

ユニコーン企業の上場によりさらなる発展が期待される ASEAN 株式市場

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. 高成長を遂げている ASEAN 諸国では、企業価値評価額が 10 億米ドル以上の非上場スタートアップ企業を指すユニコーン企業が年々増加している。現在、ASEAN には 30~40 社程度のユニコーン企業があると推定され、国別ではシンガポールとインドネシアが多い。事業別では、電子決済と電子商取引に携わるテクノロジー企業が目立ち、大半のユニコーン企業は一般消費者向けにサービスを提供している。
2. ユニコーン企業は一般的に、プライベートエクイティ・ファンドやベンチャーキャピタル・ファンド等から成長資金を調達することが多い。しかし、近年、米国の特別目的買収会社（SPAC）を通じた上場が活発になったことや、ASEAN 各国の政策当局や証券取引所が高成長企業の上場促進策を打ち出していることを背景として、上場を目指す ASEAN のユニコーン企業が増加している。
3. シンガポール取引所（SGX）は、ユニコーン企業を含む国内外の高成長企業の上場を促進するため、2021 年 9 月に SPAC の上場を可能とする新たな規則を導入した。また、シンガポール政府は同月、SGX への上場を検討している企業等を投資対象とするファンドの設立を発表した。インドネシアでは、証券取引所が現在、ユニコーン企業を中心とするスタートアップ企業の国内上場を促進するため、赤字企業の本則市場への上場や複数議決権株式の発行の認可を含む上場規則の見直しを検討しているようである。マレーシアでは、政府が国内ユニコーン企業の増加を目指していることに加えて、証券委員会が 2021 年 12 月に SPAC の上場に係る枠組みの改定を発表した。
4. 今後、ASEAN におけるユニコーン企業の上場増加が、市場規模の拡大や投資家の増加を通じて、中長期的に各国株式市場のさらなる発展を促すか、動向が注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 武井悠輔・北野陽平「金融サービスを拡大するスーパーアプリのゴジックとグラブ」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号。
- ・ 神山哲也・岡田功太・磯部昌吾「グローバルに拡大する SPAC を通じた上場誘致競争」『野村資本市場クォーターリー』2021 年夏号。

I 上場を目指す ASEAN のユニコーン企業の増加

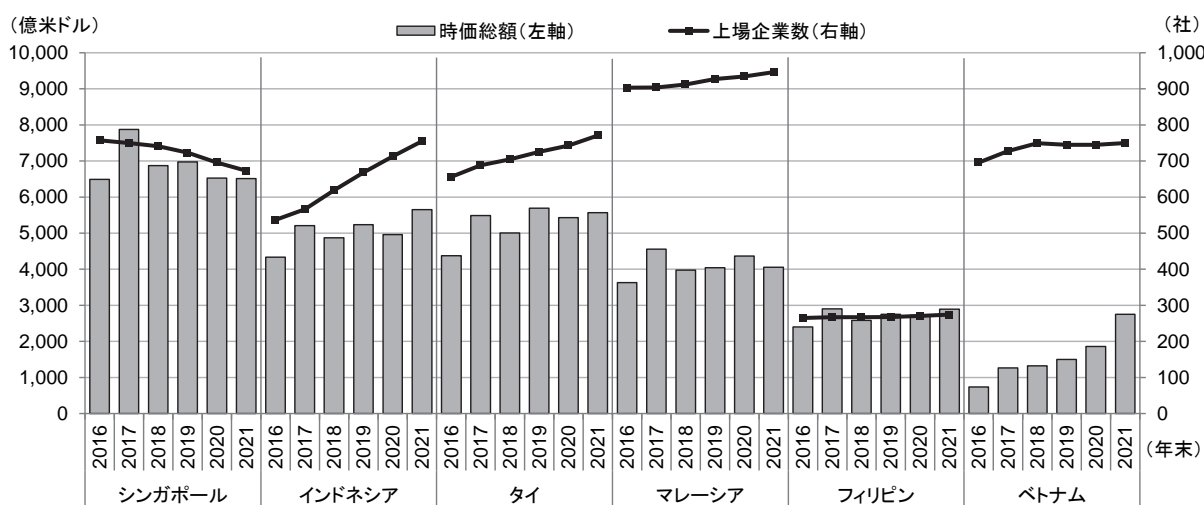
高成長を遂げている ASEAN 諸国では、ユニコーン企業が年々増加している。ユニコーン企業とは、企業価値評価額が 10 億米ドル以上の非上場スタートアップ企業を指す¹。大半のユニコーン企業は、テクノロジー系企業である。

ユニコーン企業は一般的に、プライベートエクイティ（PE）ファンドやベンチャーキャピタル（VC）ファンド等から成長資金を調達することが多い。しかし、後述する通り、近年、米国で特別目的買収会社（SPAC）を通じた上場が活発になったことや、ASEAN 各国の政策当局や証券取引所が高成長企業の上場促進策を打ち出していることを背景として、上場を目指す ASEAN のユニコーン企業が増加している。

