

# 國學院大學學術情報リポジトリ

## スタートアップの資金調達環境の変化：SPAC とユニコーンを中心に

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2024-04-27 キーワード (Ja): スタートアップ, 資金調達, SPAC, ユニコーン, IPO キーワード (En): 作成者: 森田, 裕行 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.57529/0002000331">https://doi.org/10.57529/0002000331</a>

國學院大學経済学研究 第53輯

〈論 説〉

## スタートアップの資金調達環境の変化 —SPAC とユニコーンを中心に

國學院大学大学院特別研究生

森 田 裕 行

キーワード スタートアップ、資金調達、SPAC、ユニコーン、IPO

### 【要旨】

世界のユニコーンは、CB インサイトの調査では2021年6月1日時点の698社から約1年半後の2022年9月14日には1191社と急増し、米国と中国を中心に世界でその数は急拡大している。これに加えてSPAC (Special Purpose Acquisition Company) のIPOが急増し、2020年から2021年にかけてのSPACによるユニコーンをはじめとしたスタートアップの買取による上場も急増しIPOの件数、資金調達金額でもSPACが過半数を占めている。SPACがスタートアップの成長資金や事業会社の部門を分離独立させる際の資金調達手段として、主要な選択肢の一つになったことを示しており、M&AやIPOと並んで投資家のエグジット手段でもあったことが確認できる。米国では他にもダイレクトリスティング＝直接上場など、資金調達環境はトレンドの変化を伴いながら指数関数的な成長を目指すユニコーンの後押しを続けている。スタートアップにとって、2020年に突如クローズアップされたSPACがどのような意味を持っているのか、その現状と役割を中心に考察を進める中で、米国のスタートアップ・エコシステムの中での位置付けを明確にする。資本市場の改革とSPACの急増及び米国のスタートアップ・エコシステムとの関係性や位置付けにおいて、独自性を持った考察であり今後のスタートアップ研究に貢献できるものと考えられる。

**Keywords** startup, funding, SPAC, unicorn, IPO

### **【Abstract】**

According to a CB Insights survey, the number of unicorns in the world increased from 698 as of June 1, 2021 to 1,191 on September 14, 2022, about a year and a half later. The numbers are growing rapidly. In addition to this, SPAC (Special The number of IPOs of Purpose Acquisition Company (SPAC) has increased rapidly, and from 2020 to 2021, the listing of startups such as unicorns by SPAC has increased rapidly, and the number of IPOs and the amount of funds raised have increased. SPACs account for the majority. It shows that SPAC is one of the main options for raising funds for growth funds for startups and for the separation and independence of divisions of operating companies, and it is also an exit method for investors along with M & A and IPO. I can confirm that it happened. In the United States, the funding environment continues to support unicorns aiming for exponential growth with changes in trends, such as direct listings. For startups, what is the meaning of SPAC, which suddenly came to the fore in 2020? do. It is a unique consideration of the capital market reforms, the rapid increase in SPACs, and the relationship and positioning of the US startup ecosystem, and we believe it will contribute to future startup research.

## 目 次

はじめに～問題意識

第1章 スタートアップの資金調達額とユニコーンの増加

第1節 スタートアップの資金調達額

第2節 世界のユニコーンの継続的な増加と日本のユニコーン創出の

停滞

第2章 SPAC の設立・新規上場と SPAC との合併によるスタートアップの上場

第1節 SPAC（特別買収目的会社）の概要

第2節 SPAC の IPO と資金調達額の年次推移（SPAC の IPO の加速と停滞）

第3節 米国市場に上場する SPAC の国籍

第4節 SPAC への関心を高めた Virgin Galactic 社

第3章 SPAC の現状と米国資本市場における役割

第1節 スタートアップ側から見た SPAC との合併による上場

第2節 日本のスタートアップと米国 SPAC との合併による Nasdaq への上場

まとめ～提言

はじめに～問題意識～

日米のスタートアップ、未上場企業の資金調達環境の格差に関して触れられることが増えている。一方、ユニコーン（時価総額10億ドル以上の未上場企業）に関する報道も増え、そこでは日本のユニコーンの増加に関しても触れられている。媒体によっては日本のユニコーンが徐々に増えており、日本のスタートアップの資金調達環境も改善されつつあるかのようによ扱われることもある。しかし、実際には日米の格差は拡大しているのが実態である。

世界のユニコーンはCB インサイトの調査によると2021年9月9日時点で807社<sup>(1)</sup>存在した。その後、2022年11月28日には1204社と米国と中国を中心に世界でその数は継続して増加している。調査会社によって公表件数は多少異なるものの、いずれの調査でもユニコーンは急増している。

これに加えて、2020年にソフトバンクグループも設立を発表した SPAC

(Special Purpose Acquisition Company = 特別買収目的会社) の急増と、SPACによるユニコーンをはじめとしたスタートアップの買収・合併による短期間での上場の増加、直接上場 (=ダイレクトリスティング) など、世界のスタートアップ並びに未上場企業の資金調達環境は、トレンドの変化を伴いつつ指数関数的な成長を目指すユニコーンや、より規模の小さいスタートアップの成長の後押しを続けている。これらはスタートアップに投資した資金の回収を可能にするという意味で、投資家の視点からも注目すべき動きである。

筆者はこれまで、米国のスタートアップの資金調達環境に関して、特にスタートアップ起業家や、VC及びPE (Private Equity) ファンドなど投資家の行動変容に焦点を当てながら、その中で生まれて来た複数のユニコーンを研究対象としてきた。本論文では、スタートアップの資金調達環境を概観すると同時に、スタートアップにとって、2020年に突如クローズアップされたSPACがどのような意味を持っているのか、その現状と役割を中心に考察を進める中で、米国のスタートアップ・エコシステムの中での位置付けを明確にする。資本市場の改革とSPACの急増及び米国のスタートアップ・エコシステムとの関係性や位置付けにおいて、独自性を持った考察であり今後のスタートアップ研究に貢献できるものとする。

## 第1章 スタートアップの資金調達額とユニコーンの増加

### 第1節 スタートアップの資金調達額

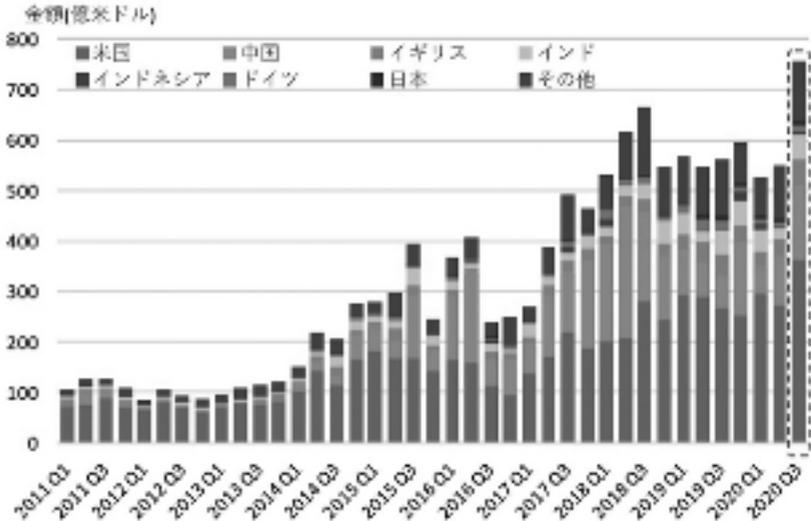
ここではまず世界のスタートアップの資金調達金額の推移を確認し概観する。

第1図に見るように、2010年代前半までは世界の中で米国のスタートアップの資金調達額が大きく、その全体に占める割合も圧倒的に大きかった。その後2014年頃から中国のスタートアップの資金調達額が拡大、世界全体に占

める比率も高まっている。2010年代後半になるとイギリス、インド、インドネシア、ドイツといった国々のスタートアップの資金調達額も拡大していった。この間、日本のスタートアップの資金調達額も伸びてはいるが、第2図でみると2021年の1年間で8228億円に過ぎない。

日本のスタートアップの資金調達額は、2020年には一旦減少するが、2021年には8228億円と大きく伸び、2022年上半期には4160億円と年間では2021年を上回る資金調達額が達成される勢いである。また、資金調達社数では2018年の2796社をピークに2019年以降は減少傾向にあり2022年も前年を下回ると考えられる。

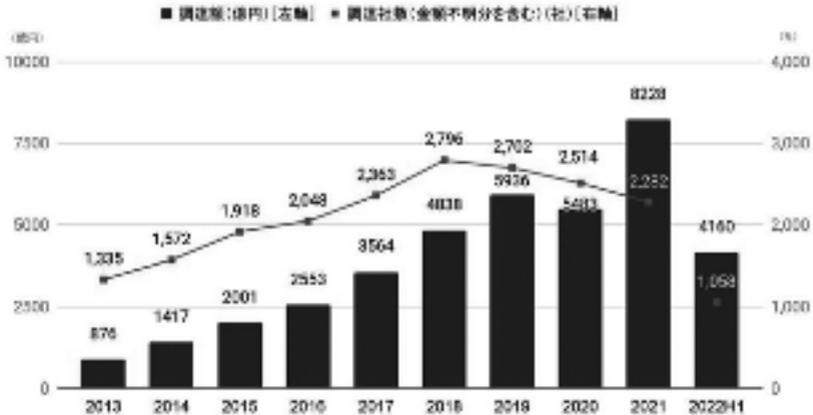
第1図 世界のスタートアップの資金調達金額の推移



「活発化する世界のスタートアップへの投資～増加する SPAC を通じた株式市場への上場」

ニッセイ基礎研究所 金融研究部 准主任研究員 原田 哲志 2020年11月09日  
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=66027?pno=2&site=nli> より引用  
 2021年1月15日 アクセス

第2図 日本のスタートアップの資金調達額・資金調達社数推移



注1) 2022年は半期実績

注2) 各年実績は最新日時点までの累計値をたしあわせた数値

注3) データの補正上、2022年11月より調査会社数が変動する。調査項目に入る影響は金額が小さいと見込まれおり、特に調達社数が変化しやすいと想定。INITIAL (2022年7/28)参照

「Japan Startup Finance 2022上半期」<https://initial.inc/enterprise/resources/japanstartupfinance2022h1> より引用  
2022年9月15日 アクセス

