

スタートアップ・ファイナンス市場レビュー (2022Q3)

2023年1月

JICでは、自らの投資活動のために国内外の市場の動向に関する調査を実施しています。本資料は、その調査内容の一部を参考情報として開示するために整えたものです。

- 当資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- 当資料は、特定の金融商品等の取得・勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料に掲載されている情報は、特段の断りがない限り、当資料の作成日時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料の作成には万全を期していますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。利用者がこの情報を用いて行う一切の行為（この情報を編集・加工した情報を利用することを含みます。）について、弊社は何ら責任を負うものではありません。
- 当資料の著作権は、当資料に記載された関係者ないし当社に帰属しており、目的を問わず、無断で複製、引用、転載等を行うことはできません。複製、引用、転載等をご検討の際は、当社までご相談ください。

お問い合わせ先：https://www.j-ic.co.jp/jp/contact/other_form/

●サマリ：市場調整の影響と今後の展望

●サマリ：日米比較

1. 上場テック企業の調整 p.6

- 米国：金利と信用スプレッド
- 米国：上場テック企業株価
- (参考) テック企業人員削減
- 日米：NASDAQとマザーズの調整

2. スタートアップファイナンス動向 p.11

- 米国の状況(2022年9月): 資金調達
- 米国：バリュエーション（ステージ別）
- (参考)米クラウド企業のマルチプル調整
- ユニコーン誕生ペース低下
- ユニコーン上位10社
- (参考) 2022年11月 FTXの破綻
- 日本の状況(2022年10月)：資金調達
- 日本の状況(2022年上半期)：資金調達
- 参考:日本の状況(2022年10月):大型調達案件
- 参考:日本の状況(2021年):大型調達案件
- 参考:日本の状況: 足元のスタートアップ新規上場

3. VC 動向 p.23

- 日米：VCファンドレイズ状況（速報値）
- 新興ファンドの募集状況
- (参考) デノミネーター効果
- (参考) キャッシュフロー効果
- 展望：調整期に生まれたスタートアップ
- VCの未消化投資枠（ドライパウダー）
- (参考)VCの未消化投資枠(vintage別)

■米国：

- 一昨年来、新興テック企業において先行した大幅な上場株バリュエーション調整は、GAFANAなど主要株にも波及。スタートアップの資金調達・エグジットへの影響も四半期ごとに明確化しており、特にレイターステージへの影響が顕著（調達額・件数の減、評価額の減、エグジットの減）。

■日本：

- 上場株のバリュエーション調整幅は大きいものの、全体としてスタートアップの資金調達金額への悪影響は小さい。但し、設立後経過年数毎で見ると差異があり、設立後7年以上経過したスタートアップの1社あたり資金調達額は前年比減少している。エグジットはIPO、M&Aともに低調。