ASEAN 主要国の株式市場を概観すると、マレーシア、タイ、インドネシアでは上場企業数が増加傾向にあるものの、アジアを代表する国際金融センターの 1 つであるシンガポールでは上場企業数の減少が続いている（図表 1）。また、各国の時価総額（米ドル換算）は、増加が緩やか、もしくは概ね横ばいで推移している²。このように、ASEAN の株式市場が総じて成長軌道に乗り切れてない感がある中、ユニコーン企業の新規上場の増加は、中長期的に各国株式市場のさらなる発展につながるのではないかと期待されている。

本稿では、ASEAN におけるユニコーン企業の増加の背景や主なユニコーン企業の概要に触れた上で、ユニコーン企業の新規上場に関する各国の動向について紹介する。

図表 1 ASEAN 主要国における株式市場の上場企業数及び時価総額の推移



- (注) 1. 2021 年は 11 月末時点。
 2. フィリピンの時価総額には外国企業が含まれない。
 (出所) 国際取引所連合より野村資本市場研究所作成

¹ 創業 10 年以内であることがユニコーン企業の定義とされる場合もあるが、本稿では、創業 10 年超の企業も対象としている。

² 現地通貨建ての時価総額を見ても、概ね同じことが言える。

II ASEANにおけるユニコーン企業増加の背景

ASEAN では、高い経済成長に伴う事業機会の拡大や政府の積極的な支援等を背景として、スタートアップ企業が増加傾向にある。スタートアップ企業分析サービスを提供する Tracxn によると、インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、ベトナム、マレーシア（以下、ASEAN 主要 6 か国）におけるスタートアップ企業数は 2021 年 11 月時点で 2.4 万社超に達している。このうち、企業価値評価額が 10 億米ドル以上のユニコーン企業は、同年末時点で 30~40 社程度あると推定される（図表 2）。国別では、シンガポールが最も多く、インドネシアが続いている。事業別では、電子決済と電子商取引（EC）に携わる企業が目立ち、大半のユニコーン企業は一般消費者向けにサービスを提供している。

図表 2 ASEAN 諸国の主なユニコーン企業

本拠国	社名/プラットフォーム名	主な事業内容	ユニコーン企業と認識された年	企業価値評価額（推定ベース）
インドネシア	GoToグループ	スーパーアプリ及びECサイトの運営	2016年	約300億米ドル
	トラベロカ	旅行予約サイトの運営	2017年	約50億米ドル
	OVO	電子決済サービスの提供	2019年	約20億米ドル
	JDドット・アイディー	ECサイトの運営	2019年	10億米ドル以上
	J&Tエクスプレス	物流・宅配サービスの提供	2021年	約200億米ドル
	クレディボ	レンディング・プラットフォームの運営	2021年	約25億米ドル
	アジャイブ	株式取引プラットフォームの運営	2021年	10億米ドル以上
	センディット	電子決済サービスの提供	2021年	10億米ドル以上
	チケット・ドット・コム	旅行予約サイトの運営	2021年	10億米ドル以上
	プリプリ	ECサイトの運営	2021年	10億米ドル以上
コピ・ケナンガン	コーヒーチェーン店の運営	2021年	10億米ドル以上	
シンガポール	ラザダグループ	ECサイトの運営	2013年	31.5億米ドル以上
	ワン・チャンピオンシップ	スポーツのメディアプラットフォームの運営	2018年	10億米ドル以上
	ビゴ・テクノロジー	ライブストリーミング・プラットフォームの運営	2019年	約21億米ドル
	トラックス	小売店向けの画像認識ソリューションの提供	2019年	20億米ドル以上
	ハイアルルート	光ファイバー網の構築	2020年	約35億米ドル
	ジャストコ	共同ワーキングスペースの運営	2020年	10億米ドル以上
	アドバンス・インテリジェンス・グループ	人工知能の開発	2021年	約20億米ドル
	プロパティグル	不動産情報サイトの運営	2021年	約18億米ドル
	シークレットラブ	ゲーミングチェアの製造	2021年	約15億米ドル
	カローセル	フリーマーケット・プラットフォームの運営	2021年	11億米ドル以上
	パットスナップ	知的財産情報分析サービスの提供	2021年	10億米ドル以上
	ニンジャ・バン	物流・宅配サービスの提供	2021年	10億米ドル以上
	カーロ	中古車販売プラットフォームの運営	2021年	10億米ドル以上
	ニウム	電子決済サービスの提供	2021年	10億米ドル以上
メトリクスポート	デジタル資産取引プラットフォームの運営	2021年	10億米ドル以上	
タイ	アセンド・マネー	電子決済サービスの提供	2021年	15億米ドル以上
	フラッシュ・エクスプレス	物流・宅配サービスの提供	2021年	10億米ドル以上
	ビットカブ	デジタル資産取引プラットフォームの運営	2021年	10億米ドル以上
フィリピン	ミント	電子決済サービスの提供	2021年	20億米ドル以上
ベトナム	VNG	オンラインゲームの開発、電子決済サービスの提供	2014年	20~30億米ドル
	ベトナム・ペイメント・ソリューション	電子決済サービスの提供	2020年	10億米ドル以上
マレーシア	カーサム	中古車販売プラットフォームの運営	2021年	13億米ドル以上
	エアアジア・デジタル	旅行・生活関連アプリの運営、FinTechサービスの提供	2021年	10億米ドル以上

