2017年5月30日時点での上位20社を見ると、米国10社、中国8社、インド1社、スウェーデン1社である。全197社中、日本のユニコーンはメルカリ1社のみであり173番目にリストされている。

⁴ CrunchBase Unicorn Leaderboards 2018年2月2日の時点では278社に増加している。
< <https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/> > 2017/06/17 2018/02/21 アクセス

⁵ CB Insights / The Global Unicorn Club
<<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>> 2017/06/17 アクセス

⁶ CB Insights / The Global Unicorn Club
<<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>> 2017/05/30 アクセス

このリスト上の最上位のUBER、2位のDidi Chuxing（中国）、19位のLyftは3社とも配車アプリを提供している同業である。3位が携帯電話のXiaomi、4位が民泊のAirbnb、5位にビッグデータのPalantir Technologies、と続くが上位20社中3社が配車アプリ、ハードウェア2社、Eコマース4社、ビッグデータ1社、フィンテック3社、インターネットソフトウェア3社、ソーシャルアプリ1社、オフィスファシリティー関連1社、その他配送1社、デジタルメディア1社といった業種構成となる。

単純な比較はできないが、日本の上場企業の時価総額上位ランキングと対比してみると、UBERの時価総額7兆4800億円は6位のKDDI（7兆6440億円）と7位のJT（7兆4320億円）⁷の間に位置する。第2章で詳細に触れるが、UBERは総額2兆4324億円⁸の資金を調達している。単一事業の資金調達金額としては日本のスタートアップでは考えられない金額であり、日本における上場企業の時価総額上位10社以内の企業に匹敵する資金力を持っている。単一の新規事業に対する投資金額と捉えれば、日本の企業では、上場企業でも対抗出来ない金額となっている。

また、ユニコーンの増加と個別の企業の時価総額の上昇に伴って、新たな呼称が使われ始めている。「Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups」⁹では、時価総額1100億円以上の未上場企業をユニコーン、1兆1000億円以上の時価総額を持つユニコーンをスーパー・ユニコーンと表現していた。しかし、最近ではユニコーンの10倍の1兆1000億円の規模を持つものをデカコーン¹⁰、100倍の11兆円の規模を持つものはヘクトコーンと規模の増大によって呼称を変えている。

⁷ 2017年9月末時点での株価

⁸ Crunchbase Unicorn Leaderboards

<<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>> 20180106 アクセス

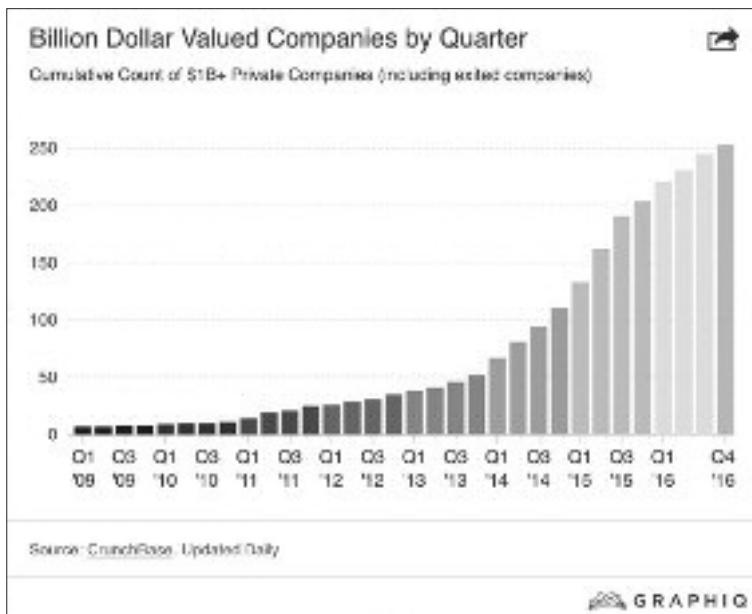
⁹ テッククラunch（インターネットメディア）「Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups」

<<https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>> 2017/06/17
アクセス

第2節 ユニコーンの増加傾向と世界的 IPO の減少

2009年以降のユニコーンの4半期ベースの推移を見ると、第1図にあるように2014年の第1四半期以降、増加ペースを早めている。

第1図 四半期ごとのユニコーンの増加傾向



出典：「CrunchBase Unicorn Leaderboards / Unicorn Interactive Visualizations timeline」から引用 <<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>>2017/06/17

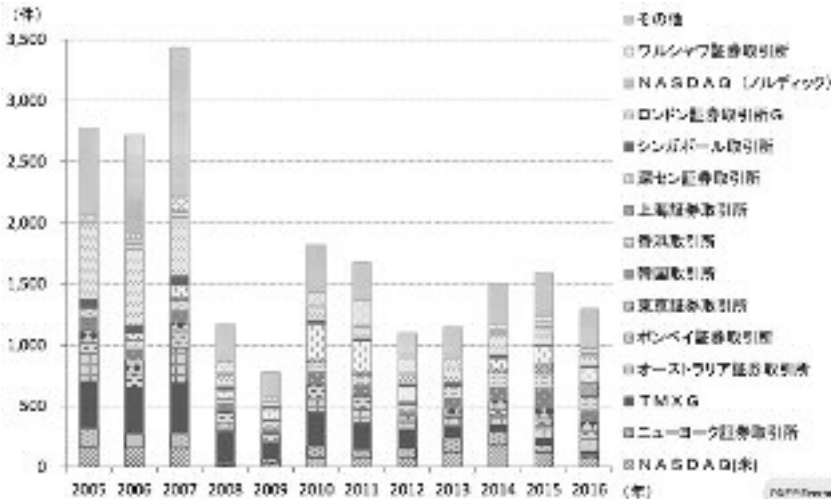
これと反比例するように、世界的な IPO の減少傾向（第2図参照）が見られる。2017年には全体では IPO は回復しているが牽引したのは中国企業¹¹である。加えて前年より増加しているとはいえ2017年の IPO 件数は10年前の2007年を下回り金額は3分の2程度である。大和総研のレポート¹²による

¹⁰ Unicorns, Narwhals, Dedacorns & Hectocorns

<<http://extreme.tech/2016/08/04/unicorn-narwhal-dedacorn-hectocorn/>>
2017/06/19 アクセス

と世界的に見ても IPO 件数は 2000 年代半ばに比べ減少している。

第 2 図 世界の取引所の IPO 件数の推移



出典：太田珠美「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」2017年3月17日5ページ図表5を引用 <http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf> 2017/06/20アクセス

米国においては、スタートアップへの投資資金回収の手段としては IPO より M&A を選択することが主流¹³になっていることを背景に、IPO 件数は減少傾向¹⁴にある。NVCA 2017 Year Book によると、2016年の VC から投

¹¹ 新規上場 10年ぶり高水準17年、世界で45%増 中国勢5割増で最多 日本経済新聞 2018/1/3付「調査会社ディールロジックによると、国・地域別では中国（香港を含む）が554件と最も多く、5割増えた。…」
<<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO25283630S8A100C1FF8000/>> 2018年 2月17日アクセス

¹² 「IPO 市場の動向と国際化に関する比較～サウジアラムコの IPO で東証は存在感を示せるか／金融調査部 主任研究員 太田珠美／2017年3月17日」
<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf> 2017/06/20 アクセス