■共通：

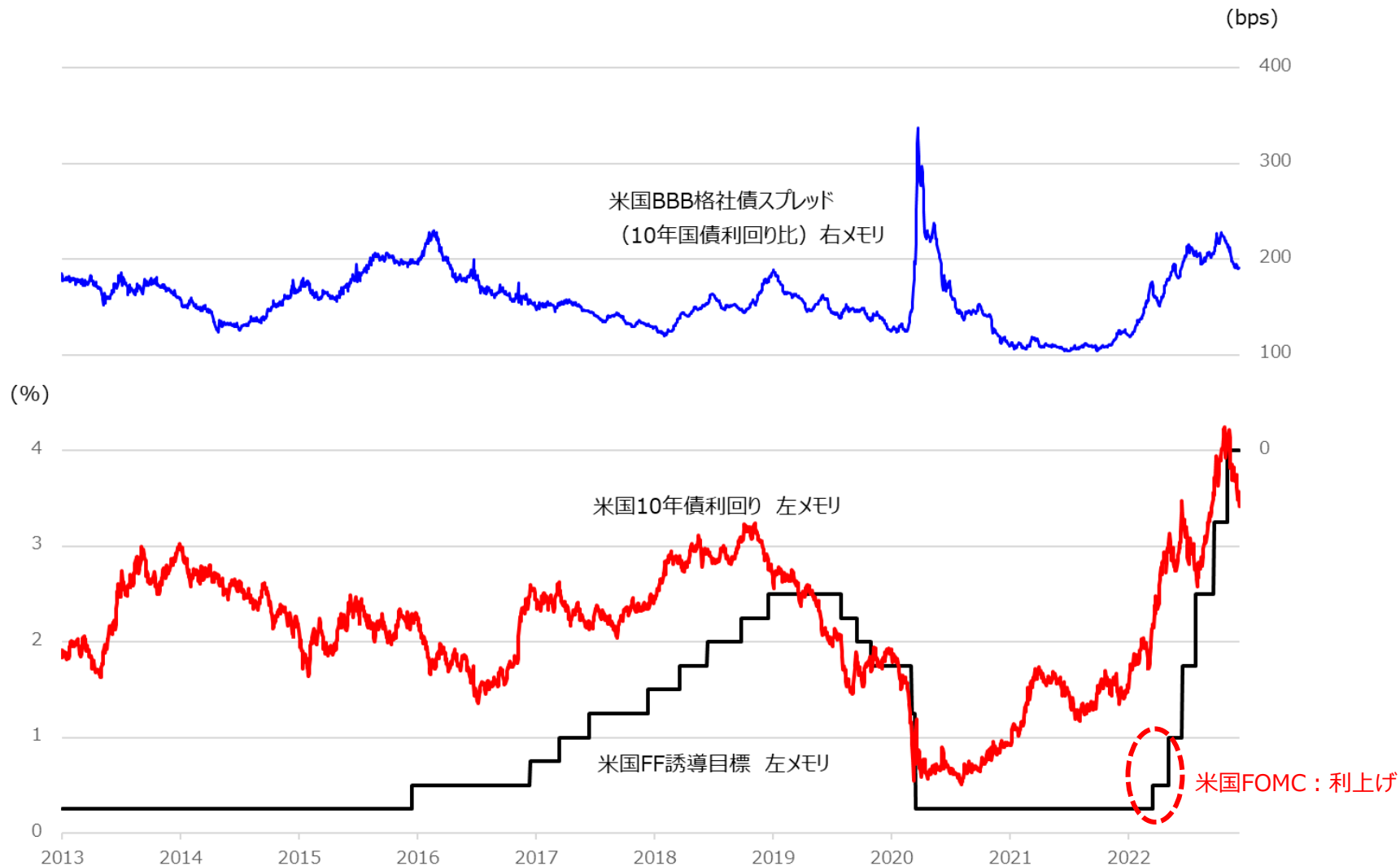
- 投資家サイドでは、投資対象の選別とアンダーライティング規律を重視する動きが明確化。従前ハイペースで投資していた一部の米国投資家も投資ペースを減速。
- 調達側企業においては、調達・エグジット環境の悪化を踏まえて、リストラによる経費節減等により、新たな環境への適応を図る動き。
- 上場株式や債券ポートフォリオの価値減少により、機関投資家がPEやVCファンドへのコミットメントペースを抑制する恐れ（いわゆる”デノミネーター効果”）。過去、米国においてはネットバブル崩壊（2000）およびGFC（2009）の際、数年間にわたりVCファンドの募集活動は低迷している。業歴の浅い新興VCファンドの募集は特に苦戦が予想される。
- しかしながら、上記変化は、未消化投資枠に余裕のあるVCファンド、或いは、サイクルに関わらず資金調達ができる有力VCファンドにとってはむしろ投資の好機。
- 米国における先例をみると、調整期前後に生まれたスタートアップが調整期の難局を乗り越え、将来大きく成長するケースも。