（注） 上場した元ユニコーン企業及び ASEAN 域外に本拠を置く企業は対象外としている。

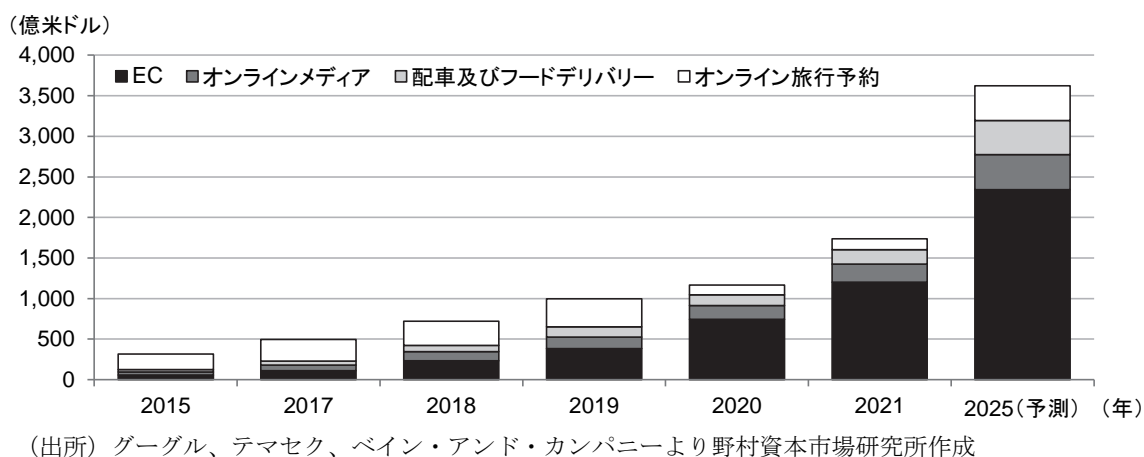
（出所） 各種資料・報道より野村資本市場研究所作成

ASEANでは、シンガポールのEC事業者であるラザダグループ（Lazada Group）が2013年に域内で初めてユニコーン企業になったとされる³。それ以降、ユニコーン企業は緩やかに増加していたが、2021年以降増加ペースが加速している。ユニコーン企業が増加している主な背景として、①インターネット経済の拡大、②PE・VC市場の成長が挙げられる。

インターネット経済の拡大に関して、グーグル、シンガポール政府系ファンドのテマセク・ホールディングス（以下、テマセク）、大手コンサルティング企業のベイン・アンド・カンパニーが共同発行したレポート⁴によると、ASEAN主要6か国のインターネット経済の規模は、2015年の約320億米ドルから2021年には約1,740億米ドルへと5倍超に増加すると推定されている。2021年の国別内訳は、インドネシアが約700億米ドル、タイが約300億米ドル、マレーシアとベトナムが各々約210億米ドル、フィリピンが約170億米ドル、シンガポールが約150億米ドルである。インドネシアは、2.7億人の人口を抱えるASEAN最大の消費市場である。分野別では、ECが約1,200億米ドル、オンラインメディアが約220億米ドル、配車及びフードデリバリーが約180億米ドル、オンライン旅行予約が約130億米ドルである（図表3）。

ASEANのインターネット経済の主な成長要因として、次の点が挙げられる。第1に、インターネット普及率の上昇である。上述のレポートによると、ASEAN主要6か国のインターネット利用者数は、2015年時点で2.6億人であったが、2021年には総人口の75%に相当する4.4億人へと増加した。また、国際連合によると、ASEAN主要6か国では、総じてインターネットの利用頻度が高いとされる15～34歳が総人口に占める割合は2020年時点で32%と推定され、例えば日本の同19%を大きく上回る。第2に、高い経済成長を背景とした所得水準の向上に伴う中間層の拡大である。1人当たりの1日当たり所得または消費額が10～100米ドルの家計人数と定義される中間層は、ASEAN主要6か国におい

図表3 ASEAN主要6か国におけるインターネット経済の規模



³ “Southeast Asia mints 19 unicorns so far in 2021, could surpass previous decade’s total,” *DealStreetAsia*, October 4, 2021.

⁴ Google, Temasek and Bain & Company, “e-Conomy SEA 2020,” November 10, 2020; “e-Conomy SEA 2021,” November 10, 2021.

て2010年時点の0.9億人から2020年には1.9億人へと2倍超に増加した⁵。第3に、新型コロナウイルス禍（以下、コロナ禍）を背景とした消費行動の変化である。外出規制やソーシャル・ディスタンス措置の導入に伴い、オンライン取引を行う消費者が大幅に増加した。

ASEAN主要6か国のインターネット経済において最も規模が大きいEC市場を見ると、ラザダ（Lazada）とショッピング（Shopee）の2大ECサイトが全6か国で提供されており、存在感が大きい（図表4）。ラザダは、中国のEC最大手アリババ傘下のラザダグループ（前述）により運営されており、ショッピングは、中国のインターネットサービス大手 Tencent が出資するインターネット企業であるシー（Sea）により運営されている。

ASEAN主要6か国のインターネット経済の規模は、2025年に約3,630億米ドルに達すると予測されている⁶。分野別ではECが約2,340億米ドル（構成比64%）、国別ではインドネシアが約1,460億米ドル（同40%）を占める見通しである（前掲図表3）。