資を受けたスタートアップの IPO は39社であり M&A によるエグジットは687社である。また、開示された M&A 金額の中央値は2016年には約100億円に達し12年ぶりの高値となっている。また、IPO の減少傾向と反比例してユニコーンの件数と規模は共に急速に拡大している。

第3節 世界のユニコーン／国別比較

CB Insights/The Global Unicorn Club¹⁵の2017年5月30日時点のユニコーン197社の時価総額を国別に集計し比較したものが第2表である。

197社のユニコーンの時価総額を合計すると74兆7186億円であるが、米国のユニコーンは時価総額（金額ベース）で世界の51.6%を占め、その104社合計の時価総額は38兆5792億円である。中国のユニコーン47社合計の時価総額は24兆9898億円、金額ベースで世界の33.5%を占める。時価総額ベースで世界の85.8%のユニコーンがこの2国に存在することになる。

以下、インド、英国、韓国、スウェーデン、ドイツ、シンガポール、フランスとイスラエル、オランダ、スイス、インドネシア、南アフリカ、コロンビア、ルクセンブルグ、ナイジェリアと続く。日本は、UAEとチェコ、カナダ、アルゼンチンと同額の18位であり、その金額は1100億円である。

他国と比較すると日本のユニコーンは極端に少ない。GDP 世界ランキン

¹³ 2016年の VC 投資先 Exit は726件だった。好調だった2014年の1,040件から、2015年の941件に続いて、通年で減少となった。IPO が激減している一方、M&A は比較的堅調。<https://venturewatch.wordpress.com/2017/01/19/%E5%8D%A4%E5%B9%B1VC%E6%9C%8F%E6%9C%A9%E6%9C%A9%E6%9C%A9%E6%9C%A9/> 米国 vc 統計チェック -2016年 /> 2017/06/20 アクセス

¹⁴ 米国 IPO は2014年を直近のピークとして減少傾向が続いている。2016年は、件数ベースで2009年以来、調達総額ベースで2003年以降の低水準となった。…株式市場における時価総額の期待値が、加熱していた VC 投資の仕入れ値に見合わないため、いわゆるユニコーンたちの IPO が停滞している。業種別では、前年に引き続き、バイオなどヘルスケア関連 IPO が市場を牽引した。<<https://venturewatch.wordpress.com/2016/12/30/year-in-review-2016/>> 2017/06/20 アクセス

¹⁵ CB Insights/The Global Unicorn Club
 <<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>> 2017/06/17 アクセス

グ1位の米国はユニコーン時価総額でも1位の51.63%を占める。2位の中国もユニコーンでも2位の33.45%である。しかし、GDP3位の日本はユニコーンでは18位の0.15%にすぎない。

第2表 ユニコーンの国別時価総額合計

	国	(\$B)	シェア	1ドル=110円 換算(兆円)	社数
	ALL	679.26	100.00%	74.7186	197
1	United States	350.72	51.63%	38.5792	104
2	China	227.18	33.45%	24.9898	47
3	India	26.7	3.93%	2.937	9
4	United Kingdom	15.32	2.26%	1.6852	9
5	South Korea	10.79	1.59%	1.1869	3
6	Sweden	10.78	1.59%	1.1858	2
7	Germany	9.64	1.42%	1.0604	4
8	Singapore	6.75	0.99%	0.7425	2
9	France	2.7	0.40%	0.297	2
10	Israel	2.7	0.40%	0.297	2
11	Netherlands	2.3	0.34%	0.253	1
12	Switzerland	2.01	0.30%	0.2211	2
13	Indonesia	1.8	0.26%	0.198	1
14	South Africa	1.58	0.23%	0.1738	1
15	Colombia	1.15	0.17%	0.1265	1
16	Luxembourg	1.1	0.16%	0.121	1
17	Nigeria	1.04	0.15%	0.1144	1
18	United Arab Emirates	1	0.15%	0.11	1
18	Czech Republic	1	0.15%	0.11	1
18	Canada	1	0.15%	0.11	1
18	Argentina	1	0.15%	0.11	1
18	Japan	1	0.15%	0.11	1

出展：CB Insights / The Global Unicorn Club のデータを元に筆者作成
 <<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>>2017/05/30
 アクセス

第4節 ユニコーンのインベスター（VC）とリードインベスター

Crunchbase Unicorn Leaderboards¹⁶によるとユニコーンへの投資社数、リードインベスターとしてのユニコーンへの投資社数ともに最も多いのは、Sequoia Capital¹⁷である。このインベスターのリストには Sequoia Capital の他に、SV Angel、DST Global、Accel Partners、Andreessen Horowitz、Kleiner Perkins Caufield & Byers、New Enterprise Associates、GGV Capital、Khosla Ventures、IVP、Founders Fund、Greylock Partners、IVP (Institutional Venture Partners)、Insight Venture Partners といった VC の名前があげられている。

このリストの中で近年の注目すべき点は、T. Rowe Price、Goldman Sachs、Tiger Global Management、Fidelity Investments、Wellington Management、Baillie Gifford、General Atlantic といった PE（プライベートエクイティ）の名前があげられていることである。

彼らは自ら運用するプライベート・エクイティ・ファンド等々から投資をしているものと思われるが、背景には IPO の減少傾向やユニコーンの調達金額の大型化があると推測される。この傾向が続く限りユニコーンへの直接の資金流入は継続し拡大するであろう。

この他に注目すべきは事業会社の CVC 投資と政府系ファンドの存在である。Tencent Holdings、Alibaba、CapitalG（旧 Google Capital）、SoftBank Capital、の名前や、シンガポールの政府系ファンドの Temasek Holdings がリストされている。ここで出てくる主要なインベスターの名前を、業種別に見てみると、VC14社、PE（プライベートエクイティ）7社、CVC（コーポレート・ベンチャーキャピタル）4社、政府系の SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）1社となる。