2021年以降は、社数は減少しながら1社あたりの資金調達額が増加する傾向にある。とは言え、2021年の実績と比較すると世界のスタートアップの資金調達額が約70兆円<sup>(2)</sup>であるのに対して8228億円と日本の比率は1.2%弱というのが実態である。

## 第2節 世界のユニコーンの継続的な増加と日本のユニコーン創出の停滞

先程も述べたように、世界のユニコーンは2021年9月9日のCBインサイトの調査によると807社<sup>(3)</sup>になっている。その後、2022年11月28日には1204社と米国と中国を中心にその数は急拡大している。集計タイミングや基準の違いがあり調査会社によって公表件数は異なるが、いずれの調査でもユニコーンは引き続き急増している。

日本のユニコーンは、CBインサイトによると6社、合計時価総額1兆

2354億円（1ドル=140円）とここ数年ほとんど変化していない<sup>(4)</sup>。日本国内の調査では11社（もしくは7社）まで増加しているとされているが、海外のデータベースには反映されていない。

世界各国のユニコーンの企業数と時価総額の上昇は、地域別のスタートアップの資金調達状況と相関関係がある。2020年の米国のスタートアップの資金調達額は前年比13%増の1562億ドルと新型コロナウイルスの流行にも関わらず過去最高であり、中国の2020年のスタートアップの資金調達額も19年比4割増の1兆2109億元（約19兆円超）となっている。中国の場合、銀行救

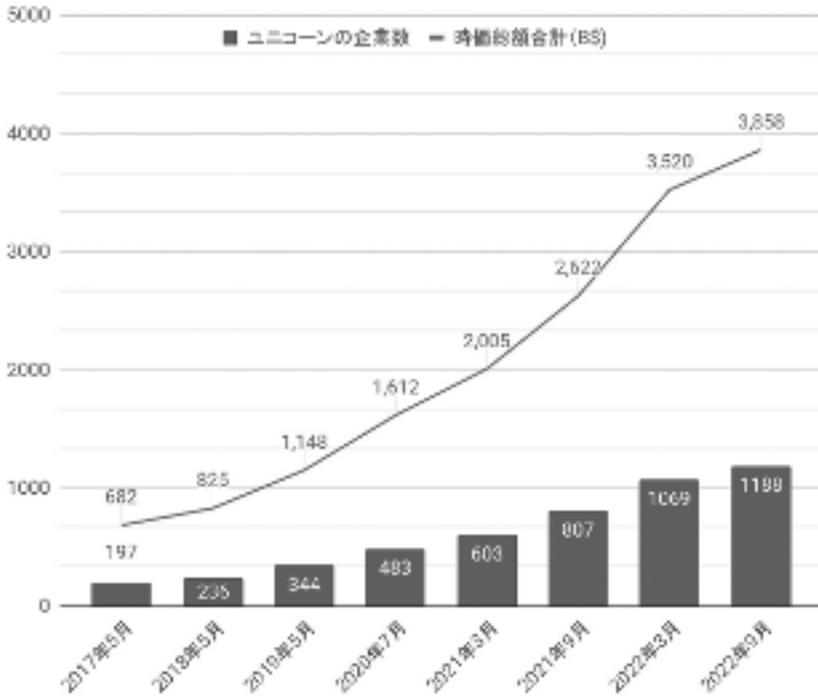
### 第3図 日本のユニコーン

■ 調達後企業評価額上位20社(2022年7月22日時点、潜在機会含む完全希薄化ベース)

順位	企業名	事業内容	設立年月日	評価額(億円) ラウンド調達前	INITIAL シリーズ	調達後 企業評価額 (億円)
1	Preferred Networks	深層学習開発の最先端技術の開発	2014/12/06	2014/07/01	D	2616.7
2	GVE	1944プラットフォームおよび 5Gネットワークユビクニプラットフォーム	2017/7/10	2021/01/01	D	2243.0
3	スマートニュース	ニュースアプリ(SmartNews)	2012/6/15	2021/10/29	F	2023.1
4	SmashR	クラウド人事労務ソフト(SmashR)	2015/11/23	2021/06/30	D	1731.8
5	TRIPLE-L	Enclave マイニング用 ASIC 「KAMAKAZE3」	2016/11/01	2022/12/25	D	1641.0
6	クリーンプラットフォーム	新型コロナウイルス感染症対策のデジタル化推進	2012/3/10	2021/06/15	D	1457.6
7	Spiber	繊維分野の3D印刷(Biased Protein)	2007/12/06	2021/03/23	D	1457.4
8	TBM	紙・プラスチックの代替紙素材 (FILMEX)	2011/03/30	2021/06/30	F	1327.0
9	リキッドグループ	顔認識技術向けサービス「GENE ID」 株式会社	2019/12/01	2019/12/03	C	1193.8
10	Mobility Technologies	タクシー配車アプリ「TAXI」	1976/11/17	2021/06/30	B	1189.2
11	HIPOTISマイクロサイエンス	顔認証および顔生体認証センサーを利した AI教育	2015/12/24	2021/02/23	C	1021.4

「Japan Startup Finance 2022上 半 期」<https://initial.inc/enterprise/resources/japanstartupfinance2022h1> より引用  
2022年9月15日 アクセス

第4図 世界のユニコーンの増加傾向：企業数と時価総額合計



CB インサイト・日本経済新聞・東洋経済・ブルームバーグ・フォーブス等々の発表、報道資料をもとに筆者作成（2022年9月2日）

済のための出資や上場企業の子会社の増資が含まれている可能性があり、他国の統計と単純比較はできないもののスタートアップの資金調達額は確実に増加している。両国ともスタートアップの資金調達が増加するに伴い、ユニコーンの企業数も増加している。

第1表 国別ユニコーン時価総額合計（上位30ヶ国）

	Country	社数	B\$	国別時価総額（兆円）	
1	United States	641	2076.19	296.7249	53.75%

2	China	174	678.87	97.0227	17.58%
3	United Kingdom	46	205.45	29.3625	5.32%
4	India	70	202.92	29.0009	5.25%
5	Germany	29	80.88	11.5592	2.09%
6	France	24	58.42	8.3493	1.51%
7	Australia	8	54.40	7.7747	1.41%
8	Canada	19	49.23	7.0359	1.27%
9	Israel	22	48.02	6.8629	1.24%
10	Brazil	17	40.08	5.7282	1.04%
11	South Korea	17	34.13	4.8778	0.88%
12	Bahamas	1	32.00	4.5734	0.83%
13	Indonesia	7	29.13	4.1632	0.75%
14	Sweden	8	23.62	3.3757	0.61%
15	Netherlands	7	22.46	3.2099	0.58%
16	Singapore	13	20.75	2.9655	0.54%
17	Hong Kong	7	20.35	2.9084	0.53%
18	Mexico	8	18.70	2.6726	0.48%
19	Turkey	3	15.77	2.2538	0.41%
20	Finland	4	12.46	1.7808	0.32%
21	Switzerland	6	12.30	1.7579	0.32%
22	Ireland	6	10.05	1.4363	0.26%
23	Seychelles	1	10.00	1.4292	0.26%
24	Estonia	2	9.90	1.4149	0.26%
25	Belgium	3	8.95	1.2791	0.23%
26	Japan	6	8.82	1.2605	0.23%
27	Austria	2	7.61	1.0876	0.20%
28	Colombia	3	7.40	1.0576	0.19%
29	Denmark	2	6.70	0.9576	0.17%
30	Spain	4	6.15	0.8789	0.16%

各国 VC の投資額の GDP 比率で見ても格差は大きく、中国は対 GDP の 0.791%、米国は0.4%、イスラエル0.378%、カナダ0.177%、韓国0.083%、英国0.076%、ニュージーランド0.075%、スウェーデン0.06%、フランス0.055%、ドイツ0.035%、それに対して日本は0.03%<sup>(5)</sup>であり格差は大きい。また、国別のユニコーンの企業数と時価総額合計金額には、この投資額格差がそのまま反映していると考えられる。

VC の投資額で米国は日本の約34倍、中国は約40倍、対 GDP 比でも中国は日本の26倍、米国13倍、イスラエル12倍、韓国、英国、ニュージーランドが2倍から3倍の比率である。各国のスタートアップへの投資額は、それぞれの国の環境要因に影響されながらも、ユニコーンの数と時価総額に反映していると考えられる。

この背景には国家としての産業政策の格差があると考えられる。米国は1980年代から新産業育成に注力し、連邦政府と地方政府の厚みのあるスタートアップ支援と資本市場改革を継続してきた。その結果、世界中から有能な人材とリスクマネーを呼び込み、成長を続けるスタートアップのためのエコシステムを確立している。中国では、新しい分野のスタートアップに全くと言ってよいほど制限をかけず、成長して何らかの問題が生じるとそれに対処する規制を実施する。日本では既存企業での雇用維持に期待し中小企業対策が重視されてきた結果、企業の新陳代謝<sup>(6)</sup>が滞ったと考えられる。日本の雇用調整助成金<sup>(7)</sup>が1975年から継続する恒常的な制度であるのに対して、天瀬(2022)は、「アメリカには不況下で雇用を企業に抱え込むことを支援する全国的な制度はない。一部の主な州は『操業短縮補償 (Short-Time Compensation、STC)』という既存の雇用維持スキームを設けているものの、企業の認知度は低い。事業主は判例法上の随意雇用 (employment at will) の原則により、景気後退時に労働者を解雇 (レイオフ) することが一般的に行われている。」<sup>(8)</sup>としている。日本では、法規上も慣習上も雇用の維持を企

業に義務付けることが常識であり、結果として OECD 各国の中で「解雇法制指数ランキング」<sup>(9)</sup>において26カ国中20位と解雇法制が厳格な国に分類されている。高度成長期の「終身雇用」幻想が未だ尾を引いており、公的部門、私的部門ともに解雇規制が、組織の外部環境への適応と、組織内外の構成員の流動性及び組織体の新陳代謝を阻害していると考えられる。

第1表の国別ユニコーン時価総額を合計すると、2022年11月28日時点で1204社、円ベースで見ると時価総額539兆4694億円（1ドル=139円）であり、日本は時価総額ベースで26番目である。このユニコーンは、今回の考察対象である SPAC との合併による上場や、ダイレクトリスティング、一般的な IPO 等々により数年の時を経て上場企業となる。あるいは、フェイスブックによるインスタグラムやワッツアップの買収の様に、大型買収によって上場企業の一部門となる選択をするユニコーンもあると考えられる。いずれにしても、その時点で各国の上場企業の時価総額は、瞬間的に増加することになる。第1表の米国のユニコーンは641社・時価総額296兆7249億円、日本は6社・時価総額1兆2605億円である。この時価総額が数年後には両国の上場企業の時価総額合計額に加算される。国別のユニコーンの数と時価総額の格差が、数年後に上場企業の時価総額格差となって各国の雇用や競争力に反映され、ひいては国家間の経済競争力に影響を与えられられる。