次に、PE・VC市場の拡大に関して、前述の通り、ASEANには数多くのスタートアップ企業があるが、それらの企業の中でユニコーン企業になるのは、投資家からの継続的な資金調達に成功した企業である。スタートアップ企業への主な資金提供者には、PE・VCファンド運用会社、金融機関、事業会社が含まれるが、多くのスタートアップ企業は赤字であるため、投資の高い専門性を有するPE・VCファンド運用会社が特に重要な役割を担っている。

ASEANにおけるPE・VCファンド運用残高は増加傾向にあり、戦略別では、成長段階の企業を投資対象とするグロスとVCが各々全体の約4割を占める（図表5）。国別では、シンガポールとインドネシアが中心である。また、ASEANを投資対象とするPE・VCファンド運用会社は数百社あるとされるが、その多くはシンガポールに本拠を置いている（図表6）。このように、スタートアップ企業にとっての資金調達のしやすさが、シンガポールにおいてユニコーン企業が相対的に多い要因の1つと言える。

図表4 ASEAN主要6か国における主なEC事業者／プラットフォーム

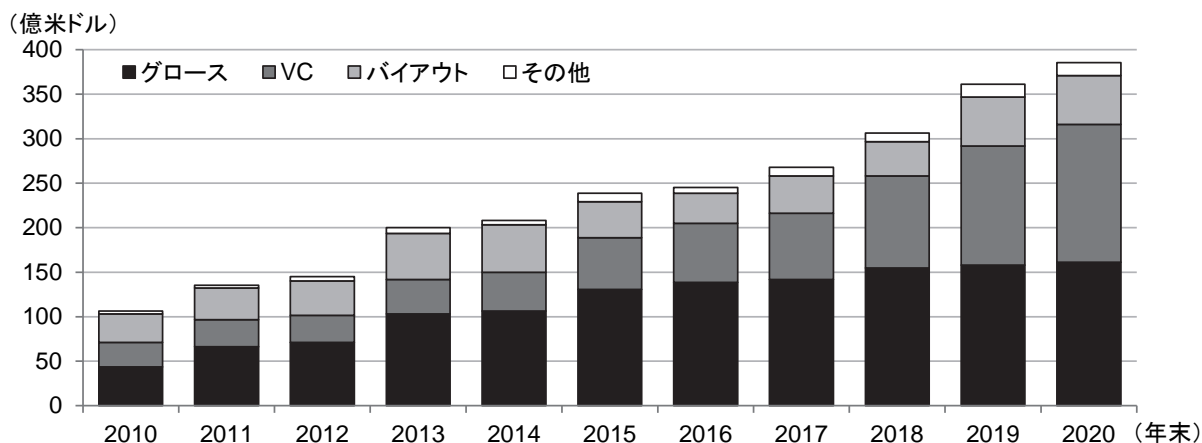
インドネシア	シンガポール	フィリピン	マレーシア	タイ	ベトナム
ラザダ(Lazada)					
ショッピング(Shopee)					
ザローラ(Zalora)					
トコペディア (Tokopedia)	キューテン (Qoo10)	ガレオン (Galleon)	PGモール (PG Mall)	JDセントラル (JD Central)	センドー (Sendo)
ブカラパック (Bukalapak)	イージーバイ (ezbuy)	キムストア (Kimstore)	ゴー・ショップ (Go Shop)	アドバイス (Advice)	ティキ (Tiki)
ブリア (Blibli)	ショップバック (ShopBack)	ユーバイ (Ubuy)	ルロン (LeLong)	パワー・バイ (Power Buy)	ディエン・マイ・サイン (Dien May Xanh)

（出所）各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

⁵ Park, C. and B. Yeung., “An Integrated and Smart ASEAN: Overcoming Adversities and Achieving Sustainable and Inclusive Growth,” ADBI Working Paper 1267, Asian Development Bank Institute, May 2021.

⁶ 前掲脚注4参照。

図表 5 ASEANにおけるPE・VCファンド運用残高の推移



(注) その他には、バランス型ファンドや再生ファンド等が含まれる。

(出所) プレキンより野村資本市場研究所作成

図表 6 ASEANを重点投資先とする大型PE・VCファンド及び運用会社

<PEファンド>

ファンド	運用会社	本拠地	ファンド分類	規模
Northstar Equity Partners V	ノーススター・グループ	シンガポール	グロース	8億米ドル
Creador V	クレアドール	マレーシア	グロース	6.8億米ドル
Investcorp Asia Food Growth Fund I	インベストコープ	バーレーン	グロース	5億米ドル
Lion-OCBC Capital Asia Fund II	ライオングローバル・キャピタル・パートナーズ	シンガポール	グロース	4億米ドル
Caldera Pacific Fund I	カルデラ・パシフィック	香港	グロース	3.5億米ドル

<VCファンド>

ファンド	運用会社	本拠地	ファンド分類	規模
Jungle Ventures IV	ジャングル・ベンチャーズ	シンガポール	アーリーステージ	4億米ドル
Arbor Venture Fund III	アーバー・ベンチャーズ	シンガポール	ベンチャーキャピタル (一般)	3億米ドル
Altara Ventures I	アルタラ・ベンチャーズ	シンガポール	アーリーステージ	2億米ドル
OSV+	オープンスペース・ベンチャーズ	シンガポール	エクспанション/レイトステージ	2億米ドル
Golden Gate Growth Fund I	ゴールデン・ゲート・ベンチャーズ	シンガポール	アーリーステージ: スタートアップ	1.5億米ドル
Monk's Hill Ventures Opportunities Fund	モンクス・ヒル・ベンチャーズ	シンガポール	アーリーステージ	1.5億米ドル