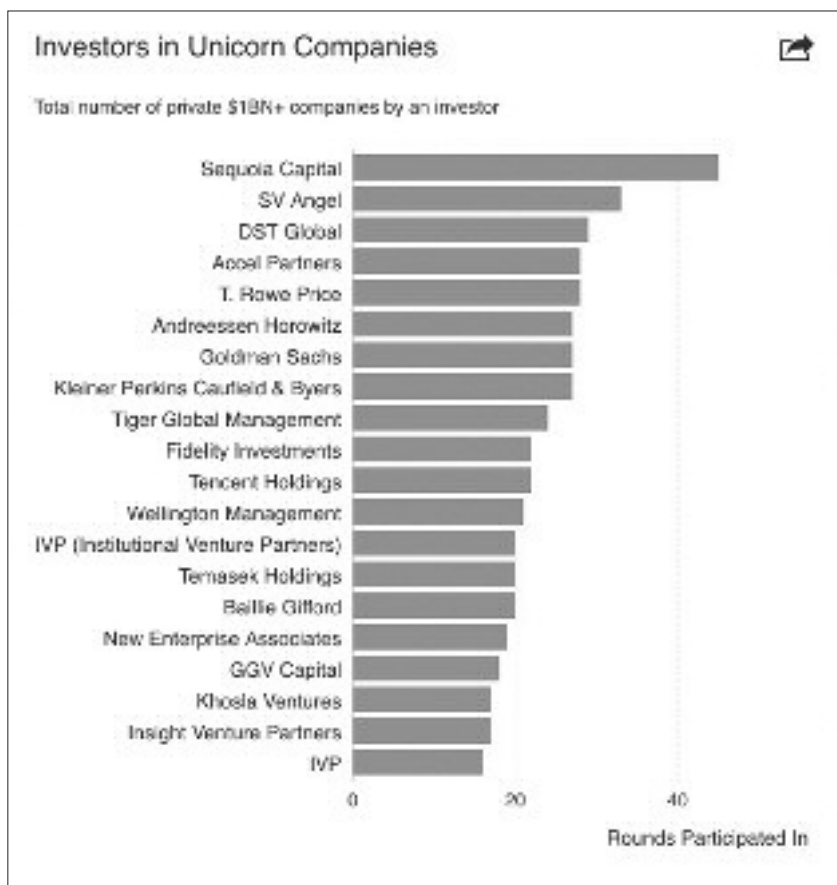
ここには様々な要因で早期の上場を選ばないユニコーンが急増し、それを

¹⁶ <<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>> 2017/06/11 アクセス

¹⁷ <<https://www.crunchbase.com/organization/sequoia-capital#/entity>> 2017/09/15
アクセス

後押しする投資家として伝統的な VC 以外の投資家が台頭している姿が見える。

第3図 インベスターのユニコーンへの投資社数



出展：<<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>> から引用 2018/02/21 アクセス

第4図 リードインベスターとしての投資社数



出展：<<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>> から引用 2018/02/21 アクセス

第2章 ユニコーンの成長過程（事例：資金調達と時価総額）

CB Insights/The Global Unicorn Club¹⁸によると、米国の配車プラット

¹⁸ CB Insights / The Global Unicorn Club

<<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>> 2017/06/17 アクセス

フォームである UBER の時価総額は 7 兆 4800 億円に達しており、これまでにデットとエクイティーで総額 2 兆 4324 億円の資金を調達している。時価総額 2 位には、UBER とも資本関係を持つ中国の配車プラットフォームの Didi Chuxing（滴滴出行）がリストされており、その時価総額は 5 兆 5000 億円、資金調達額は 1 兆 5510 億円に達する。

ユニコーンに関するデータベースには 200 社以上の様々なユニコーンがリストアップされているが、本章では、この中から代表的なユニコーンである UBER と、2012 年に IPO を実施した元ユニコーンである Facebook を事例として取り上げる。

この 2 社の創業からユニコーンとして成長する過程を、ファイナンスを中心に辿り、Facebook に関しては IPO 前後とその後の時価総額にも焦点を当てながら考察を進める。

第 1 節 UBER の資金調達

「Uber」という名前は「トップ」または「スーパー」を意味し、ドイツ語の単語「über」に由来する「上」を意味する俗語¹⁹である。UBER²⁰によると、2008 年の雪降る夕方のパリで、Travis Kalanick と Garrett Camp はタクシーがつかまらずに困っていた時に、アプリのボタンをタップするだけで車を呼ぶというシンプルな発想からこの事業は始まったとしている。現在、75 カ国 632 都市でサービスを提供（2017 年 9 月時点）する同社は、UberCab として 2009 年 3 月に設立され、創業メンバーは、Travis Kalanick、Garrett Camp の 2 名である。セクハラ問題等々のコーポレートガバナンス問題により投資家の要求に応じる形で Travis Kalanick が CEO を辞任（2017 年 6 月）し、その後 CEO、COO、CFO、CMO 不在の状態が続いていたが、2017 年 8 月 27 日、同社の取締役会は旅行サイト世界最大手の米エクスペディアの CEO

¹⁹ <[https://en.wikipedia.org/wiki/Uber_\(company\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Uber_(company))> 2017/09/16

²⁰ <<https://www.uber.com/ja-JP/our-story/>> 2017/09/16

である Dara Khosrowshahi を CEO に指名²¹している。彼は最初の全社会議で「18ヶ月から36ヶ月以内に IPO を行うべき」だと発言²²している。UBER は2017年中の IPO が期待されていたが大きくそのスケジュールは変更されることになった。

第1項 創業からユニコーンになるまでのファイナンス

2009年8月1日創業した UBER は、最初のシード段階のファイナンスで2750万円を調達する。2010年10月25日の2回目のシード・ファイナンスでは1億6500万円を調達し、その時点の時価総額は4億4000万円であった。

2011年2月14日のシリーズAでは、12億1,000万円を調達し時価総額は66億円、シリーズB（2011年12月12日、2012年5月7日）では合計40億7000万円を調達し、時価総額は381億7000万円、2013年8月には、シリーズCでCVCである Google Ventures が出資しているが、このシリーズでは283億8000万円を調達した。この時点で時価総額は3850億円になり、創業からわずか4年でユニコーンの仲間入りを果たしている。

²¹ 「ウーバー新CEOにエクスペディアCEO 米メディア報道」日本経済新聞 2017/8/28 アクセス
<https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ28H61_Y7A820C1000000/> 2017/09/16 アクセス

²² <<http://oneboxnews.com/articles/uber-new-ipo-schedule-2017-8>> 2017/09/16 アクセス

第3表 UBER 創業からユニコーンになるまでの資金調達

Date	Round	Funding \$	1\$=110円	Investors	Valuation	1\$=100円
1-Aug-09	Seed VC	\$350K	0.3750億円	Adam Leber, Bahak Nivi, Chris Helled, David Cohen, David Sachs, Dror Ben-Zion, Gary Vaynschuk, Jason Port, Jeremy Stoppelman, Josh Spear, Kapor Capital, Kevin Hartz, Khaled Hakeim, Lowercase Capital, Matt Ocko, Mike Walsh, Nihal Mehta, Oren Michale, Robin Sloan Rohtel, Scott Belsky, Shawn Fanning, Signaturo Capital, Travis Kalanick, Troy Carter and Zachary Bague		
26-Oct-10	Seed VC - II	\$1.6M	1.76億円	Cyan Banister, First Round Capital, Founder Collective, Jason Calacanis, Lowercase Capital, Naval Ravikant and Scott Banister	\$4M	4.40億円
14-Feb-11	Series A	\$11M	12.10億円	Alfred Lin, Benchmark, First Round Capital, Founder Collective and Lowercase Capital	\$90M	99.00億円
12-Dec-11	Series B	\$32M	35.20億円	Benchmark, Besse Expeditions, CrunchFund, Goldman Sachs, Lowercase Capital, Menlo Ventures, Shawn Carter and WME/IMG	\$341M	381.7億円
7-May-12	Series B - II	\$5M	5.50億円	Innovation Endeavors	\$347M	381.7億円
28-Aug-13	Series C	\$268M	293.80億円	Benchmark, Google Ventures and TPG Growth	\$3.6bn	3960億円

出展：CB Insights / The Global Unicorn Club のデータを元に筆者作成
<https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>>2017/05/30 アクセス

第2項 ユニコーンになって以降のファイナンス

2014年6月6日のシリーズDからは、調達金額と時価総額の桁が変わる。調達金額は1320億円、時価総額は1兆8700億円となり、CVCのGoogle VenturesがシリーズCに引き続き追加投資を行う。ここで老舗VCのKleiner Perkins Caufield & Byersが参加するが、それと同時にプライベート・エクイティ投資の資金が入る。