## 第2章 SPAC の設立・新規上場と SPAC との合併によるスタートアップの上場

### 第1節 SPAC（特別買収目的会社）の概要

SPAC<sup>(10)</sup>は特定の事業を持たず、未公開会社や事業を買収することのみを目的とした投資ビークル（組織体）である。英語では SPAC（Special Purpose Acquisition Company）と表記し、設立と同時に IPO を実施し市場に上場、その後に未上場企業を買収し、最終的には買収された未公開企業が上場企業となる。SPAC は1980年代から米国市場で存在していたが、様々な

不正の温床となっていた為に1992年に米国証券取引委員会による規制強化が実施された。その後、下記のようなルール<sup>(11)</sup>が定められて現在に至っている。

- 1、資金の信託（IPO 後に調達した資金の9割以上を信託し、残りが運転資金。）
- 2、買収期限の設定（IPO 後12～18ヵ月の間に買収を発表、24ヵ月以内に完了。）
- 3、買収承認プロセスの厳格化（買収企業の選定は20%以上の株主の同意が必要。）
- 4、買収失敗時の資金の返還(事前に定めた利息を付けて投資家に返還する。)

この SPAC は、証券取引所に上場し資金を調達する「空箱」企業であり、「ブランクチェックカンパニー」とも呼ばれる。企業を買収し、その企業を株式公開することのみが事業実態であり、どの企業を買収するかは上場時には不明であるためこの呼称が用いられている。実際には買収対象を明確にすると IPO プロセスに関する規制に影響され、手続きが通常の IPO に近くなってゆく為、想定する買収対象があったとしても明示しないことになっている<sup>(12)</sup>。

SPAC の IPO 時の株価は 1 株10ドルで新株予約権オプション付きであることが一般的である。NYSE（New York Stock Exchange = ニューヨーク証券取引所）では最低取引単位株数の100 株を保有する株主が最低300名いることを条件としていたが、株主数については設立時300名から公開時株主数300名に変更された。加えて合併時には SPAC の独立取締役の過半数が合併を承認することが要求される<sup>(13)</sup>。

調達した資金は第3者に預託され、SPAC スポンサーは買収先企業を探す。その期間は2年に制限され、買収に失敗すると解散し資金は事前に設定され

た利息付きで投資家に返還される。また、スポンサーが保有する株式に関して上場制度としての制約はないが、SPAC のスポンサーの持株数は上場後の発行済株式数の20% になるように株式数が設定される。買収後のロックアップ期間に関しては6か月の事例も存在するが1年間が標準的であり、この設計は標準的に採用されている<sup>(14)</sup>。ビル・アックマン、元NBA のシャキール・オニール、ポール・ライアン前下院議長と言った著名人も SPAC のスポンサーとなり、設立・上場に参加している。

米国以外で SPAC 上場の可能な証券取引所としては、シンガポール証券取引所、香港証券取引所、ロンドン証券取引所、フランクフルト証券取引所、ユーロ・ネクスト・パリ、トロント証券取引所、イタリア証券取引所、韓国取引所など<sup>(15)</sup>が挙げられる。

## 第2節 SPAC の IPO と資金調達額の年次推移（SPAC の IPO の加速と停滞）

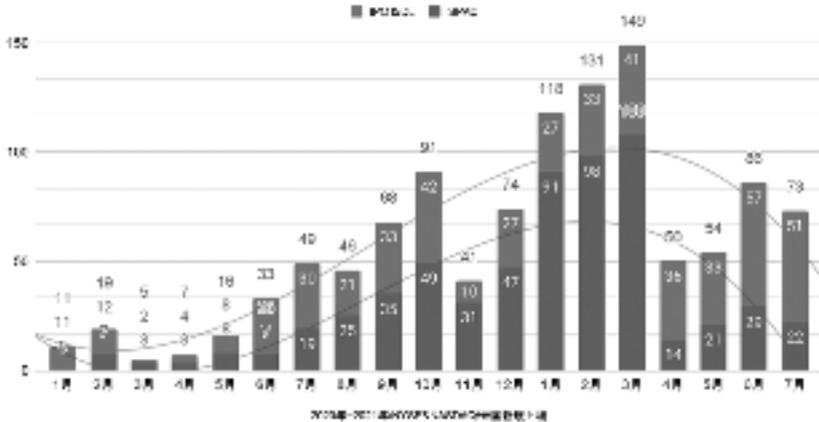
SPAC リサーチ<sup>(16)</sup>によると、2014年には20億ドル弱（米国における IPO 時公募増資とその後の公募増資を合計した上場会社のエクイティ・ファイナンスの0.63% / Bloomberg の公表データから筆者試算）であった SPAC<sup>(17)</sup> の設立・IPO による資金調達は、2015年39億ドル（同1.73%）、2016年35億ドル（同2%）、2017年100億ドル（同4.76%）、2018年108億ドル（同4.91%）、2019年136億ドル（同6.38%）と順調な増加傾向が続いていた。その後、2020年に入って SPAC の設立・IPO による資金調達額は急加速する。2020年の SPAC の設立・IPO による資金調達額は834億ドルと急激に拡大し、米国上場企業のエクイティ・ファイナンスに占める割合も2019年の6.38%から19.17%に急上昇している。

NYSE が SPAC の IPO を解禁し、より多くの投資家と起業家が SPAC を利用できる環境が整った2017年以降に SPAC の IPO は増加し始め、2020年

8月には通常の IPO を SPAC の IPO が上回り2021年3月までこの傾向は継続する。

### 第5図 米国 IPO に占める SPAC

2020年1月～2021年7月末/半区新規上場/急増するSPAC



<https://fore-view.net/mkbs/ipo-usa/> <https://fore-view.net/post/ipousay-2020/> のデータを基に筆者作成 2021年は7月30日時点

2021年に入ってからSPACのIPOは1月91社、2月98社、3月108社と増加した。その後は4月14社、5月21社と減少する。SPACの急増を受けたSECからの制度整備の為の情報発信が2020年12月（SPACに関する注意事項）に始まったため、1月から3月にかけては駆け込み的なSPACのIPO増加に繋がったと考えられる。

同年3月から4月にかけて著名人の関与を理由とした安易なSPAC投資への注意喚起がSECからなされた。加えて、SPACと被買収企業に関する開示や内部統制、上場基準、財務報告、ガバナンス、事業計画に関する法的責任、SPACの発行するワラントの会計処理方針と開示書類の訂正といったステートメントが公表され、5月にはSPACの将来情報に関する証券法の

改正案などが公表された。

しかし、SPACのIPO件数を見ると5月の21社に対して、6月41社、7月44社と再び増加している。SPACに関するSECの注意喚起や開示基準の修正、会計処理方針の訂正などが相次いで明示されたことで、SPACに関するレギュレーション強化の内容が明確になり不透明感が払拭されたため、SPACのIPOが2020年末の水準に戻ったと考えられる。

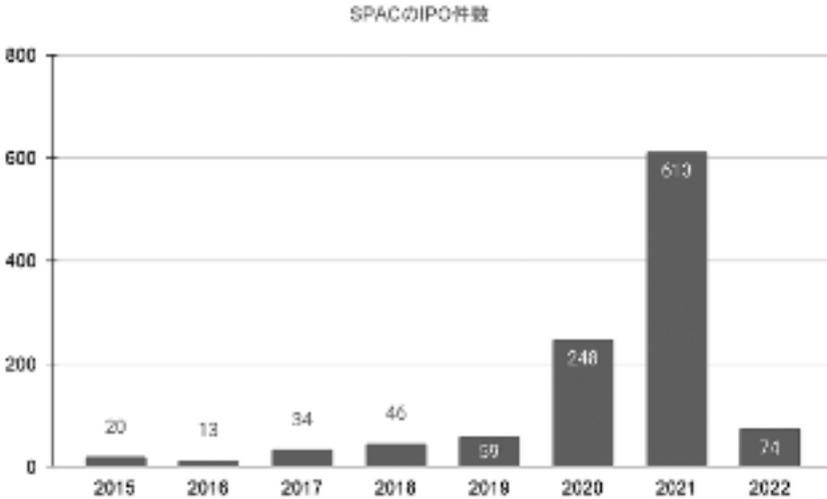
最終的に、2021年中のSPACのIPOによる調達金額は1625億ドル、613件であったが、2022年に入ってそのスピードは減速し、9月5日時点で124億ドル、74件となっている。2020年と2021年は金額、件数ともに突出していたが、2022年には2019年を若干上回る水準で着地するものと考えられる。

第6図 SPACのIPOによる資金調達額



SPAC Research (<https://www.spacresearch.com>) を参考に筆者作成 2022年9月5日

第7図 SPACのIPO件数



SPAC Research (<https://www.spacresearch.com>) を参考に筆者作成 2022年9月5日

### 第3節 米国市場に上場するSPACの国籍

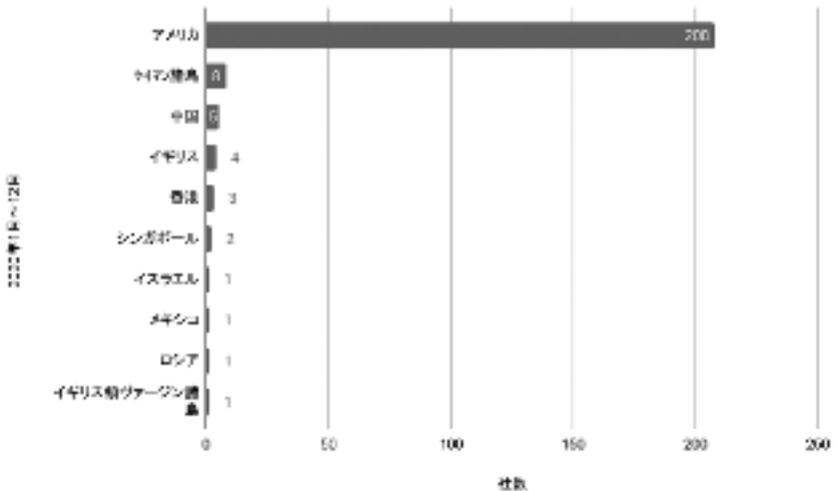
米国株式市場でのSPACの設立・IPO状況を国籍別に観察すると（第8図と第9図参照）、2020年に関しては米国208社・中国5社・英国4社・ケイマン諸島8社・イスラエル1社・香港3社・シンガポール2社・メキシコ1社・ロシア1社・イギリス領ヴァージン諸島1社、2021年に関しては米国339社・ケイマン諸島20社・香港11社・中国2社・英国2社・イスラエル2社・シンガポール2社・カナダ1社・オランダ1社・ドイツ1社・英国領ヴァージン諸島1社・マレーシア1社と国籍が多様化している。米国が大半を占めるのは当然と言えるが、外国籍のSPACのIPOが数多く見られる点に注目したい。