(注) 2021年7月時点。

(出所) プレキンより野村資本市場研究所作成

ASEANのユニコーン企業は、非上場のままでPE・VCファンド等からの資金調達が可能である一方、足元では、上場を目指すユニコーン企業が増加している。その背景には、米国でのSPACを通じた上場の活発化や、ASEAN各国でユニコーン企業を含む高成長企業の上場が促進されていることがある。以下では、特に注目したいシンガポール、インドネシア、マレーシアにおけるユニコーン企業の動向や上場促進策を紹介する。

Ⅲ 新規上場の促進により株式市場の活性化を図るシンガポール

1. シンガポールのユニコーン企業の動向

シンガポールは、前述の通り、ASEAN で最も多くのユニコーン企業を抱えている。現在、複数のユニコーン企業が上場を検討中と見られており、例えば、不動産情報サイトを運営するプロパティグル（PropertyGuru）が挙げられる。同社は 2021 年 7 月、米ナスダックに上場している SPAC であるブリッジタウン 2 ホールディングス（Bridgetown2Holdings）との合併を通じて、米国での上場を計画していることを発表した。2022 年第 1 四半期までの上場を目指しており、合併後の株式価値は約 18 億米ドルとなる見込みである。

また、フリーマーケットのプラットフォームを運営するカローセル（Carousell）も、SPAC を通じた米国での上場を検討中のような⁷。同社は 2021 年 9 月、上場に先立って、韓国を本拠とする PE 投資会社である STIC インベストメンツから 1 億米ドルの資金調達を実施したことを明らかにした。

以上の通り、シンガポールのユニコーン企業の間では、SPAC を通じた米国での上場を目指す動きが広がりつつあるが、シンガポールのスタートアップ企業が海外上場する事例は過去にも見られた。上場先として海外市場を選択したシンガポールの元ユニコーン企業として、前述のシー、PC ゲーム周辺機器メーカーのレイザー（Razer）⁸、スーパーアプリ運営企業のGrab・ホールディングス（Grab Holdings）⁹が挙げられる。シーは 2017 年 10 月、Grab・ホールディングスは 2021 年 11 月にナスダックに上場し¹⁰、レイザーは 2017 年 11 月に香港取引所に上場した。各社の 2021 年末時点の時価総額は 1,241 億米ドル、267 億米ドル、212 億香港ドル¹¹となっている。このような動きと相まって、シンガポールの株式市場では、新規上場件数が低水準で推移している（図表 7）。そうした中、シンガポール取引所（SGX）は、ユニコーン企業を含む高成長企業の上場を促進し、株式市場の活性化を図る方針である。

⁷ “Singapore’s Carousell Explores U.S. Listing Via SPAC,” *Bloomberg*, June 28, 2021.

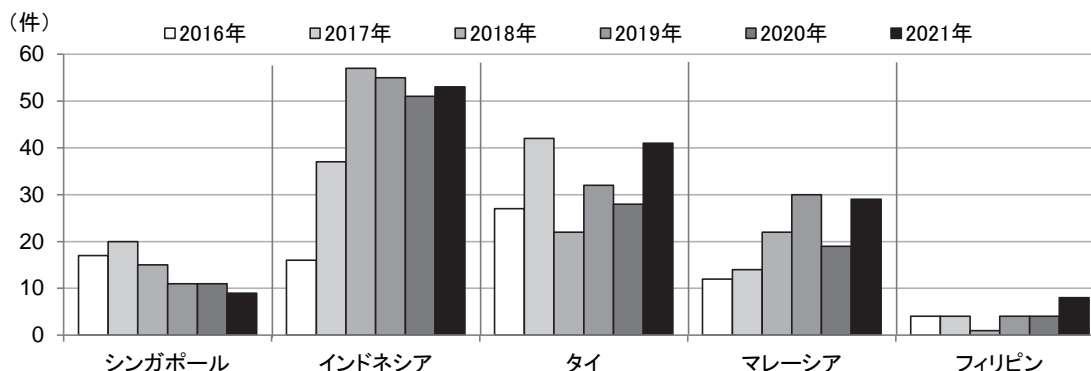
⁸ レイザーは、シンガポールと米国カリフォルニア州の両方に本拠を置く多国籍企業である。

⁹ Grab・ホールディングスの事業に関する詳細は、武井悠輔・北野陽平「金融サービスを拡大するスーパーアプリのゴジックとGrab」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号参照。