2014年7月29日の属性・投資家共に不明の1億900万円の資金調達を挟んで、2014年12月5日のシリーズEでは、シリーズDと同額の1320億円を調達し時価総額は4兆4000億円となる。

2015年1月21日にはGoldman Sachsからコンバーティブル・ノート（実

第4表 UBER ユニコーンになって以降の資金調達

Date	Round	Funding \$	1\$=110円	Investors	Valuation	1\$=110円
6-Jun-14	Series D	\$1.2bn	1320億円	BlackRock, Expa, Fidelity Investments, Google Ventures, Hartford Funds Management Group, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Menlo Ventures, Summit Partners and Wellington Management	\$17bn	1.87兆円
29-Jul-14	Unattributed	\$990K	1.09億円	Undisclosed Investors		
5-Dec-14	Series E	\$1.2bn	1320億円	Glade Brook Capital, ICONIQ Capital, Lead Edge Capital, Lone Pine Capital, New Enterprise Associates, Qatar Investment Authority, Sway Ventures and Valiant Capital Partners	\$40bn	4.4兆円
21-Jan-15	Convertible Note	\$1.6bn	1760億円	Goldman Sachs	\$40bn	4.4兆円
18-Feb-15	Series E - II	\$1bn	1100億円	Baidu, Glade Brook Capital and Undisclosed Investors	\$40bn	4.4兆円
23-Mar-15	Corporate Minority			Times Internet		
13-Apr-15	Series E - III	\$200M	220億円	China Life Insurance		
31-Jul-15	Series F	\$1bn	1100億円	Hillhouse Capital Management, Microsoft, The Times Group and Undisclosed Investors	\$51bn	5.61兆円
19-Aug-15	Series F - II	\$100M	110億円	Tata Capital		
4-Dec-15	Private Equity			Tiger Global Management	\$62.5bn	6.88兆円
12-Feb-16	Corporate Minority - III	\$200M	220億円	LetterOne		
24-May-16	Series G			Caspian VC Partners, MoneyTime Ventures, Toyota Motor Corporation and USM Holdings		
1-Jun-16	Private Equity - II	\$3.5bn	3850億円	Public Investment Fund of Saudi Arabia	\$62.5bn	6.88兆円
8-Jul-16	Loan	\$1.15bn	1265億円	Barclays Bank, Citigroup, Goldman Sachs and Morgan Stanley		
1-Aug-16	Corporate Minority - IV Sales (Dec 4, 2014)	\$1bn	1100億円	Didi Chuxing	\$68bn	7.48兆円
22-Sep-16	Unattributed - II			Kumpulan Wang Persaraan		
19-Apr-17	Corporate Minority - V			Axel Springer		
28-Dec-17	Secondary Market - Uber	\$8.7bn	9570億円	Tencent Holdings, TPG, SoftBank, Sequoia Capital, General Atlantic, Dragoner Investment Group, Didi Chuxing, Cheng Wei	\$48bn	5.28兆円
28-Dec-17	Funding Round	\$1.25bn	1375億円	SoftBank	\$67.75bn	7.45兆円

出展：CB Insights/The Global Unicorn Club 及び Crunchbase Unicorn Leaderboards
 のデータを元に筆者作成
 <<https://techcrunch.com/unicorn-leaderboard/>>2018/02/21 アクセス

質的な転換社債、条件は不明。)で1760億円を調達する。

2015年2月18日には2回目のシリーズEとして1100億円をBaidu、Glade Brook Capital、その他の投資家から調達。2015年3月23日にはインドのインターネットメディアであるTimes Internetから調達(金額不明)する。シリーズEでは中国やインドの事業会社の名前も確認できる。2015年4月13日には3回目のシリーズEで220億円をChina Life Insuranceから調達した。

2015年7月13日、シリーズFとして1100億円を調達、時価総額は5兆6100億円となるが、その時の投資家は、Hillhouse Capital Management、Microsoft、The Times Group、等々である。2015年8月19日には、インドのTata Capitalから110億円を調達する。Tata Capitalは、Jaguar-Land-Roverを買収した自動車部門を含むコングロマリットであるTata groupの一員で、CVCと考えられる。

2015年12月4日には、PEであるTiger Global Managementから資金調達(金額不明)しているが、この時点で時価総額は6兆8800億円となる。

続いて2016年7月8日にはルクセンブルグの投資会社、LetterOneから220億円を調達、2016年5月24日にはシリーズGとしてCaspian VC Partners、MoneyTime Ventures、Toyota Motor Corporation and USM Holdings等々から資金を調達(金額は不明)している。2016年2月12日にはサウジアラビアの公的資金であろうか、Public Investment Fund of Saudi Arabiaから3850億円を調達、続く7月8日にはBarclays Bank、Citigroup、Goldman Sachs and Morgan Stanleyから1265億円の借入を行っている。

同年8月1日には、中国の同業である配車アプリ大手のDidi Chuxingから1100億円を調達する。この時点で時価総額は7兆4800億円となる。この取引でUBERはUBER ChinaをDidi Chuxingに売却している。

ライターは、「(UBERは - 筆者注) 合併後の新会社の約20%を所有するのと引き換えに、中国事業の経営支配権を手放すことになった。」と報じている。Didi Chuxingも中国を拠点とするユニコーンの1社であり、UBERについて2位にランクされている。時価総額は5兆5000億円で、これまでに

1兆5510億円を調達している。

第3項 IPO への準備期間

UBER は2017年後半の IPO が有力であるとされていたが、一連のセクハラ問題で CEO の休職に続く退任があり、CEO、COO、CFO、CMO の主要ポストが全て空席の状態になった。Dara Khosrowshahi が新 CEO に指名されたが、前述したように彼は2017年8月の最初の全社会議で「18ヶ月から36ヶ月以内に IPO を行うべき」だと発言しており IPO は2019年以降になると推測される。

2017年4月19日にはドイツのメディア系事業会社 Axel Springer が出資（金額不明）している。

その後2017年12月28日に既存株主からの株式移動で Tencent Holdings、TPG、SoftBank、Sequoia Capital、General Atlantic、Dragoneer Investment Group、Didi Chuxing の8社が合計9570億円で株式を取得している。また、同日の2017年12月28日付で SoftBank が新たに1375億円を出資している。

Crunchbase Unicorn Leaderboards によると、この時点でのエクイティーとデットを含む資金調達ラウンドは19回、総額2兆4324億円、リードインベスターは合計15社、インベスターは合計90社となっている。なお、時期及び金額は不明であるが、Ashton Kutcher、Industry Ventures、Jordache Ventures、Rupert Murdoch、Square Peg Capital といったインベスターの名前もあげられている。

第2節 Facebook の資金調達

世界的に普及する代表的な SNS である Facebook のユーザー数は、創業者の Mark Zuckerberg によると2017年6月28日の時点で20億人を超えた。ここでは Facebook の資金調達の推移を追ってみる。

第1項 創業からユニコーンになるまでのファイナンス

2004年9月創業の同社の資金調達とは、ペイパルマフィアと呼ばれるアントレプレナー・投資家ネットワークの中心人物である Peter Thiel をリードインベスターとして4人のエンジェル投資家から5500万円を調達したところから始まる。この時点での時価総額は5.5億円であった。