先程も見たように、日本のユニコーンは国内のデータベース上は11社が記録されているが、CBインサイトによると2022年11月28日の時点で6社と

なっている。この数字は昨年から変化はないが、海外のユニコーンの数はIPOによる減少を上回って増加を続け、2022年11月28日時点では1204社が確認されている。2021年の日本のユニコーンは時価総額ベースで40カ国中の20位で全体の0.32%であったが、2022年11月には時価総額ベースで48カ国中の26位、全体の0.22%にまでランクを下げている。

世界のユニコーンの増加と米国のSPACのIPO増加は無関係では無い。ユニコーンが増加している国は、米国の継続的な資本市場改革にキャッチアップしようとしている国々でもあり、その資本市場の参加者や政策当局は、それぞれの国内市場と海外の資本市場を同時に注視し、その変化に敏感であると考えられる。日本の動きとは対照的である。この第3節の後半で改めて説明するが、日本では例外と言える行動を起こしたのがソフトバンクグループである。投資子会社がスポンサーになったSPACの設立・IPOや、投資

第8図 2020年の米国でのSPACの国籍

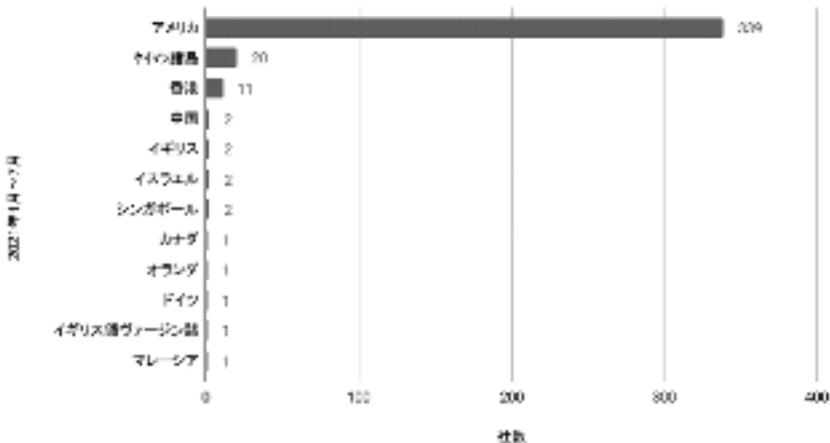


<https://fore-view.net/mkbs/ipo-usa/> <https://fore-view.net/post/ipousay-2020/> のデータを基に筆者作成 2020年は7月30日時点

先であるスタートアップがSPACとの合併で上場した例が数件ずつ存在する。こういった例に見られるように、米国のSPAC上場の急増の波に乗り短期間で上場しより有利な資金調達を目指すスタートアップや、投資資金の回収を急いだ機関投資家が2020年から2021年にかけての「SPACブーム」をより加速化した側面があると考えられる。

第9図 2021年1月～7月の米国でのSPACの国籍

SPAC 2021年1月～7月



<https://fore-view.net/mkbs/ipo-usa/> <https://fore-view.net/post/ipousay-2020/> のデータを基に筆者作成 2021年は7月30日時点

日本のソフトバンクグループもSPACを設立している。2021年3月期の有価証券報告書によると、2021年3月31日までの1年間で子会社のフォートレス、SB Investment Advisers (US) Inc.、ラテンアメリカにおけるファンド事業子会社をスポンサーとして、合計9社のSPACを設立し米国に上場させている。調達金額は合計3,304百万米ドルであり、その内訳は、投資子会社のフォートレス1,920百万米ドル、SB Investment Advisers (US) Inc. 1,154百万米ドル、ラテンアメリカにおけるファンド事業子会社230百万米ドルとなっている。

第2表 ソフトバンクグループのSPACによる資金調達額

スポンサー（グループ会社）	調達金額
フォートレス	1,920百万ドル
SB Investment Advisers (UK) Limited	1,154百万ドル
ラテンアメリカにおける ファンド事業子会社	230百万ドル
合計 SPAC 9社	3,304百万ドル

ソフトバンク G 2021年3月期有価証券報告書より筆者作成 [https://group.softbank/ir/financials/security\\_reports](https://group.softbank/ir/financials/security_reports)

事業会社であり投資会社でもあるソフトバンクグループの投資先には、3社のグループ会社によって設立・上場した9社のSPACと、他のスポンサーにより設立・上場されたSPACとの合併による投資先スタートアップのエグジットの事例が13社確認できる。2022年3月期のアニュアルレポートによると、ビジョンファンドの投資先企業の上場リストには、SPACとの合併による上場が11社（WeWorkを含む）、SPACとの合併予定が2社リストアップされている。ソフトバンクビジョンファンドの投資先とソフトバンクグループがスポンサーとなってIPOさせたSPACを合併させることについては利益相反を危惧する報道<sup>(18)</sup>もあるが、孫正義氏はメリットのある合併先を個別に判断して意思決定をしているだけだとの発言<sup>(19)</sup>をしている。

第3表 ソフトバンクグループの投資先企業のDeSPACによる上場リスト

「SVF1&2 投資先の上場実績・予定」から De-SPAC 実績と予定を抜粋			
SVF1 エグジット前の投資			
	社名	上場日	SPAC との合併による上場
1	Opendoor Technologies Inc.	2020/12/21	De-SPAC
2	View Inc.	2021/3/9	De-SPAC
3	Roivant Sciences Ltd.	2021/10/1	De-SPAC
4	WeWork Inc.	2021/10/21	De-SPAC
5	Aurora Innovation Inc.	2021/11/4	De-SPAC
6	Grab Holdings Inc.	2021/12/2	De-SPAC

7	Energy Vault, Inc.	2022/2/14	De-SPAC
SVF2 エグジット前の投資			
	社名	上場日	SPAC との合併による上場
1	Berkshire Grey, Inc.	2021/7/22	De-SPAC
2	IonQ, Inc.	2021/10/1	De-SPAC
3	WeWork Inc.	2021/10/21	De-SPAC
4	Pear Therapeutics, Inc.	2021/12/6	De-SPAC
5	Better Holdco, Inc.	TBA	De-SPAC*2
6	eToro Group Ltd.	TBA	De-SPAC*3
*2 2021年5月11日に Better Holdco, Inc. と SPAC である Aurora Acquisition Corp. との合併を発表しました。			
*3 2021年3月16日に eToro Group Ltd. と SPAC である FinTech Acquisition Corp. V との合併を発表しました。			

2022年3月期アニュアルレポートを参考に筆者作成 [https://group.softbank/ir/financials/security\\_reports](https://group.softbank/ir/financials/security_reports)

#### 第4節 SPAC への関心を高めた Virgin Galactic 社

2020年の米国での IPO 及び公募増資による資金調達金額の中で、SPAC の設立・上場による資金調達は全体の約20%まで増加し、2021年3月までは SPAC ブームとも言える状況が続いた。そのきっかけを作ったのが Virgin Galactic<sup>(20)</sup> であると言われている。2017年に NYSE が SPAC の IPO を解禁したことで一般投資家による SPAC への投資が加速する。同年9月14日に SPAC である Social Capital Hedosophia Holdings Corp. が NYSE に上場し、2年後の2019年9月7日にリチャードブランソンが創業した Virgin Galactic 社との合併を発表する。この時点でメディアへの露出度が高い経営者の宇宙産業分野のスタートアップと SPAC との合併による上場が話題になり一般投資家の関心が高まる。10月25日には、このデールが完了 (DeSPAC) し世界的な注目を集めることとなった。

Virgin Galactic は、2004年に著名な起業家である英国のリチャード・ブランソン氏がカリフォルニアに設立したヴァージングループの企業である。

Virgin Galactic の時価総額は、SPAC との合併後の2019年末には22.6億ドル、2020年末55.6億ドル、2021年末34.5億ドル、2022年9月10日時点では15.5億ドルとなっている。2019年以降に時価総額が急騰した事と著名な起業家の関わるスタートアップであったこともあり、大きな注目を集めたことが2020年以降のSPAC ブームとも言える現象のきっかけになったと考えられる。

Social Capital Hedosophia Holdings は合計6社のSPACを設立・上場させており、6社中2社はソフトバンクグループの投資先であるスタートアップと合併している。2020年4月28日に設立・上場したSocial Capital Hedosophia Holdings Corp. II は2020年12月18日にOpendoorと合併し、2020年10月9日に設立・上場したSocial Capital Hedosophia Holdings Corp. V は2021年5月28日にSoFiと合併した。Opendoor は2018年9月のシリーズEでSoftBank Vision Fund<sup>(21)</sup>をリードインベスターとして資金調達を実施し、SoFi は2015年9月のシリーズEでSoftBank<sup>(22)</sup>をリードインベスターとして資金調達を実施した企業である。なお、6社のSPACの内、残りの2社が2022年10月にSPACとしての合併期限を迎える。この期日を超えると同原則として投資家への返金手続きに入ることになる。

第4表 Social Capital Hedosophia Holdings が上場させた6社のSPAC

SPAC の企業名	SPAC の 銘柄識別 コード	Status <sup>(23)</sup>	存続企業名	SPAC の 設 立・上 場日	合併完了日
Social Capital Hedosophia Holdings Corp. V	IPOE	Deal Closed	SoFi	10/9/2020	5/28/2021
Social Capital Hedosophia Holdings Corp. VI	IPOF	Pre-Deal		10/9/2020	
Social Capital Hedosophia Holdings Corp. IV	IPOD	Pre-Deal		10/9/2020	
Social Capital Hedosophia Holdings Corp. II	IPOB	Deal Closed	Opendoor	4/28/2020	12/18/2020
Social Capital Hedosophia Holdings Corp. III	IPOC	Deal Closed	Clover Health	4/22/2020	1/7/2021
Social Capital Hedosophia Holdings Corp.	IPOA	Deal Closed	Virgin Galactic	9/14/2017	10/25/2019