¹⁰ Grab・ホールディングスは、ナスダック上場の SPAC であるアルティメーター・グロース（Altimeter Growth）との合併を通じて上場した。

¹¹ 2022 年 1 月 11 日時点の為替レートは 1 香港ドル=14.8 円。

図表7 ASEAN主要国における株式市場の新規上場件数の推移



(注) 不動産投資信託等を含む。

(出所) 各国証券取引所より野村資本市場研究所作成

2. 高成長企業の上場促進策

SGXは、国内外の高成長企業の上場を促進するため、様々な取り組みを進めてきたが、最近の取り組みで注目されるのは、SPACの上場に係る枠組みの導入である。SGXは2021年3月、同枠組みに関するコンサルテーション・ペーパー¹²を発表し、同年9月にSPACの上場を可能にする新たな規則を導入した。同規則の下では、①上場時の時価総額が1.5億シンガポールドル¹³以上であること、②上場後2年以内に企業買収を行うこと（一定の条件下で最長1年延長可能）、③創業株主、経営陣、支配株主は、上場から企業買収までの期間及び企業買収後6か月間、保有株式の譲渡が制限されること、④創業株主及び経営陣は、SPAC上場時の時価総額に応じて、少なくとも2.5～3.5%のSPAC株式等を引き受けること、⑤企業買収の際に独立取締役及び株主の過半数の承認を必要とすること、等が定められた。

また、シンガポール政府は2021年9月、アジア域内の資金調達ハブとしての同国の地位向上を目指して、国内及び同域内の高成長企業による国内株式市場での資金調達を促進するためのいくつかの施策を公表した。その中で、特に注目されるのは次の2点である。1点目は、政府及びテマセクが共同出資するAnchor Fund@65と呼ばれるファンドの設立である。Anchor Fund@65は、SGXへの上場を検討している、または上場直前の資金調達が必要な高成長企業を投資対象とする。同ファンドは当初、15億シンガポールドル規模で運用される。2点目は、シンガポール経済開発庁（EDB）の投資子会社EDBIによるGrowth IPO Fundの設立である。Growth IPO Fundは、レイターステージ（成長後期段階）の企業、特に上場までに2～3回程度の資金調達が必要な企業を投資対象とし、最終的にSGXへの上場を支援する。同ファンドの当初の規模は、最大5億シンガポールドルである。

以上の通り、SGX及びシンガポール政府は、国内外の高成長企業の国内市場への上場

¹² 詳細は、神山哲也・岡田功太・磯部昌吾「グローバルに拡大するSPACを通じた上場誘致競争」『野村資本市場クォーターリー』2021年夏号参照。

¹³ 2022年1月11日時点の為替レートは1シンガポールドル=85.4円。

促進に積極的に取り組んでいる。今後、シンガポールが上述の施策を通じて、ユニコーン企業を含む高成長企業の新規上場件数を増加、株式市場の活性化につなげることができるか、注目される。

IV ユニコーン企業の国内上場を促進するインドネシア

インドネシアは、前述の通り、ASEAN ではシンガポールに次いで 2 番目に多くのユニコーン企業を抱えている。インドネシアでは 2021 年、国内のテクノロジー系ユニコーン企業として初めてインドネシア証券取引所 (IDX) に上場したブカラパック (Bukalapak)¹⁴ が注目を集めた。ブカラパックは、2010 年に設立された大手 EC 事業者であり、2021 年 6 月末時点で加盟店が 660 万以上、登録利用者が 1.1 億人であった。ブカラパックの主要投資家には、中国のアントグループ、シンガポール政府系ファンドの GIC、マイクロソフト等が含まれる。

ブカラパックは、前述のショッピー及びラザダに加えて、インドネシアの大手 EC 事業者であるトコペディア (Tokopedia) と競合している。ブカラパックが上場を果たした目的として、国内 EC 市場における厳しい競争環境を背景とした財務基盤の強化及び成長資金の確保が挙げられる。

IDX の本則市場であるメインボード (Main Board) の主な上場要件には、直近財務年度の営業利益の黒字や 1,000 万ルピア¹⁵以上の純有形資産等が含まれる。赤字企業のブカラパックは、当該上場要件を満たさないため、新興・成長企業向け市場であるデベロップメントボード (Development Board) を上場先として選択した。デベロップメントボードでは、上場時点での赤字が許容されており、上場から 2 年以内 (特定分野では 6 年以内) に営業利益及び純利益の黒字化が見込まれることが求められる。

ブカラパック上場時の資金調達額は 21.9 兆ルピアであった。それ以前における国内上場案件の最大資金調達額は、2008 年に上場した石炭採掘大手のアダロ・エナジー (Adaro Energy) の 12.2 兆ルピアであったが、ブカラパックの資金調達額はそれを大幅に上回って過去最大となった。

ブカラパックの上場に当たり、10 万人超の投資家から、募集額の 8.7 倍の応募があったようである¹⁶。当初、個人投資家への配分割合は 2.5% の予定であったが、若年層を中心とする個人投資家の強い需要を受けて、5% へと引き上げられた。