- 米国では、スタートアップ、ベンチャーキャピタルを取り巻く環境が悪化している。
- 世界的なトレンドは日本にも伝播しているが、現時点ではその影響は相対的に軽微。

	米国	日本
<div style="background-color: #003366; color: white; padding: 20px; text-align: center;"> スタートアップ (SU) </div>	<ul style="list-style-type: none"> • SU資金調達の減速が継続（金額、件数とも）。 • レイターズステージ中心にSUのバリュエーション調整が進行。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2022年（10月末時点の速報）のSU資金調達額は全体として前年比横ばい。但し、設立後経過年数毎で見ると差異があり、設立後7年以上経過したSUの1社あたり資金調達額は前年比減。 • SUの大型調達案件への外国人投資家の参加比率が低下。
<div style="background-color: #003366; color: white; padding: 20px; text-align: center;"> ベンチャー キャピタル (VC) </div>	<ul style="list-style-type: none"> • 投資ペース減速はレイターズステージにおいて顕著。 • 新規ファンドレイズ額は全体として好調である一方、大型ファンドが選好されており、新興ファンドへの投資は減速。 • グローバルにみれば、VCには多額の未消化投資枠あり。 	<ul style="list-style-type: none"> • 2022年（10月末時点の速報）の国内VCファンドレイズ額（※）は、前年同時期の水準にはやや及ばず。 <p>※ 今後の募集活動、データ反映により、2022年組成のVCファンドによるファンドレイズ額も上方修正される見通し。</p>