2005年5月にはシリーズAで13億9700万円を調達、時価総額は110億円となる。この時 Accel Partners をリードインベスタートとして、Breyer Capital、Cambrian Ventures、Mark Pincus、Reid Hoffman の5VC から資金調達している。

第5表 Facebook の創業からユニコーンになるまでの資金調達

Date	Amount / Round	13-110-1	Valuation	13-110-4	Lead Investor
Sep. 2004	\$500k / Angel	0.55億円	\$5M	0.55億円	Peter Thiel
May. 2005	\$12.94 / Series A	13.97億円	\$100M	110億円	Accel Partners
Apr. 2006	\$67.6M / Series B	70.25億円	\$500M	676億円	Greylock Partners

出展：crunchbase 等々^{23/24/25/26/27}を基に筆者作成

²³ <<https://www.crunchbase.com/organization/facebook#/entity>> 他 2017/09/21 アクセス

²⁴ 「フェイスブック上場、初値42ドル 時価総額9.1兆円」日本経済新聞 2012/5/19 1:19 アクセス

<https://www.nikkei.com/article/DGXNASGM1803B_Y2A510C1MM8000/> 2017/09/21 アクセス

「フェイスブックの IPO、引受幹事の顔ぶれは正統派。ソーシャル・ネットワーキング・サービス（SNS）最大手の米フェイスブックが新規株式公開（IPO）の引受幹事として、米国の有力銀行6行を選んだ。このことは、奇抜なアプローチを避けて正攻法の IPO を目指す同社の決意を反映している。関係筋が明らかにした。」

²⁵ <<http://jp.wsj.com/layout/set/article/content/view/full/385727>> 2017/09/21 アクセス

²⁶ <<http://markethack.net/archives/51827574.html>> 2017/09/21 アクセス

²⁷ 史上最短で時価総額50兆円達成のフェイスブック戸松信博 <<https://allabout.co.jp/gm/gc/469457/>> 2017/09/21 アクセス

2006年4月のシリーズBでは、Greylock Partnersをリードインベスターとして、Accel Partners、創業時のエンジェル投資家であるPeter Thielの投資会社のFounders Fund、Meritech Capital Partners、SV Angelから30億2500万円を調達し時価総額は605億円となった。

第2項 ユニコーンになってからIPOまでのファイナンス

2007年10月のシリーズCでMicrosoftから264億円を調達しこのとき時価総額が1兆6500億円となり1兆円を超えた。この時点でユニコーンのリストに入るが、最初からユニコーン1100億円の10倍である1兆1000億円以上のデカコーン（decacorn）の水準であった。その後シリーズCとして2007年11月には66億円をHorizons Venturesから、2008年1月には16億5000万円をGlobal Founders Capital、Stuart Petersonの2社から、2008年3月にはHorizons Venturesから66億円を調達する。

第6 FacebookのユニコーンになってからIPOまでの資金調達

Date	Amount / Round	1\$-110円	Valuation	1\$-110円	Lead Investor
Oct, 2007	\$240M / Series C	264億円	\$16B	1.65兆円	Microsoft
Nov, 2007	\$60M / Series C	66億円	\$16B	1.65兆円	Horizons Ventures
Jan, 2008	\$16M / Series C	16.5億円	\$16B	1.65兆円	Global Founders Capital
Mar, 2008	\$60M / Series C	66億円	\$15B	1.65兆円	Horizons Ventures
May, 2008	\$100M / Debt financing	110億円			TriplePoint Capital
May, 2009	\$200M / Series D	220億円	\$10B	1.1兆円	DST Global
Jun, 2010	\$120M / Secondary Market	132億円	\$13.9B	1.518兆円	Elevation Partners
Jan, 2011	\$1.5B / Private Equity	1,650億円	\$80B	8.5兆円	DST Global , Goldman Sachs

出展：crunchbase 等々^{23/24/25/26/27}を基に筆者作成

2008年5月には TriplePoint Capital から110億円の借入を行い（詳細不明）、データセンターの拡張とその他のインフラ費用にあてている。

その1年後の2009年5月にはシリーズDとして DST Global から220億円を調達しているが、その時の時価総額は1兆1000億円であり、シリーズCの時の時価総額、1兆6500億円を下回るダウンラウンドであった。

2010年6月には株式移動で Elevation Partners、TCV の2社が株主リストに加えられた。その時の時価総額は1兆5180億円だったが、シリーズCの1兆6500億円には達していない。

続いて2011年6月、プライベートエクイティ投資として DST Global と Goldman Sachs から1650億円を調達し、このとき時価総額は突然5兆5000億円へと高騰する。

第3項 IPO とそれ以降

2012年5月のIPO時の公開価格は38ドル、調達金額は1兆7600億円、時価総額は1兆4400億円と、当時の米国株式史上3番目に大きなIPOであった。その後、2012年8月15日には時価総額が5兆900億円へと大きく減少し、IPO後の3ヶ月で時価総額は半額以下になっている。この時点でFacebookのIPOに関連して複数の集団訴訟が提起されている。

蛭原（2012）²⁸は、FacebookのIPOは失敗だったとし、加えてIPO以前から資本政策に失敗していたと評価している。ダウンラウンドによる株主価値の毀損やIPO後の株価の大幅調整は望ましくなく、追加の資金調達を順調に続けながら事業継続する為には時価総額の大幅な減少は避けるべきである。その意味で資本政策とIPOに失敗していると指摘している。また、IPO時の時価総額は、DST Global、Goldman Sachsの2社が出資した2011年1月の時価総額の2倍以上で設定されておりこれも高すぎると指摘している。

²⁸ 「資本政策の成功／失敗とは？—facebookのケーススタディー」蛭原健（2012/08/15）
 <<http://rebrightpartners.com/ja/2012/10/01/資本政策の成功／失敗とは？—facebookのケーススタディー>> 2017/09/23 アクセス

同時に IPO の売り出し時点で Goldman Sachs が持分の半分を売り利益を確定させていることも問題視している。

那野 (2012)²⁹も Facebook の上場直前の Morgan Stanley (主幹事) による売出し株式数の25%上積み、一部の顧客のみへの売上げ予想の下方修正情報の伝達、公募売出し価格の20%上方修正、上場初日のナスダックの株取引システムでのトラブルの発生、等々の問題を指摘している。様々な問題点を指摘されているとはいえ、Facebook の株価は、この後順調に上昇し2014年3月には上場直後の時価総額を大きく超える19兆円となった。

第7表 Facebook の IPO 前後と時価総額の推移

Date	Amount / Round	1\$=110円	Valuation	1\$=110円	IPO引受
Apr. 2012			\$76B	8.36兆円	Morgan Stanley, JPMorgan Chase & Co., Goldman Sachs, Bank of America Merrill Lynch, Barclays Capital, Allen &
May. 2012	IPO公開価格\$38 / \$168	1.76兆円	\$104B	11.44兆円	
May. 2012	初値(42.0640)からの試算		\$115.4B	12.69兆円	
Aug. 2012	株価から試算		\$46.28B	5.09兆円	
Nov. 2012	株価から試算		\$56B	6.16兆円	
Aug. 2013	株価から試算		\$94B	10.34兆円	
Mar. 2014	株価から試算		\$174B	19.14兆円	
Dec. 2016	株価から試算		\$294B	32.34兆円	
Aug. 2016	株価から試算		\$355B	39.05兆円	
May. 2017	株価から試算		\$436B	47.96兆円	
Sep. 2017	株価から試算		\$501.03B	55.11兆円	