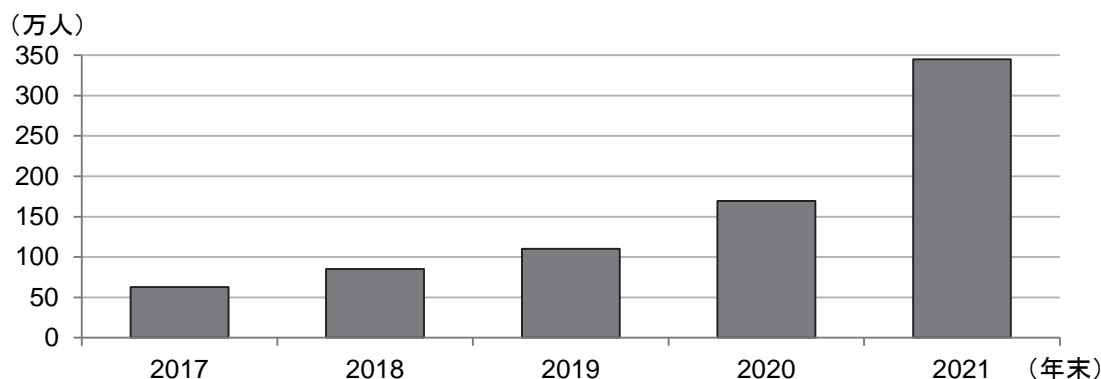
ブカラパックの上場の寄与もあり、インドネシアでは足元、株式投資家が急速に増加している。インドネシア中央証券預託機関 (Indonesia Central Securities Depository) によると、株式投資家数 (延べ人数) は 2020 年末時点で 170 万人であったが、2021 年末には 345 万人となった (図表 8)。

¹⁴ 正式な社名は Bukalapak.com であるが、本稿では、より認知度の高いブカラパックを社名として用いる。

¹⁵ 2022 年 1 月 11 日時点の為替レートは 1 ルピア = 0.0081 円。

¹⁶ “Indonesian unicorn Bukalapak makes stellar IDX debut, stock surges 25%,” *DealStreetAsia*, August 6, 2021.

図表 8 インドネシアにおける株式投資家数の推移



(出所) インドネシア中央証券預託機関より野村資本市場研究所作成

現在上場を検討中と見られているインドネシアのユニコーン企業として、GoToグループが挙げられる。GoToグループは、スーパーアプリ運営企業であるゴジェック (Gojek)¹⁷とトコペディアが経営統合する形で2021年5月に設立された持株会社である。ゴジェックは元々、2018年にトコペディアとの経営統合の可能性について検討を開始したようである¹⁸。その後、ゴジェックは、2020年にGrabとの経営統合に向けて交渉を進めていたが、当該交渉が決裂したことに伴い、トコペディアとの経営統合に舵を切った。

ゴジェックとトコペディアは、GoToグループの設立後も、既存のブランド名で事業を継続している。GoToグループは、200万人以上の運転手、1,100万以上の加盟店、1億人以上のアクティブユーザーを抱えている。同グループの主要投資家には、アリババ、テンセント、グーグル、GIC、テマセク等が含まれる。

GoToグループは、財務基盤の強化や成長資金の確保を目的として、IDXでの上場に向けた準備を進めており、その後、SPACを通じた米国での重複上場を目指していると見られている¹⁹。同グループは2021年11月、上場に先立って、グーグル、テンセント、テマセク、マレーシア政府系ファンドのペルモダラン・ナショナル (Permodalan Nasional Berhad)、アブダビ投資庁等から計13億米ドルの資金調達を実施したことを明らかにした²⁰。

現在上場を検討中と見られている他のユニコーン企業として、旅行予約サイトを運営するトラベロカ (Traveloka) が挙げられる。トラベロカは当初、SPACのブリッジタウン・ホールディングス (Bridgetown Holdings) との合併を通じて、米国での上場に向けて準備すると見られていたが、交渉が決裂したことに伴い、通常のルートでの上場の可能性を追求しているようである²¹。また、国内宅配最大手のJ&Tエクスプレス (J&T Express) も上

¹⁷ ゴジェックの事業に関する詳細は、前掲脚注9参照。なお、厳密には、ゴジェックは Aplikasi Karya Anak Bangsa という企業のブランド名であるが、本稿では、より認知度の高いゴジェックを社名として用いる。

¹⁸ “Gojek in Talks With Tokopedia for \$18 Billion Merger, Sources Say,” *Bloomberg*, January 5, 2021.

¹⁹ “Indonesia’s Most Valuable Startup Is in Talks to Raise Up to \$2 Billion Ahead of IPO,” *Bloomberg*, July 26, 2021.

²⁰ “Indonesia’s tech giant GoTo Group raises \$1.3 billion ahead of IPO plans,” *CNBC*, November 11, 2021.

²¹ “Indonesia’s Traveloka explores options after SPAC merger plan falls through,” *DealStreetAsia*, September 21, 2021.

場を検討中と見られている。同社は、2022年第1四半期に香港での上場を目指しており、それに先立って、2021年11月に25億米ドルの資金調達を実施したようである²²。

以上の通り、インドネシアのユニコーン企業の間で、上場を検討する動きが広がりつつある中、IDXはユニコーン企業を中心とするスタートアップ企業の国内上場を促進するため、上場規則を見直す方針である。具体的には、赤字企業のメインボードへの上場や複数議決権株式の発行の認可が検討されているようである²³。複数議決権株式とは、1株に対して複数の議決権が付与されている株式の形態であり、一般的にスタートアップ企業の経営者に選好される傾向がある。

今後、ASEANのインターネット経済の成長を牽引するであろうインドネシアでは、ユニコーン企業が着々と増加していくと見込まれる。そうした中、IDXが、消費者の認知度が高いユニコーン企業の国内市場での上場を促進することにより、個人投資家層の裾野拡大につなげることができるか、注目される。