<https://www.spacresearch.com/sponsor/detail?name=Hedosophia> を基に筆者作成 2022年9月14日

### 第3章 SPACの現状と米国資本市場における役割

#### 第1節 スタートアップ側から見たSPACとの合併による上場

メディアでは、スタートアップの資金調達拡大、ユニコーンの数の急増、米国のSPACのIPO急増など、取り上げやすい現象に注目が集まっている。そこでは、主として調達金額の巨額化、コロナ禍で政府の財政支出が急増したことによる過剰流動性の問題、成長株の時価総額の急上昇などが関連して語られ、バブル発生の危険性が指摘<sup>(24)</sup>されている。

しかし、SPACのIPO急増やSPACとの合併によるユニコーンの短期上場といった現象を別の視点から観察すると、全く異なる風景が見える。

米国のスタートアップは、未上場の段階で日本のスタートアップの10倍～100倍の巨額と言える資金調達を実施する過程でユニコーンとなる。伝統的なIPOで公開企業となる場合もあるが、ここ数年はSPACと合併<sup>(25)</sup>し、短期間で公開企業となることを選択するスタートアップが増加している。日本の同業の企業と比較すると、これまで以上の短期間かつ巨額の資金調達を行っている。この資金力の違いが競争力の格差となり成長の違いに繋がると考えられる。筆者の調査では、伝統的な自動車メーカーを含む広義のモビリティ事業を行う世界の上場企業65社のうち2010年以降に上場した企業が28社存在する。この28社のうち12社がSPACとの合併による上場であり、2020年と2021年の2年間に集中<sup>(26)</sup>している。この中に日本企業は存在しない。モビリティ関連でSPACと合併し上場した企業の中で、最も時価総額が高いLucid Motorsの時価総額は日本円で3兆3842億円(2022年10月28日)であり、この高い時価総額は、新株発行やグリーンボンドの発行による更なる資金調達、自社株式や手許資金によるM&A、特にA&D(Acquisition & Development)<sup>(27)</sup>やアクハイヤー(Acqui-hire)と呼ばれる手段での成長の加速を可能にすると考えられる。

SPAC を用いたスタートアップの資金調達プロセスは、同時に、未上場時に彼らへの投資を行ってきた投資家にエグジットの機会を提供し、未上場段階での株式投資に参加できなかった投資家には、上場後の新たな投資機会を提供している。通常の IPO 後の株式投資に比較すると、SAPC への投資はプライマリーにせよセカンダリーにせよ、企業の成長フェーズで見ればより初期の段階への投資となる。SPAC Research<sup>(28)</sup>によると、2016年以降に SPAC との合併により米国の資本市場に上場したスタートアップは411社存在し、2016年 4 社、2017年13社、2018年23社、2019年28社、2020年64社、2021年199社、2022年80社（10月28日時点）である。

SPAC の設立・上場とユニコーンの SPAC との合併による短期上場は、新産業育成の為の SBIR をはじめとした政府支援策と比較して、より短期間で新産業の育成と新規雇用の創出及び世界的な次世代の産業競争力の創出という成果に繋げる手段になっていると考えられる。スタートアップがプライベートな資本市場を通じてユニコーンへと成長し、SPAC との合併による短期間での上場を経ることで、スムーズにパブリックな資本市場へと送り出される。資本市場の観点からは、SPAC は、既に重層的に確立<sup>(29)</sup>されている米国のプライベート、パブリック、プライマリー、セカンダリーの4領域の資本市場の中で、従来型の IPO の減少<sup>(30)</sup>とユニコーンの急増の狭間に生じた歪みを吸収し、IPO の減少という問題を解決する上で重要な役割を果たしている。このことは、米国がグリーンニューディール<sup>(31)</sup>などによって、長期的な新産業育成政策を推進する上でも強力な促進材料になると考えられる。

ここまでの全体像を俯瞰すると、世界からの移民の受け入れや投資資金を惹きつける重層的な資本市場など含めて、様々な要因が有機的に重なってエコシステムを構成している姿が見える。この有機的なエコシステムの求心力が魅力となり、エコシステム全体としても、内部の構成員である個別企業の

成長や、スタートアップ起業家の輩出とスタートアップ企業の成長の視点でも好循環を形成している。第10図に見るようにスパイラル状に上方へと、更なる成長へと繋がり好循環を繰り返すエコシステムを成立させていると考えられる。

シリコンバレーや他の地域のスタートアップ・エコシステムが語られる時に、起業家や元起業家のエンジェル投資家、元スタートアップのテクノロジー系大企業の人材を介したスタートアップと大企業とのオープンイノベーション、VCやスタートアップ専門の法律事務所、この分野を得意とする証券会社などの組織としての関係性や人的な繋がりをベースとした姿について語られてきた。この関係性と特定の地域的な繋がりがスタートアップ・エコシステムと捉えられている。加えて世界中からシリコンバレーに集まる専門性の高い人材が、出身国に帰り起業することでスタートアップ・エコシステムが世界中に広がりつつあることもアナリー・サクセニアン（2009年）は指摘している<sup>(32)</sup>。

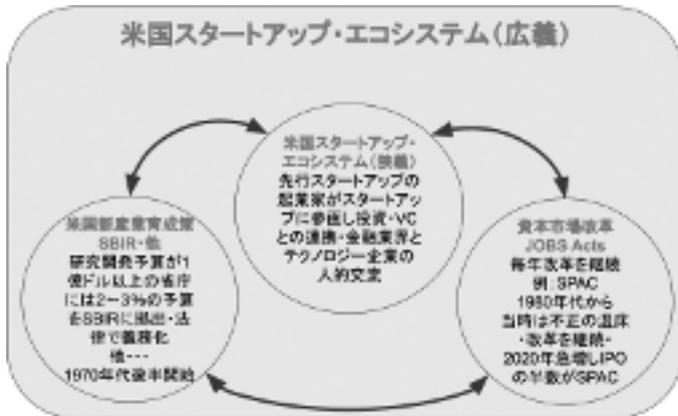
筆者は、このエコシステムを狭義のスタートアップ・エコシステムであると考え、1980年代から存在していたSPACを継続的に改革を継続した資本市場改革や、1970年代後半から継続されてきたSBIRを中核とした政府の新産業育成策の2点に関して岸本（2018）<sup>(33)</sup>はエコシステムの外部要因として分類している。筆者はこの2点をエコシステムの外部要因ではなく内部要因と捉えた全体を、米国の広義のスタートアップ・エコシステムであると定義する。

歴史的な経緯としては、米国の狭義のスタートアップ・エコシステムは、政府の新産業育成策と政府支出および継続的に実施されてきた資本市場改革が強力なサポートとなり、相互作用を通じて成長を続けてきた。特にテクノロジースタートアップであるTESLA<sup>(34)</sup>にみられるように大規模な研究開発

投資や設備投資を必要とする企業においては、SBIRを含む政府の新産業育成策による支援が初期の成長を促進している。森田（2019）の指摘するユニコーン企業の成長におけるPEファンドの役割の重要性や資金調達額の高騰、海外のスタートアップがSPACとの合併で米国資本市場に上場する例など、資本市場がスタートアップ・エコシステムに与える影響が拡大している。この状況は、政府支援と資本市場改革を含む広義のスタートアップ・エコシステムが成立し、不可分な関係性を持って成長している姿を示している。

広義のスタートアップ・エコシステム内においては、個々の新興企業の成長に伴って1社あたり数万人規模<sup>(35)</sup>の新規雇用の創出と、同時に既存企業の事業撤退や人員削減が同時に成立し全体として新陳代謝が加速する姿が見られる。2022年9月27日にHarley Davidsonの電動バイク部門のLiveWireがSPACとの合併によって上場<sup>(36)</sup>した。この様にSPACとの合併によるスタートアップの上場は既存の上場企業の事業再編にも影響を与えている。これはSPACとの合併が新たなマネジメント上の選択肢として受け入れられつつある証左と言える。

第10図 米国の新産業育成策とスタートアップエコシステム



筆者作成 2022年3月20日

米国の資本市場においては、ダイレクタリスティング・SPAC との合併による IPO・伝統的 IPO・M&A といった複数のエグジットの選択肢がある中で、スタートアップ各社が、資本市場や経済状況等の外部環境の変化や自社に対する機関投資家や一般投資家からの認知度などを冷静に分析し、自社の成長資金の確保の視点でより有利な手段を選択していると考えられる。起業家と投資家が様々な政府支援と資本市場改革の中でダイナミックに行動を変容し、世界からのリスクマネーや高度な人材を惹きつけて米国の新産業育成に繋がっていく。こうした広義のエコシステムが、より高い経済成長を進める原動力となっていると考えられる。

## 第2節 日本のスタートアップと米国 SPAC との合併による Nasdaq への上場

2022年9月7日に、SPAC との合併による日本のスタートアップの上場計画<sup>(37)</sup>が発表された。東京の有人ホバーバイク開発会社である A.L.I. Technologies 株式会社が米国持株会社である AERWINS Technologies と米国の SPAC である PONO Capital Corp との De-SPAC 契約を締結<sup>(38)</sup>したとの発表である。

SPAC である PONO Capital Corp<sup>(39)</sup> は、2021年8月11日に Nasdaq へ上場し市場取引が続いている。当初は別のスタートアップと交渉していたとのことであるが、今回の契約締結の発表 (Deal Announced) で AERWINS Technologies と PONO Capital Corp の Live Deal 期間に入る。Live Deal とは今回の様な契約締結の発表後に合併が完了するまでの期間を指す。この期間は発表を前提とした Nasdaq での市場取引が続くことになるが、一般的にこの期間に株価は大きく上下に変動する。2023年3月頃に予定されている合併手続きの完了をもって、Nasdaq で取引されている PONO Capital Corp<sup>(40)</sup> は AERWINS Technologies となる予定である。

A.L.I. は2016年に創業し、ドローンや浮上して走行するホバーバイクの研究開発をするディープテック・スタートアップである。米国や中東を中心にホバーバイク販売の世界展開を進め、今回の PONO Capital Corp と米国持株会社との合併上場で調達する1億5000万ドル（200億円強）程度の調達資金を製品開発や世界展開への販促に充てるとしている。