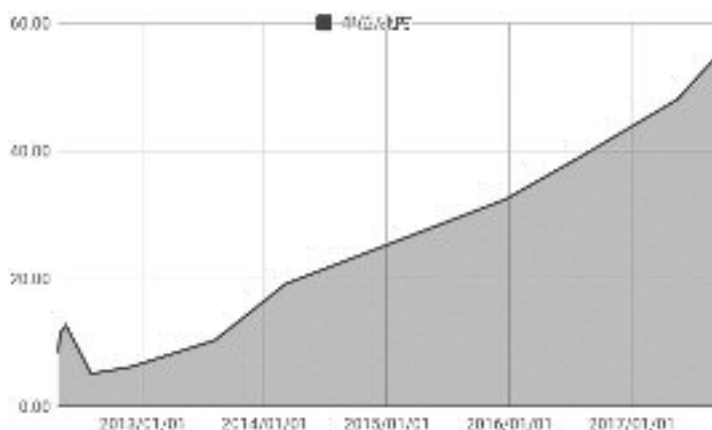
出展：crunchbase 等々^{23/24/25/26/27}を基に筆者作成

2015年12月には32兆3400億円、2016年8月には39兆500億円、2017年5月に47兆9600億円、2017年9月19日には55兆1100億円となり、史上最短で時価総額50兆円を達成している。この推移を見る限り、Facebook に関しては IPO 時点で株式を購入した投資家も2年以上保有することで損失を回避している。

²⁹ <http://www.vec.or.jp/2012/06/07/column_102/> 2017/09/23 アクセス

誤解を恐れず表現すると、UBER は IPO 以前に成長資金を可能な限り調達し、世界2位以下の同業を規模の経済で圧倒することを重視したと推測できる。とはいえ、Facebook の資金調達が2018年の現時点では問題視されることが無くなったように、UBER の資金調達は2019年に予定される IPO の後に仮に株価が急落したとしても、なお成長を続けライドシェアトップ企業であり続けた時に初めて正当化され得るであろうと推測する。

第5図 Facebook の IPO 以降の時価総額推移



出展：crunchbase 等々^{23/24/25/26/27}を基に筆者作成（第7表をグラフ化）

UBER と Facebook の2社の資金調達を見ると IPO の意味合いの変化に気がつく。Facebook にとっては成長資金を得るための IPO と言えようが UBER にとってはどう位置付けられるのであろうか。未上場での成長資金を提供したインベスターのエグジットの為の IPO であると考えられるべきなのかもしれない。

第3章 ユニコーンの意味するもの

第2章では、2社のスタートアップが創業から巨額の資金調達とユニコー

ン化を経て成長し、他社を圧倒するプロセスを資金調達の面から観察した。また Facebook に関しては IPO 前後の株価と時価総額の落込みを経て、世界時価総額ランキングで5位に至っている。この章では、世界的なユニコーンの急増が意味するものを考察する。

第1章で提示したように、ユニコーンの急増と IPO の減少傾向は世界的な現象であると思われるが、日本の事情は異なる。

数年前から、日本でもスタートアップの資金調達額の増加や、ユニコーン予備軍の存在が取り上げられはじめた。しかし、世界のユニコーン急増のトレンドには取り残されている。米国や中国とは比較の対象にすらならないどころか、多くの新興国に後れを取っているのが現実である。

日本経済新聞は、2017年7月24日付で「後続見えぬユニコーン 日本市場に手詰まり感」³⁰とのタイトルの記事で「ユニコーンはメルカリで打ち止め」と指摘している。

第1節 日本の上場企業の時価総額をはるかに超えるユニコーン

UBER の時価総額は7兆4800億円である。日本企業の時価総額ランキングと比較するとその大きさが明確にイメージできる。UBER の時価総額は、日本の時価総額上位ランキング（2017年9月26日時点）の6位 KDDI（7兆8000億円強）と7位 JT（7兆3580億円）の間に位置する。ちなみに UBER に出資したソフトバンクの時価総額は9兆9000億円強である。

UBER はこれまでに総額2兆4324億円を調達（負債も含めて）している。創業後の8年間で、75カ国632都市までサービス提供範囲を拡大し、延べ20億人の乗車人口を達成出来たのは、単一事業に集中的に調達資金を投下した結果である。しかも、赤字のまま事業拡大を継続することができたのは、様々な問題が発生したとはいえ、それを許容する投資家による資金供給が継続出

³⁰ 後続見えぬユニコーン 日本市場に手詰まり感 日本経済新聞 2017/07/24
 <https://www.nikkei.com/article/DGXLASGD24H5G_U7A720C1EN1000/>
 2017/09/21 アクセス

来た事による。これは世界の200社を超えるユニコーンに共通する姿でもある。

かつてクリティカルマスを超えた成長を志向するスタートアップには、IPO による資金調達が必要であった。しかし、機関投資家等が直接、多額の資金をプライベートエクイティ投資の形で供給する現在の環境下では、IPO に頼らない成長が可能となっている。IPO 以前に巨額の資金を調達して世界市場で大きなシェアとプレゼンスを獲得し、IPO で投資家のエグジットを実現する方向へとスタートアップと投資家との関係性は変化しているのではなかろうか。

第2節 投資家と VC およびスタートアップの行動と IPO 環境の変化

ユニコーンの誕生と急増という現象を「バブル」という一言で切り捨てる投資家視点の評価を耳にすることがある。しかし、その本質を考えるには、投資家視線だけではなく、より俯瞰した視点で見る必要がある。

いうまでもない事であるが、短期間での急成長を志向するスタートアップと、いわゆる中小企業の資金調達は異なる。ユニコーンに代表されるクリティカルマスを超えた指数関数的な成長を志向するスタートアップは、それに相応しい資金調達が求められる。日米のスタートアップ環境に詳しい磯崎(2011)の「日本と米国のやり方の違いを理解するべき」との指摘³¹は、日本の資金調達事情に配慮した発言と思われる。しかし、この指摘は最初に日

³¹ 「スタートアップがファイナンスで留意すべき10の事項：「8：日本と米国のやり方の違いを理解するべき。米国はスタートアップ同士の競争も激しく、利益を出すことよりも調達を優先させることができる。たとえば Zynga は、IPO 間近に9億7400万ドル（約779億円）を調達した。しかし、現状彼らはほとんど利益を出していない。利益を出す前にやることがあるだろう、というのが米国式…時価総額5000億円のグリーが公開前に調達したのは4億8000万円。日本は起業にチャレンジする人が少ない。少ない投資で利益を稼ぐことができる。単純に金額で米国と比較するのではなく、日本ならではの資本政策や戦略を考えることも重要。」