V ユニコーン企業の増加を目指すマレーシア

マレーシアには、中古車販売プラットフォームを運営するカーサム（Carsome）や、格安航空会社エアアジア・グループのデジタルベンチャー子会社であるエアアジア・デジタル（airasia Digital）等のユニコーン企業があるが、シンガポールやインドネシアと比較するとユニコーン企業が少ない。その要因として、①総人口が約3,300万人とASEAN主要国の中では相対的に少なく、消費市場の規模があまり大きくないこと、②PE・VCファンド運用会社を含む国際的な投資家からの資金調達機会が限られていること、③スタートアップ企業が優秀な人材を確保することが難しいこと、等が挙げられている²⁴。

そうした中、マレーシア政府は、国内において、ユニコーン企業を含むスタートアップ企業を増加させる意向を示している。具体的には、科学技術革新省（Ministry of Science, Technology and Innovation）は関連省庁と連携し、スタートアップ企業の発展を資金面等で支援する取り組みを通じて、2025年までに5社のユニコーン企業を含む5,000社の企業を創出することを目指している²⁵。

上述のユニコーン企業の動向を見ると、カーサムは、2022年に米国での上場を目指しており、上場に先立って、約2億米ドルの資金調達を実施すると見られている²⁶。また、エアアジア・グループは、エアアジア・デジタルを米国で上場させる可能性を検討しており、SPACとの合併も選択肢としているようである²⁷。

こうした動きが見られる中、マレーシア証券委員会は2021年12月、高成長企業による国内株式市場からの資金調達を促進するため、2009年に導入したSPACの上場に係る枠組

²² “Indonesian courier startup J&T raises \$2.5 billion ahead of Hong Kong IPO-sources, *Reuters*, November 25, 2021.

²³ “Indonesia Capital Market: New Share Listing Regulation At IDX,” *Mondaq*, July 20, 2021.

²⁴ “What Being A Unicorn Really Means And Why Malaysia Still Has None In 2021,” *Vulcan Post*, April 28, 2021.

²⁵ “MOSTI to create 5,000 companies including 5 Unicorn startups by 2025,” *New Straits Times*, October 11, 2021.

²⁶ “Malaysia’s Carsome Seeking \$200 Million in Pre-IPO Funding Round,” *Bloomberg*, November 2, 2021.

²⁷ “AirAsia Eyes U.S. Listing of Digital Business This Year,” *Bloomberg*, July 8, 2021.

みを改定し、2022年1月に発効させることを発表した。主な改定内容として、①SPACの上場時の最低資金調達額が1.5億リンギット²⁸から1億リンギットへと引き下げられること、②SPACが新たな事業を買収する際に必要な株主承認が75%以上から50%以上へと引き下げられること、③SPACが新たな事業を買収する際、現金のみならず、証券発行による対価の支払いが可能となること、等が挙げられる。

政府によるスタートアップ企業の成長支援や、金融規制当局による上場規則の見直し、今後、国内株式市場のさらなる発展につながるか注目される。

VI 上場を目指すスタートアップ企業増加への期待

本稿では、ASEANにおけるユニコーン企業の増加及びその背景に触れた上で、シンガポール、インドネシア、マレーシアのユニコーン企業の動向、各国政策当局及び証券取引所によるユニコーン企業の上場促進策を紹介した。現時点では、ASEANのユニコーン企業が上場した事例は限られているものの、今後、上場によりさらなる成長を遂げるといった成功事例が増加すれば、他のユニコーン企業の上場が後押しされる可能性がある。もっとも、ユニコーン企業の上場先として、ASEAN各国の株式市場より規模が大きく、流動性の高い米国市場が選択されることも考えられるが、その場合でも、ユニコーン企業には、重複上場という形で自国市場にも上場するという選択肢があり、今後、そうした事例が見られるようになる可能性もあろう。

また、ユニコーン企業の上場は、まだ発展初期または中期段階にあるスタートアップ企業に対してポジティブな影響を与えることも考えられる。ASEAN各国では、本稿で紹介した取り組み以外にも、スタートアップ企業向けの資金調達プラットフォームや未公開株式取引所が証券取引所の支援を得て設立される等、スタートアップ企業の資金調達環境の整備が進められている²⁹。こうした中、ユニコーン企業の上場を通じた成功事例が増加した場合、将来的に上場を目指すスタートアップ企業の増加につながる可能性もある。

さらに、ユニコーン企業の上場増加は、結果的に個人投資家層の裾野拡大にもつながる可能性がある。前述の通り、ASEANのユニコーン企業は、一般消費者向けにサービスを提供する知名度の高いテクノロジー系企業が多い。そのため、ユニコーン企業の上場が1つの契機となり、例えば、これまでに投資経験のない若年層等が株式市場に参加するようになる状況も考えられるのではないだろうか。但し、新規上場企業への投資は、高いリターンをもたらす可能性がある一方で、総じて高い価格変動リスクを伴うことから、金融リテラシーの向上や投資教育がより重要になるという見方もできよう。

今後、ASEANにおけるユニコーン企業の上場増加が、市場規模の拡大や投資家の増加を通じて、中長期的に各国株式市場のさらなる発展を促すか、動向が注目される。

²⁸ 2022年1月11日時点の為替レートは1リンギット=27.5円。

²⁹ 詳細は、北野陽平「シンガポールにおけるプライベート・エクイティ市場の発展に向けた近年の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号参照。