1. 上場テック企業の調整

- 米国FOMCが2021年11月に金利上昇を決定後、地政学的不安要素の高まりも加わり、国債利回り上昇、クレジットスプレッドのワイド化が進展。

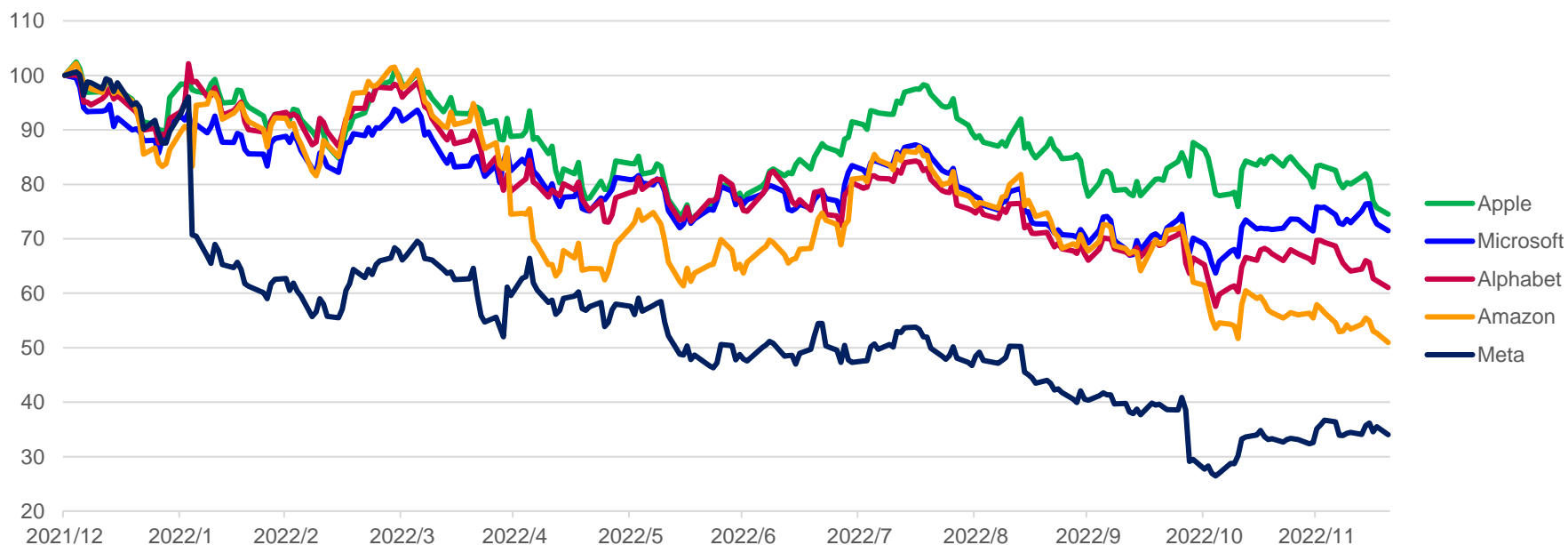


(出所)BloombergよりJIC作成

(C) JIC. All Rights Reserved.

- 主要上場テック企業の足元業績と将来見通しに陰りが出始めている。直近期は、ドル高が海外収益を押し下げる方向へ寄与したほか、インフレに伴う輸送費や人件費の増加の影響も受けて減益（前年同期比）となった。特に、Meta（Facebook）は、広告収入減等に伴う業績落込みが大きかったことから、純利益は前年同期と比較して半減。
- 2021年11月の米利上げ開始当初は新興のハイテク赤字銘柄を中心に株価調整が進んだが、その後、地政学的混乱・インフレ亢進・景気後退懸念も重なり、主要テック銘柄の株価も大幅に下落。Metaでは、時価総額はピーク時対比約3分の1の水準。

米国主要上場テック株の騰落率 (直近1年間※)



(出所)BloombergよりJIC作成

※ 2021年12月末の株価を100として指数化したもの。

- 足元の業績不振に先行き懸念も相俟って、コスト体質改善の一環として、人員削減に踏み切るテック企業が増加。
- リテール関連新興テック系企業から始まった人員削減の動きは、足元ではAmazonやMetaにも波及するなどテック業界全体のトレンドに。

テック企業の人員削減の例 (2022年7月～)

企業名 (Ticker)	解雇数 (人)	全従業員に解雇数が占める割合	公表日	本店所在国	業種
Meta (NASDAQ: META)	11,000	13%	2022年11月9日	米国	消費者
Amazon (NASDAQ: AMZN)	18,000	5%	2023年1月4日	米国	リテール
Salesforce (NYSE: CRM)	7,000	10%	2023年1月4日	米国	エンタープライズ・ソフトウェア
Cisco (NASDAQ: CSCO)	4,100	4%	2022年11月16日	米国	インフラ
Twitter (未上場)	3,700	50%	2022年11月4日	米国	消費者
Byju's (未上場)	2,500	5%	2022年10月12日	インド	教育
Crypto.com (未上場)	2,000	30%	2022年10月6日	シンガポール	暗号資産
Gopuff (未上場)	1,500	10%	2022年7月12日	米国	デリバリー
Pudu Tech (未上場)	1,500	-	2022年7月8日	中国	ロボット
Carvana (NYSE: CVNA)	1,500	8%	2022年11月18日	米国	オンライン販売

(出所)各社リリース、報道等を基にJIC作成

- 米国の利上げ以降、NASDAQ、マザーズ其々、大幅に下落。

過去3年の株価指数の動き ※ (青：NASDAQ, 赤：東証マザーズ)