<<https://japan.cnet.com/article/35006170/>> 2017/09/15 アクセス

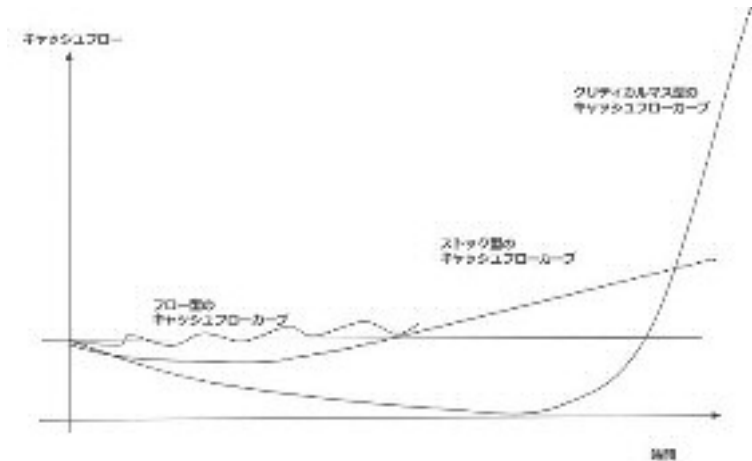
本国内での事業展開を行い、次に IPO による資金調達を経て世界展開を可能とする資金力を得るという前提に立っている。世界中で膨大な数のユニコーンが誕生しつつある現在の環境下においてもそれで良いのであろうか。

第6図の3つのカーブは異なるスタートアップのタイプをキャッシュフローの視点で比較しイメージ化したものである。

クリティカルマス型とは、Google や Amazon の様に長期に多額の赤字を発生させながら、マーケティング理論で言うところのイノベーターやアーリーアダプターと呼ばれるユーザー層をいち早く獲得し、クリティカルマスと表現される閾値を超えたタイミングで指数関数的にユーザー数を増加させ事業収益を急速に改善し成長するタイプの事業を指す。

ストック型とは比較的赤字幅も少額で短期的に軌道にのるタイプの事業を指し、フロー型とは受託業務などの初期の段階から売り上げと利益が発生するタイプの事業を指す。

第6図 起業のタイプ別キャッシュフロー



出展：<<http://tokyo-startup.com/three-business-models-and-optimal-funding-method>>2017/09/15 アクセス
志藤氏（2016/09）の3つのキャッシュフローの図を参考に筆者作成

日本においては、残念ながら当初から黒字化を目指す第6図のストック型及びフロー型の起業と、例えば本研究でとりあげた UBER（2兆4324億円）の様に巨額の資金調達をして巨額の赤字計上しながら成長を続ける起業、つまり、未上場の段階で指数関数的な急成長を実現し世界市場を席卷するクリティカルマス型の起業の違いが明確に識別し認識されていないのではないか。日本ではいち早く黒字化することが正解であると認識されているのではないか。

これまでの日本国内の起業家と機関投資家を含む投資家及び証券会社、証券取引所、政策担当者の常識では、黒字化した後にまずは IPO を実現し、その際に調達した資金で海外へと進出するのが常識であった。一時期は増えた赤字上場が減少している現状にもその傾向は表れている。

マスコミはスタートアップに関して調達金額の巨額さ（日本においては数十億円から数百億円程度）と赤字計上を問題視する傾向があり、必然的に日本社会全般において同様のバイアスが存在する。この日本の特殊事情が様々なイノベーションへと資金投下を続ける米国や中国との格差の拡大へとつながっている。

人口の減少と低成長経済という現実直面する日本の市場環境の下では、日本特有の資金調達と事業展開ステップという常識が、世界的なスタートアップの誕生と成長を阻害しているのではないか。

多くのユニコーンは、創業時から世界を前提に文化も法律も人種も異なる市場を意識したビジネスモデルとプラン、そして資金調達を前提とした世界同時展開を選択していると思われる。

まず日本のみをターゲットとし、その後に世界を志向する場合と、最初から世界市場展開を考えるのでは、おそらく多国籍化を含む人員構成や法人所在地を含めて、全く異なる意思決定と事業展開が求められるであろう。

世界市場でのスタートアップのクリティカルマスを超えた成長は、破壊的イノベーションを引き起こす。数名のコアメンバーにより、世界の辺境から始まる新たな市場を作り出すポテンシャルと変化は、次世代の指数関数的に

伸びる市場と世界市場をリードする事業規模へと繋がる。

その結果として新市場でデファクトスタンダードが成立し、5年前には存在しなかった新興企業が新市場を席卷し優位性を強固なものにする。1990年代から現在に至るインターネットとその周辺の急激な変化を見れば、たとえ大多数の人々が認識していないとしても、次世代の変化はすでに始まっていると断言できる。

個々の企業における選択肢は無数にあり、経営者が何を選択するかは自由である。しかし、少なくとも政策立案者は、黒字化を優先するという日本の特殊事情が世界市場で急成長するスタートアップの誕生と次世代の経済成長につながる企業の輩出を阻害し、新たな雇用の担い手となる新興企業の誕生を阻む要因となっている危険性を考慮すべきではないだろうか。

クリティカルマス型の急成長を志向するスタートアップは、長い赤字期間を必要とする。1994年に創業した Amazon は、IPO 後も成長を優先させており1997年の IPO 後の2002年に初めて黒字化する。創業者であるジェフ・ベゾスが上場後1997年以降毎年株主へのレター³²の中で、「マーケットリーダーシップと長期的な株主価値を優先し、短期的な収益やウォール街の反応ではなく長期的な市場でのリーダーシップに照らして投資の意思決定を行う」と株主の説得を継続していたことは有名である。世界的にトップシェアと高い評価を獲得し維持することで、他社の追従が不可能なレベルまで事業を拡大することを目指し実現したと言える。

現在のユニコーンとなり得るタイプのスタートアップは、IPO 後に要求される様々な制約をクリアする努力にリソースを割くことなく、より急速な成長を実現する為の資金・人材等々を含むリソースを、少ない制約の中で確保出来る可能性を模索することが可能な環境下にある。

IPO 件数が減少する中で、収益機会を IPO 以外に求める必要に迫られた

³² <http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/Shareholderletter97.pdf> 2017/09/15 アクセス

機関投資家や投資銀行はプライベートエクイティー投資へと向かう。

UBER の資金調達におけるシリーズDや、ユニコーンへのインベスターリストには、BlackRock、Fidelity Investments、シンガポールの政府系ファンドの Temasek Holdings、サウジアラビア投資庁といった機関投資家の名前が並ぶ。以前は VC ファンドへの出資を経由して間接的に投資する立場にあった投資家である。資金調達が大型化した影響で直接投資を始め、また IPO の減少傾向がそれに拍車をかけたと推定される。この傾向は、2004年創業の Facebook よりも、2009年創業の UBER の資金調達プロセスにより顕著に現れている。

しかし、UBER に代表されるユニコーンでの投資家のエグジットは、Facebook の時と同様に様々な問題が発生する可能性が高い。UBER の上場の可能性がある2019年以降に株式市場がピークアウトするのであれば、より後半に参加した投資家のエグジットの困難さが推測される。

UBER の投資家の中に見受けられる事業会社の場合には、事業ポートフォリオを再構築する為の投資³³や、未上場のまま連結対象として自社の事業に取り込む目的、例えばソフトバンクの場合には、他の出資先のライドシェア事業とのシナジー効果を目指すといった、投資パフォーマンス以外の目的もあるのかもしれない。