合併先の SPAC である PONO Capital Corp には、元コロプラ副社長で個人投資家の千葉功太郎氏が社外取締役に入り、日本側の案件ソーシングや SPAC そのものの認知普及活動などの役割を担っている。

最先端の技術開発や事業開発を行うディープテック・スタートアップは、事業実績と黒字化を重視する日本では資金調達や IPO において不利である。一般的に言って日本では事業のポテンシャル評価が低いために、深い J カーブを描くスタートアップにとって日本の資本市場は不利であり、米国の同業他社に比べると資金調達額がかなり低くなることが多い。今回のディールは、日本のディープテック・スタートアップにとってのロールモデルとなる最初の事例であると考えられる。

米国の SPAC との合併による短期上場で、Nasdaq に上場することを目指すスタートアップの存在は何を意味するのであろうか。日本のディープテック・スタートアップの資金調達が日本国内では不利であることは、今回の事例だけではなく過去にも存在する。日本の資本市場に魅力がなければ日本と比較してより魅力的な米国や他の国の資本市場から資金調達を進めることになる。事業展開を地球規模で進めるだけではなく、米国や他の国の資本市場からの資金調達を積極的に進めることで、言わば外圧によって日本の資本市場をスタートアップにとって好ましい方向に変革することが可能になると考えられる。

## まとめ～提言

本研究は、スタートアップの資金調達環境の変化について、SPACとユニコーンを中心とした企業動向に関するデータを基に分析し実態を捉えようとするものである。1980年代から存在するSPACという制度が資本市場改革の中でブラッシュアップされ、ユニコーンをはじめとしたスタートアップに資金調達と公開企業になる為の選択肢として認知されることで、上場企業の減少という米国資本市場の問題を解消するきっかけにもなった。また、スタートアップにとって、2020年に突如クローズアップされたSPACがどのような意味を持っているのか、その現状と役割を中心に考察を進める中で、米国のスタートアップ・エコシステムの中での位置付けを明確にした。資本市場の改革とSPACの急増及び米国のスタートアップ・エコシステムとの関係性や位置付けにおいて、独自性を持った考察であり今後のスタートアップ研究に貢献できるものと考ええる。

第1章から第2章にかけて実績を提示したが、世界のユニコーンの社数は過去1年で約1.5倍にまで増加した。CBインサイツによると2022年11月28日の時点で1204件、時価総額3兆8760億ドルまで増加しており、件数と時価総額ともに米国のスタートアップが過半数を超えている。米国の2021年のIPO件数は1007件<sup>(41)</sup>と過去最高を記録し、上場時の資金調達額も合計で前年比1.8倍の3158億ドルであり最高額を更新している。2021年のIPOの1007件のうち613件、資金調達額の3158億ドルのうち1625億ドルがSPACのIPOによる実績であり、米国の資本市場は、SPACによって上場企業の減少・停滞傾向から反転し増加に転じた。SPAC Researchによると、2022年10月28日時点の上場済みのSPACのうちPre-Dealの518社が合併対象のスタートアップを探している状態であり、スタートアップと交渉しDe-SPAC契約を締結したLive DealのSPACが137社、合計655社が上場しスタートアップとの合併を目指している。その他に96社がIPOの準備に入っている。また、2021年199社、2022年80社のSPACがスタートアップとの合併を完了し事業会社と

しての上場を完了している。この実績は、SPAC がスタートアップの成長資金や事業会社の部門を分離独立させる際の資金調達手段<sup>(42)</sup>として、主要な選択肢の一つになっていることを示している。少なくとも2021年から2022年にかけては、スタートアップの成長資金の調達手段として通常の IPO を上回る実績を残し、M&A や IPO と並んで投資家のエグジット手段でもあったことが確認できる。SPAC と合併するスタートアップには、第3章第2節で触れた日本のスタートアップの SPAC との合併による NASDAQ への上場など、米国籍以外のスタートアップも含まれており起業家とスタートアップを米国に引き寄せる要因にもなりつつある。

現在の GAFAM は、VC 等の投資資金を基に市場の黎明期に果敢に新規市場を開拓し、上場後も巨額と言える赤字を計上しながら指数関数的な成長を遂げ、世界の時価総額上位企業へと躍進してきた。2003年創業の TESLA はエンジェル投資家や VC、プライベート・エクイティ・ファンド (PE) の投資資金と SBIR や政府支援を受けて成長した。IPO 後も十数年をかけて赤字成長を続け、黒字化した後に新株発行で資金調達を実施する。中国・ドイツ・米国内にも新工場を建設し BEV メーカーとして2022年9月3日には時価総額で世界6位の水準に達した。TESLA は GAFAM の一角に食い込み、2022年時点で11万人の従業員を雇用<sup>(43)</sup>している。

伝統的 VC に加えて CVC 投資を積極的に進める GAFAM やその他の大企業、プライベート・エクイティ・ファンド (PE) など様々な投資主体がスタートアップに関与する中、資金調達手段はバラエティーを増し続けている。時間と共に資金調達の選択肢は増加し短期成長が可能となっている。ユニコーン、ユニコーン未満のスタートアップが資金調達環境の変化を成長に取り込み、急成長を目指している中で SPAC が注目され、新たな資金調達手段として主要な選択肢の一つとして認知されるに至った。

この資金調達手段としての選択肢増加の背景には充実した米国の資本市場の存在がある。田所創 (2020)<sup>(44)</sup>は、「米国の多層的・分散的な構造に対して、日本では、東京証券取引所一極集中構造であり、未上場株式の店頭市場などのプライベート・マーケットは、極小規模な制度を除き、ほぼ存在しない」とし、「米国では、13の証券取引所を頂上に、OTC（店頭）市場、州内市場と広がり、パブリック（公募・上場）とプライベート（私募・未上場）、プライマリー（発行）とセカンダリー（流通）の2×2の4種類の市場が発展し、企業の成長段階に応じた資本調達を可能にしている。」と説明している。

米国においては、未上場株式の売買が広く可能であるという点が日本とは大きく異なる。米国では未上場株式のセカンダリーマーケットが充実しており、エンジェル投資家の裾野は日本に比べてはるかに広く、一定の資金をスタートアップ投資に振り向けた後に、未上場株式の売買を可能にする投資銀行や未上場株式の市場取引によって投下資金を回収することが可能である。VCやPE、CVC投資をする事業会社もこの未上場株式のセカンダリーマーケットが受け皿になって投下資本の流動性を高めている。VC以外にも企業の赤字段階での成長を促す資本市場が存在し、証券会社が未上場株式を取り扱うのが米国では一般的である。米国の証券会社は2019年末時点で3,517社（FINRA 会員企業数、証券外務員は約62.5万人）存在し、上場市場以外のエクイティ取引として店頭市場の OTC マーケッツ（OTCQX、OTCQB、ピンク・オープン・マーケット）気配表示システム、マーケット・メイカー制度が整備され1万社以上が登録している<sup>(45)</sup>。また、専業の非上場株式取引プラットフォーム<sup>(46)</sup>も存在する。

新株発行を引き受けるエンジェル投資家は日本にも存在するが、その投資資金は投資先がIPOするまでは事実上売却できない。米国においては未上場株式のセカンダリーマーケットが存在し、スタートアップに投資した資金についても証券会社を通じて現金化する手段があり、日本に比べると流動性

ははるかに高い。このことが、企業成長の初期段階からのエクイティーによる資金調達を容易にしている。その後の成長フェーズにおいても、未上場段階での VC や PE ファンドからの資金調達、SPAC を使った短期間での IPO、証券会社の引き受けを経ず直接市場に上場するダイレクトリスティング＝直接上場など、多様な資金調達市場並びに投資資金回収市場が存在し、それがスタートアップの成長を支えている。

この資本市場への参加者をリストアップすると次のようなものとなる。スタートアップとそのスタートアップへの資金提供者並びに支援者、そして種々の制度に関しては米国連邦政府・地方政府、CVC 投資を実施する大企業、VC、PE、SPAC を設立する投資ファンド運営チーム、伝統的 IPO や IPO した SPAC、その SPAC と合併して上場したスタートアップに投資する一般の投資家などなどである。このような様々な関与者との関係性の中でスタートアップとユニコーンは成長している。

加えて、米国においては海外からの関与者、具体的には機関投資家や起業家、大企業や海外の政府系ファンドなども含めたエコシステムが成立しており、そのエコシステムもまた時代の変化とともに成長を続けている。この中には、既に米国資本市場のみならず新興国を含む世界の資本市場のインサイダーとなったソフトバンクグループも含まれ、ユニコーンへの投資家としてだけでなく SPAC の IPO や投資先のスタートアップの SPAC との合併などで名前が確認できる。ソフトバンクグループは第 2 章で触れたように 2020 年だけで 9 社の SPAC を設立・上場させている。そして EU 諸国やシンガポールなどの諸外国はこの米国のエコシステムを模倣し資本市場改革を推し進めている。そうしたグローバルな現状の中で、日本のみが旧態然とした資本市場をかたくなに維持しているように見える。

日本のスタートアップ各社や起業家にとっても、例え日本国内に限定した

事業であったとしても、グローバルな資金調達の様子が到来している。グローバルによるスマホ決済会社 pring の買収<sup>(47)</sup>やペイパルの Paidy 買収<sup>(48)</sup>、といった事例や、米投資会社のカーライルが山形鶴岡のバイオベンチャー、スパイバーによる合計344億円の資金調達に参画し100億円を投資<sup>(49)</sup>する事例など、米国資本市場の環境変化が日本の資本市場にも影響を与える事例が見え始めている。とはいえその変化は、依然ごく一部の動きに過ぎない。

米国のSBIRに始まる新産業育成策の中では、国籍の限定は存在しない。イーロンマスクは、南アフリカ出身で、カナダへの移住を経て米国に入り、ペンシルベニア大学ウォートン・スクールへ進むための奨学金を得て、経済学と物理学の学位を取得、1995年に高エネルギー物理学を学ぶためスタンフォード大学の大学院へ進むが、2日在籍しただけで退学し起業する。その後、彼が関わったスタートアップ（TESLA社、スペースX社、ソーラーシティー社）が2015年時点で受けた政府支援の合計金額を日本円に換算すると6000億円以上にのぼる。この米国連邦政府や地方政府からの巨額の支援を一部のメディアは批判<sup>(50)</sup>している。