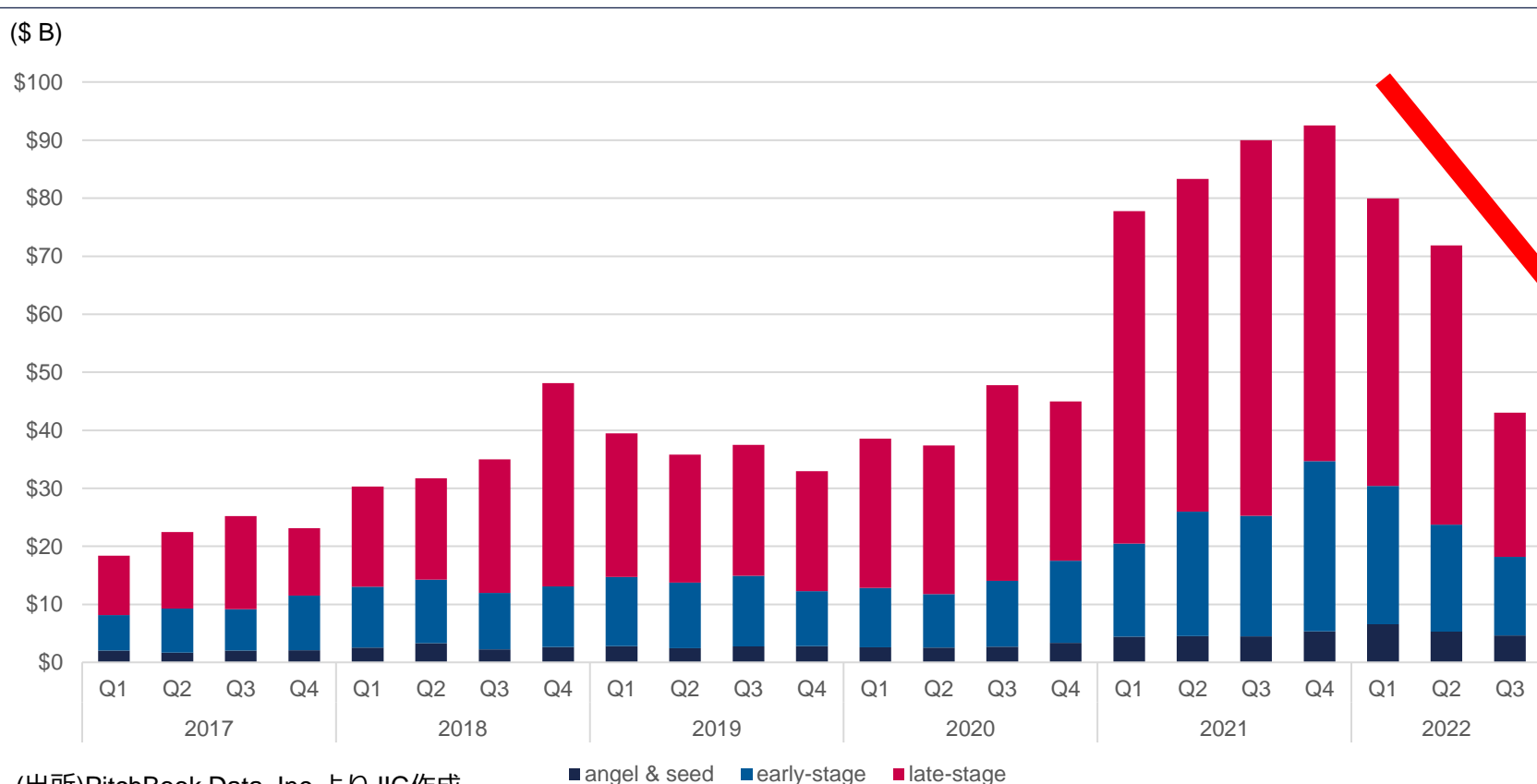
(出所) BloombergよりJIC作成

※ 2019年11月末の値を100として指数化したもの。

2. スタートアップファイナンス動向

- 米国では、スタートアップの資金調達額は減少傾向。2021Q4にピークを付けてのち3四半期連続で減少中。COVID-19に伴う調整期（2020Q2-4並み）の水準。
- ステージ別で見ると、上場株式市場動向の影響を受けやすいレイターステージにおける調達額の落ち込みが大（直近Q3は、前年同期比6割ダウン）。