日本のJPX（日本証券取引所グループ）の統計資料等々によると、東証マザーズの IPO 時の調達金額は、2016年1年間で見て平均で24億4100万円³⁴である。また、同じ2016年で見ると最小で1億円台、最大で40億円台の間に分布している。当面は、日本から大型のスタートアップが育ち、世界のユニコーンリストや世界の上場企業時価総額ランキングの上位にリストされる可能性は低いと言える。加えてユニコーンへの投資に関しても日本企業からの

³³ ソフトバンク社長「ウーバーへの出資検討」日本経済新聞2017/09/19

<https://www.nikkei.com/article/DGXLASGT19H1N_Z10C17A9EAF000/> 2017/09/22 アクセス

³⁴ <<http://blogdekaikei.com/vb/003#IPO-3>> 2017/09/14アクセス

投資は少ない。ユニコーンにもその投資家にも僅かな数の日本企業が見受けられるにすぎない。リードインベスターとしては、ソフトバンクの名前のみが確認できる。

日本経済の再構築には、世界中でユニコーンとして成長を認知される企業が、日本から生まれ育つ環境を創り上げる必要があるのではないだろうか。

おわりに

本研究の対象であるユニコーンとその予備軍は、未上場で巨額の資金調達を実現し、成長資金に関してはIPOに依存しないというスタンスを明確にしている。取引所のレギュレーションの強化をきっかけに、環境変化に対応したスタートアップと機関投資家の双方がIPOから未上場段階での大型資金調達へと重点を移行させ、行動を変容させている。IPOがスタートアップの成長の為の資金調達の場合から、未上場段階で大型資金調達を実施したユニコーンの投資家の為のエグジットの場合へと変わってきているのではないかと。

また、日本では、新市場への参入に際して法整備を待って参加するのが企業活動の常識である。つまり、国の合法性と政府の規制に従うことを最優先するのが日本企業だと言っている。その結果、世界での成長機会を逸しているのではないかと。

本研究で取り上げたユニコーンは、創業時から世界市場での成長を前提として法規制が確立する前のグレーなマーケットに果敢に参入する。その後に各国の市場での成長と市場シェアを確立し、同時に規制当局との調整を進める。もちろん違法な行動をとれと推奨するわけではない。国によって法律も規制も文化も千差万別であることを前提として、全地球規模で考えることがなくなってしまったかのように見える日本企業の常識に危機感を覚えているのである。

ユニコーンは、創業時から世界規模で世界共通のサービスを展開することを前提に、日本の上場企業以上の資金力を単一事業に集中投下している。その多くは、既存の市場ではなく、かつてのインターネットや現在の仮想通貨

を含む分散台帳テクノロジーの様な、市場が存在しないフロンティアを開拓する事や、ゼロから急速に成長しつつある市場に参入し、隣接する既存市場を破壊することで世界的な成長を実現しつつある。

これらの企業は短期間に法律や規制の異なる市場に同時に参入し、急成長を実現していることは否定しようの無い事実である。日本企業が総額2兆4324億円の資金を単一事業に集中投下し、自動運転においても米カーネギーメロン大学の研究者や科学者40人を引き抜く³⁵など、世界で最も優秀な人材を世界から集めるUBERのように、ユニコーンとよばれるスタートアップに対して世界規模で対抗することは出来るのか。出来るとすると、日本企業にどのような変革が必要とされ、日本のスタートアップには何が求められるのか。筆者は、すべてのスタートアップは黒字化を優先するという日本的な特殊な前提条件を廃してゼロベースで物事を捉え行動を変容させる時期にきているのではないかと考えている。

本研究では、ユニコーンに関して、代表的な2社に焦点をあてて考察を進めてきた。しかし、スタートアップに関連する環境は、今後も大きく変化し続けられると思われる。今後もユニコーンに関しての考察を継続し、ICOやクラウドファンディングといった新たな資金調達手段の出現による伝統的なVC投資やIPOの役割の変化、取引所や機関投資家とスタートアップの関係性の変化など、新しい動きもフォローしてゆきたい。そして、こういった変化の全体像を研究対象とすることで、起業と起業家コミュニティに対して何らかの貢献ができないものかと考えている。

³⁵ ウーバーに人材流出、揺れるカーネギーメロン大 WSJ 2015年6月1日「米カーネギーメロン大学は、配車サービスのウーバー・テクノロジーズが今年、同大学から40人の研究者や科学者を引き抜いたために生じた穴を埋めるのに苦慮している。この引き抜きにより、世界有数のロボット工学研究所が危機に陥っている。」
<<http://jp.wsj.com/articles/SB12759595096617873597504581020681775312842>>
2018/02/21 アクセス

参考文献

- [1] ロバート・A・バーゲルマン, クレイトン・M・クリステンセン, スティーヴン・C・ウィールライト (2007) 『技術とイノベーションの戦略的マネジメント (上下)』 翔泳社
- [2] クレイトン・M・クリステンセン, スコット・D・アンソニー, エリック・A・ロス (2014) 『イノベーションの最終解 (ハーバード・ビジネス・セレクション)』 翔泳社
- [3] クレイトン・M・クリステンセン (2001) 『イノベーションのジレンマ』 翔泳社
- [4] サリム・イスマイル／マイケル・マローン／ユーリ・フォン・ギースト (2015) 『シンギュラリティ大学が教える飛躍する方法』 日経 BP 社
- [5] エベレット・ロジャーズ (2007) 『イノベーションの普及』 翔泳社
- [6] 秦信行 (2017) 『ベンチャーコミュニティを巡って』 武蔵野デジタル出版
- [7] アナリー・サクセニアン (2009) 『現代の二都物語』 日経 BP 社
- [8] アナリー・サクセニアン (2008) 『最新・経済地理学』 日経 BP 社
- [9] 福島路 (2015) 『ハイテク・クラスターの形成とローカル・イニシアティブ』 白桃書房
- [10] 西澤昭夫・福島路 (2005) 『大学発ベンチャー企業とクラスター戦略』 学文社
- [11] 山口栄一 (2015) 『イノベーション政策の科学』 東京大学出版会
- [12] 今井賢一 (2008) 『創造的破壊とは何か日本産業の再挑戦』 東洋経済新報社
- [13] ジェフリー・ムーア (2011) 『トルネード／キャズムを超え超成長を手に入れるマーケティング戦略』 海と月社
- [14] ジェフリー・ムーア (2014) 『キャズム VER.2』 翔泳社
- [15] デビット・ヨッフィー／マイケル・クスマノ (2016) 『ストラテジー・ルールズ』 星雲社
- [16] リチャード・フロリダ (2007) 『クリエイティブ・クラスの世紀』 ダイアモンド社
- [17] ブラッド・ストーン (2014) 『ジェフベゾス果てなき野望』 日経 BP 社
- [18] ピーター・ティール／ブレイク・マスターズ (2014) 『ゼロ・トゥ・ワン／君はゼロから何を生み出せるか』 NHK 出版
- [19] ベン・ホロヴィッツ (2015) 『ハード・シングス／答えがない難問と困難にきみはどう立ち向かうか』 日経 BP 社

[20] リーアンダー・ケイニー (2015) 『ジョナサン・アイブ／偉大な製品を生み出すアップルの天才デザイナー』 日経 BP 社