米国の新産業育成策は、創業者の出自に関係なく地球規模で事業展開することを想定しており、結果としてTESLAだけで11万人の雇用を生んでいる事実に着目する。補足すると、TESLAは、2003年の設立から2010年の上場までに、創業者であるイーロン・マスク自身の出資から始まり合計20の投資家からのエクイティーとU.S. Department of Energyからのデッド（465百万ドル）を合わせて823百万ドルの資金を調達している。TESLAは創業後7年で上場しているが、その時点で日本円で1000億円近い資金調達をしている。その内の半額、約500億円は政府からの支援資金である。500億円近い政府支援を受けていることから推察できるのは、米国では有力なスタートアップには集中した支援が行われている事実である。合理的に考えれば、移民であれ何世代にもわたり米国に住む国民であれ、新産業育成と雇用創出の

観点で可能性があれば支援するのは当然と言えよう。移民起業家への支援に関して批判が向けられたとしても、新産業の創出は上手くすればスタートアップ1社で数万人規模の雇用を創出し、経済成長と税収の増加によって国民に配分すべき原資を創出する事につながる。

日本では資金調達が困難なディープテック・スタートアップが、米国ではSPACとの合併で数百億円～数千億円の資金調達を実現し、指数関数的な成長を見せている。同時にそれは、有能な人材の確保と研究開発及び世界展開の資金を調達するプロセスでもある。これは「赤字成長」を継続し、急成長を志向する上場企業を多数生み出し、将来のGAFAMを創り出そうとする米国資本市場の姿でもある。SPACという制度が米国からEU各国及びシンガポールなど諸外国に広がり、各国の資本市場改革が進展し、市場参加者の多くがダイナミックに行動変容する中で、これから日本はどうすべきなのか。仮に日本で世界水準の急成長を志向するスタートアップが創業した場合、そのスタートアップは、世界の有利な資本市場で資金調達を行い、世界最高水準の人材を確保して研究開発を継続し成長するスタートアップと対等に競争することができるのだろうか。筆者は、20年後、30年後の日本のグランドデザインのもとに、先行する米国をはじめとした成功例を愚直に模倣することからSPACを含む資本市場改革を進めてゆくべきではないかと考えている。

## 参考文献

- [1] アナリー・サクセニアン著『現代の二都物語』、日経BP社、2009年10月。
- [2] アナリー・サクセニアン著『最新・経済地理学』、日経BP社、2008年2月。
- [3] 東良彰・中尾武雄「企業の新陳代謝と日本の経済成長」『同志社大学ワールドワイドビジネスレビュー』2008年9月、pp14-25。
- [4] 天瀬光二「コロナ禍の雇用維持政策を振り返る—諸外国の雇用維持スキームの対応」、労働政策研究・研修機構、2022年6月8日。
- [5] 岸本千佳司「シリコンバレーのベンチャーエコシステムの発展『システム』として

の包括的理解を目指して」、『東アジアへの視点』29巻、2018年1月、pp32-57。

[6] 黒田祥子「わが国の解雇法制は企業にとってどの程度厳格か」、『日本労働研究雑誌』46(4)号、労働政策研究・研修機構、2004年4月、pp74-77。

[7] 鈴木克昌・五島隆文・平川諒太郎・水本真矢「諸外国におけるSPAC制度の導入と日本版SPAC」『CAPITAL MARKETS BULLETIN』2022年1月号(Vol.59)、2022年1月。

[8] 関 雄太「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」、野村資本市場研究所、2021年3月。

[9] 田所創「JOBS Actsによる米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」、独立行政法人経済産業研究所、2020年9月。

[10] トム・アイゼンマン著『起業の失敗大全』、グロービス、2022年3月。

[11] 中村幸一郎著『スタートアップ投資のセオリー』、ダイヤモンド社、2022年6月。

[12] 秦信行著『ベンチャーコミュニティを巡って』、武蔵野デジタル出版、2017年3月。

[13] ピーター・ティール／ブレイク・マスターズ著『ゼロ・トゥ・ワン』、NHK出版、2014年9月。

[14] 福本葵「SPAC（特別買収目的会社）とは何か」、『証券経済研究』第117号、日本証券経済研究所、2022年3月。

[15] ベン・ホロヴィッツ著『ハード・シングス』、日経BP社、2015年4月。

[16] マックス・H・ベイザーマン、パレシュ・パテル著「SPAC投資の可能性と限界を見極める」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』、ダイヤモンド社、2022年6月。

[17] 山口栄一著『イノベーション政策の科学：SBIRの評価と未来産業の創造』、東京大学出版会、2015年3月。

[18] 森田橋之介「日本及び諸外国のSPACへの対応／新たな上場方法として注目を浴びるSPACとは」、KNOWLEDGE & INSIGHTS、アーツアンドクラフツ、2021年9月15日。

[19] 森田裕行「なぜ日本から世界に通用するスタートアップが生まれ育たないのか？」MOTペーパー／イノベーション研究科・技術経営専攻、東京理科大学大学院、2016年1月。

[20] 森田裕行「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－」、『國學院大學経済学研究』第50輯、國學院大学大学、pp35-70、2019年2月。

[21] 若園智明「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第107号、日本証券経済研究所、2019年9月、pp1-19。

[22] Minmo Gahng (Warrington College of Business, University of Florida), Jay R. Ritter (Warrington College of Business, University of Florida), Donghang Zhang (Darla Moore School of Business, University of South Carolina), "SPACs" October 10, 2022.

[23] Ramey Layne, Brenda Lenahan, "Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction" *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Vinson & Elkins LLP, on Friday, July 6, 2018.

## 注記

1. <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> 2021年9月9日 = 807社、2022年9月14日 = 1191社、2022年11月28日 = 1204社、アクセス
2. 世界のスタートアップ調達額は70兆円前後の見込み。2021年は第3四半期まででスタートアップによる資金調達金額が約50兆円（約4377億ドル）規模になった。 <https://signal.diamond.jp> 2022年9月15日アクセス
3. <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> 2021年9月9日 = 807社、2022年9月14日 = 1191社、アクセス2022年11月28日 = 1204社、アクセス
4. <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies> 2021年6月30日、2021年9月9日、2022年9月14日 = 1191社2022年11月28日 = 1204社、アクセス
5. スタートアップ国際比較。各国を代表するユニコーン企業 INITIAL <https://initial.inc/articles/global-startup-summary> 2021年5月20日アクセス
6. 東良彰・中尾武雄 [3]「企業の新陳代謝と日本の経済成長」『同志社大学ワールドワイドビジネスレビュー』2008, 10.1: P14-25「企業の新陳代謝がなかった場合には国民所得は約2.6倍に増加しただけであったが、企業の新陳代謝があったために国民所得は約9倍にまで増加したことになる。」<http://xplala.aa0.netvolante.jp/class/DynamicsAndGrowth.pdf>
7. 1975年に雇用調整給付金として創設 <https://ja.wikipedia.org/wiki/雇用調整助成金> 2022年10月19日アクセス
8. 「アメリカには不況下で雇用を企業に抱え込むことを支援する全国的な制度はない。一

部の主な州は「操業短縮補償（Short-Time Compensation、STC）」という既存の雇用維持スキームを設けているものの、企業の認知度は低い。事業主は判例法上の随意雇用（employment at will）の原則により、景気後退時に労働者を解雇（レイオフ）することが一般的に行われている。～中略～コロナ禍の失業急増に対応するため、失業保険給付の加算、延長、対象拡大などの特例措置を設け、失業者の当面の生活を支援した。また、異例の政策として、雇用維持目的の資金を中小企業の事業主に事実上提供する緊急融資制度『給与保護プログラム（Paycheck Protection Program、PPP）』を設け、コロナ危機対応の柱に据えた。」天瀬光二〔4〕「コロナ禍の雇用維持政策を振り返る—諸外国の雇用維持スキームの対応」労働政策研究・研修機構2022年6月8日 <https://www.jil.go.jp/tokusyu/covid-19/column/028.html> 2021年10月15日アクセス

9. 黒田祥子〔6〕「『解雇法制総合』では、わが国は、27カ国中20位となっており、解雇法制が厳格な国に分類されているといえる。この結果は、制定法のみを指数化し、わが国の解雇権濫用法理を考慮していない Lazear〔1990〕や OECD〔1994〕が、わが国を解雇法制が緩やかな国に分類していることと対照的である。ちなみに、米国はどの研究でもほぼ1位となっており、最も解雇が行いやすい国に分類されている。」黒田祥子「わが国の解雇法制は企業にとってどの程度厳格か」、『日本労働研究雑誌』46（4）号、労働政策研究・研修機構、2004年4月、pp74-77。 <https://www.jil.go.jp/institute/zassi/backnumber/2004/04/pdf/074-077.pdf> 2021年2月13日アクセス

10. SPACs：リッター教授ら〔22〕の論文 Minmo Gahng（Warrington College of Business, University of Florida）、Jay R. Ritter（Warrington College of Business, University of Florida）、Donghang Zhang（Darla Moore School of Business, University of South Carolina）、“SPACs” October 10, 2022。 <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/SPACs.pdf> 2021年2月12日アクセス

11. <https://www.motleyfool.co.jp/archives/10959> 2021年3月18日アクセス

12. SPACの基本構造 <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

13. 福本葵〔14〕「SPAC（特別買収目的会社）とは何か」、『証券経済研究』第117号、日本証券経済研究所、2022年3月。 <https://www.jsri.or.jp/publication/periodical/economics/>

117/117-03/ 2021年 8月25日アクセス

14. 鈴木克昌 五島隆文 平川諒太郎 水本真矢 [7] 「諸外国における SPAC 制度の導入と日本版 SPAC」 CAPITAL MARKETS BULLETIN 2022年 1月号 (Vol. 59) <https://www.mhmjapan.com/ja/newsletters/capital-markets-bulletin/73.html> 2022年 4月15日アクセス
15. 森田橋之介 [18] 「日本及び諸外国の SPAC への対応／新たな上場方法として注目を浴びる SPAC とは」、KNOWLEDGE & INSIGHTS、アーツアンドクラフツ、2021年 9月 15日 <https://www.arts-crafts.co.jp/post-10523/> 2022年 9月18日アクセス
16. SPAC Research (<https://www.spacresearch.com>) 2021年 8月 1日アクセス
17. <https://spacinsider.com/stats/> 2022年 9月 5日アクセス
18. 「米国『空箱』上場につきまとう利益相反リスク」日本経済新聞 2021年 3月24日 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFP11B5Y0R10C21A3000000/>
19. ソフトバンクグループ説明会資料・動画 2021年 3月期 [https://group.softbank/ir/presentations?year=2021&category\[1\]=1](https://group.softbank/ir/presentations?year=2021&category[1]=1)
20. Virgin Galactic <https://www.crunchbase.com/organization/virgin-galactic> 2022年 9月14日アクセス
21. Opendoor [https://www.crunchbase.com/organization/opendoor-2/company\\_financials/funding\\_rounds](https://www.crunchbase.com/organization/opendoor-2/company_financials/funding_rounds)
22. SoFi [https://www.crunchbase.com/organization/social-finance/company\\_financials/funding\\_rounds](https://www.crunchbase.com/organization/social-finance/company_financials/funding_rounds) 2022年 9月14日アクセス
23. 第4表の Status は SPAC の合併・上場へのプロセスを表し、Deal Closed は SPAC と買収ターゲットのスタートアップの合併が完了したことを意味する。なお、Pre-Deal は買収ターゲットとの交渉も始まっていない状態を、Live Deal は交渉企業との合意 (DeSPAC 契約) が成立し合併・上場への手続き中であることを示す状態である。
24. 高まるバブル予兆 (上) SPAC など金融技術に潜むリスク 日経ヴェリタス 2021年 3月30日 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFZ220Q00S1A320C2000000/>
25. 「IPO 後、SPAC は買収の機会を追求し、事業や資産を買収するための合併や売買契約を交渉する (「合併」 [Business Combination] と呼ばれる)。」吉田拓史「Ramey Layne らの『Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction』(2018) の抄訳」からの

引用。 <https://www.axion.zone/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction-no/> 2020年12月16日アクセス

26. Yahoo Finance、Nasdaq、Spacresearch、のデータから筆者調査 2022年8月15日時点

27. 「シリコンバレーのアップルやグーグルなどの企業が日常的に行っている A&D (Acquisition & Development) やアクハイヤー (Acqui-hire) と表現される M&A は、R&D や採用に替えて短期間で研究開発の成果を得、結果を出したチームを取込むスタイルであり、この2社のスタートアップが短期間で急成長することに大きく貢献している。M&A 型の研究開発である A&D とアクハイヤーを事業戦略上のツールとして使いこなすスキルが定着しているのである。～ジョンソン&ジョンソンやシスコシステムズは1990年代から A&D やアクハイヤーを実施していた。日経ビジネス1997年4月21日号のラルフラーセン会長兼 CEO のインタビュー記事によると、1990年代からジョンソン&ジョンソンが自社事業とライセンス先や出資先や買収先を比較し、戦略的に買収や剪定と呼ぶ売却をしていたことが確認できる。自社チームの売却を剪定と表現している。そこでは、現在、A&D やアクハイヤーと表現されている意思決定が散見される。」森田裕行 [19] 「なぜ日本から世界に通用するスタートアップが生まれ育たないのか？」MOT ベーパー/イノベーション研究科・技術経営専攻、東京理科大学大学院、2016年1月

28. SPAC Research (<https://www.spacresearch.com>) 2022年10月28日アクセス

29. 田所創 [9] 「JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」、独立行政法人経済産業研究所、2020年9月 <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/20090005.html> 2021年2月13日アクセス

30. 「米国の IPO 数も1996年の677件から減少に転じている。金融危機を経て、米国の市況は2009年の初旬から上昇傾向が続いたが、IPO 数および IPO 時の資金調達額は比較的低位での推移に留まっている。」若園智明 [21] 「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第107号、日本証券経済研究所、2019年9月 pp1-19、[https://www.jsri.or.jp/publish/research/107/107\\_01.html](https://www.jsri.or.jp/publish/research/107/107_01.html) 2022年4月20日アクセス

31. 「『グリーンニューディール』に期待が広がるアメリカ。ポストコロナ経済対策となるか」2020年5月16日 <https://forbesjapan.com/articles/detail/34484> 2022年1月18日アクセス

32. アナリー・サクセニアン [1] (2009)「現代の二都物語」日経BP社、アナリー・サクセニアン [2] (2008)「最新・経済地理学」日経BP社
33. 「米国シリコンバレーにおけるベンチャー企業や新ビジネスを次々と生み出す土壌を『エコシステム』としてとらえ、そのシステムとしての体系的理解を課題とする。そこで、ベンチャーエコシステムを『起業家とベンチャー企業』と『支援アクター』という大きく二つのセグメントの間の循環で構成されるものと想定する。『支援アクター』は、『大学と研究機関』『経営支援専門家』、『資金提供者』、『大企業』で構成される。彼らは『起業家とベンチャー企業』に対し、各々の立場から各種支援やリソースの提供を行う。逆に、ベンチャー企業が成功した際は、支援アクターに色々な形での見返りがある（キャピタルゲインの獲得、事業・技術の補完、人材獲得等）。この循環が回り続けることでエコシステム全体が存続していくのである。」岸本千佳司 [5]「シリコンバレーのベンチャーエコシステムの発展『システム』としての包括的理解を目指して」『東アジアへの視点』29巻(2018) 1 号 p. 32-57 [https://www.jstage.jst.go.jp/article/agishiten/29/1/29\\_3/\\_article/-char/ja/2022年10月23日アクセス](https://www.jstage.jst.go.jp/article/agishiten/29/1/29_3/_article/-char/ja/2022年10月23日アクセス)
34. “Elon Musk’s growing empire is fueled by \$4.9 billion in government subsidies”「イーロンマスク氏関連で6000億円の政府支援」Los Angeles Times 2015年3月 <https://www.latimes.com/business/la-fi-hy-musk-subsidies-20150531-story.html#page=1> 2022年10月23日アクセス
35. 2008年創業のTESLAの従業員は2022年10月末時点で11万人に達している。 <https://www.google.com/search?q=テスラ> 2022年10月28日アクセス
36. 「ハーレーダビッドソンの電動バイク部門『LiveWire』SPAC上場が成功すると言える『4つの理由』バンカメ分析」 <https://www.businessinsider.jp/post-248080> 2022年10月28日アクセス
37. ドローン開発のA.L.I.、米ナスダック上場へ SPACを活用 「ドローン開発のA.L.I.テクノロジーズ（東京・港）は8日、米国に設立した親会社が米ナスダック市場に上場する特別買収目的会社（SPAC）と統合すると発表した。米証券取引委員会（SEC）の届け出などを経て2023年3月頃までに手続きを完了する計画だ。」日本経済新聞社2022年9月8日アクセス <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC080BI0Y2A900C2000000/> 2022

年9月14日アクセス

38. 米証券取引所 NASDAQ への上場に関するお知らせ「A.L.I.Technologies（東京都港区：代表取締役社長 片野大輔、以下「A.L.I.」）は、A.L.I.の米国法人である AERWINS Technologies Inc（米 デ ラ ウ ェ ア：Chairman & CEO Shuhei KOMATSU、以下「AERWINS」）が PONO Capital Corp（米デラウェア：CEO Dustin SHINDO：Ticker Code “PONO”）との De-SPAC 契約を締結したことをお知らせ致します。これにより、AERWINS は NASDAQ 証券取引所へ上場致します。」<https://ali.jp/2022/09/08/10991/> 2022年9月8日アクセス

39. PONO Capital Corp Status: Live Deal <https://www.spacresearch.com/symbol/PONOU> 2022年9月14日アクセス

40. Pono Capital Corp Class A Common Stock (PONO) <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/pono>

41. 「21年の米 IPO、初の1000社超 SPAC で上場減少に転機」日本経済新聞 2022年1月1日 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGN310F40R31C21A2000000/> 2022年10月28日アクセス

42. Alexa St. John 「ハーレーダビッドソンの電動バイク部門『LiveWire』SPAC 上場が成功すると言える『4つの理由』バンカメ分析」2021年12月26日 <https://www.businessinsider.jp/post-24> 2022年10月28日アクセス

43. 2008年創業の TESLA の従業員は2022年10月末時点で11万人に達している。 <https://www.google.com/search?q=tesla> 2022年10月28日アクセス

44. 田所創 [9] 「JOBS Acts による米国の株式資本市場改革と周回遅れの日本」独立行政法人 経済産業研究所2020年9月 <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/20090005.html> 2021年2月13日アクセス

45. 関雄太 [8] 「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」、野村資本市場研究所、2021年3月。 [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryoku/20210329/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryoku/20210329/02.pdf) 2022年9月19日アクセス

46. 「非上場株式取引プラットフォームが成立する背景には以下の状況がある。上場企業に対する規制強化・上場に係るコストの増大、創業から IPO までの期間長期化と『資金

調達ラウンド』の回数増加、シード・アーリーステージにおける投資家や従業員による株式売却ニーズ増大、キャップテーブル（資本政策表）の複雑化と株主管理の重要性、プレIPO 株式投資への関心の高まり、等々である。Facebook（2012年上場）、Twitter（2013年上場）などが契機となって、非上場株式取引プラットフォームが設立される。2004年設立のSecondMarketは2015年にNasdaqに買収され、2009年設立のSharesPostは2020年にForge Globalが買収、そのほかにもEquityZen、Zanbato、Carta/CartaX、Shareworksといった企業が存在し、株式売買マッチング重視のプラットフォームであったり、発行体の株主管理・資本政策（株式公開買付、自社株買いなど）サポートを重視するプラットフォームなどが提供されている。未上場株式には、株式に譲渡制限が付与されていること、発行体の承認を取る必要があることなどから、売上の同意・成立から証券受渡し・代金の支払いまでに相当長い時間がかかる。」関 雄太 [8] [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market-system/siryu/20210329/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20210329/02.pdf) 2022年9月19日アクセス

47. グーグル、スマホ決済「pring」買収に透ける本気度 合従連衡にデジタル給与、激変続く決済勢力図 <https://toyokeizai.net/articles/-/441789> 2021年9月9日アクセス

48. ベイバルのペイディ買収、国内勢は蚊帳の外 カネ余りが演出する海外勢の「青田買い」 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB085AD0Y1A900C2000000/> 2021年9月9日アクセス

49. スパイバー、新興最大34億円調達 「人工クモ糸」量産カーライルが初の国内新興出資 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUC068Q70W1A900C2000000/> 2021年9月9日アクセス

50. <https://www.latimes.com/business/la-fi-hy-musk-subsidies-20150531-story.html#page=1> 2022年9月15日アクセス