米国 スタートアップ資金調達額（ステージ別）



(出所)PitchBook Data, Inc.よりJIC作成

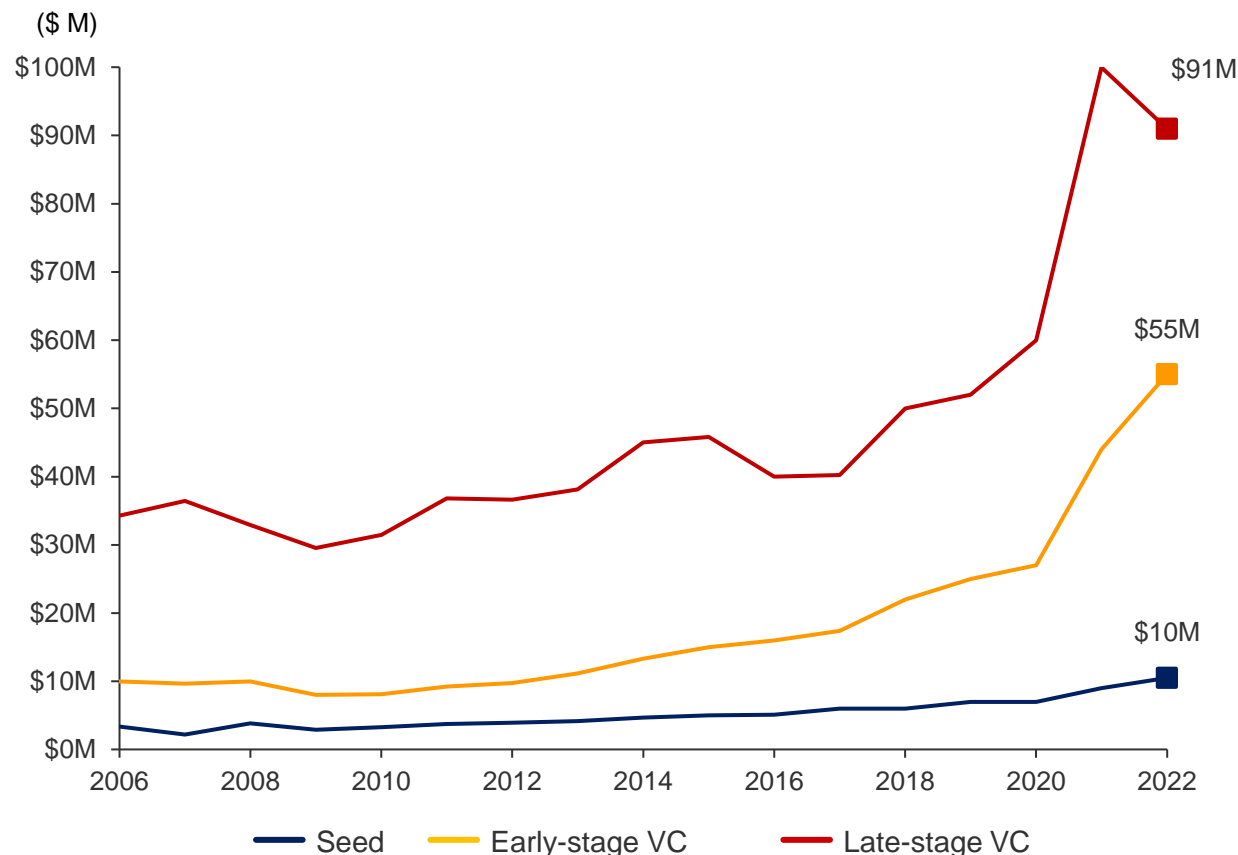
(C) JIC. All Rights Reserved.

米国：バリュエーション（ステージ別）



- レイトーステージのバリュエーション調整が顕在化。上場株式市場におけるバリュエーション調整の影響によるものと考えられる。

米国VC プレマナーバリュエーション（ステージ別中央値）



プレマナー価値
(中央値)変動率
(2022YTD*-2021)

▲ 9%

Late stage

+25%

Early stage

+17%

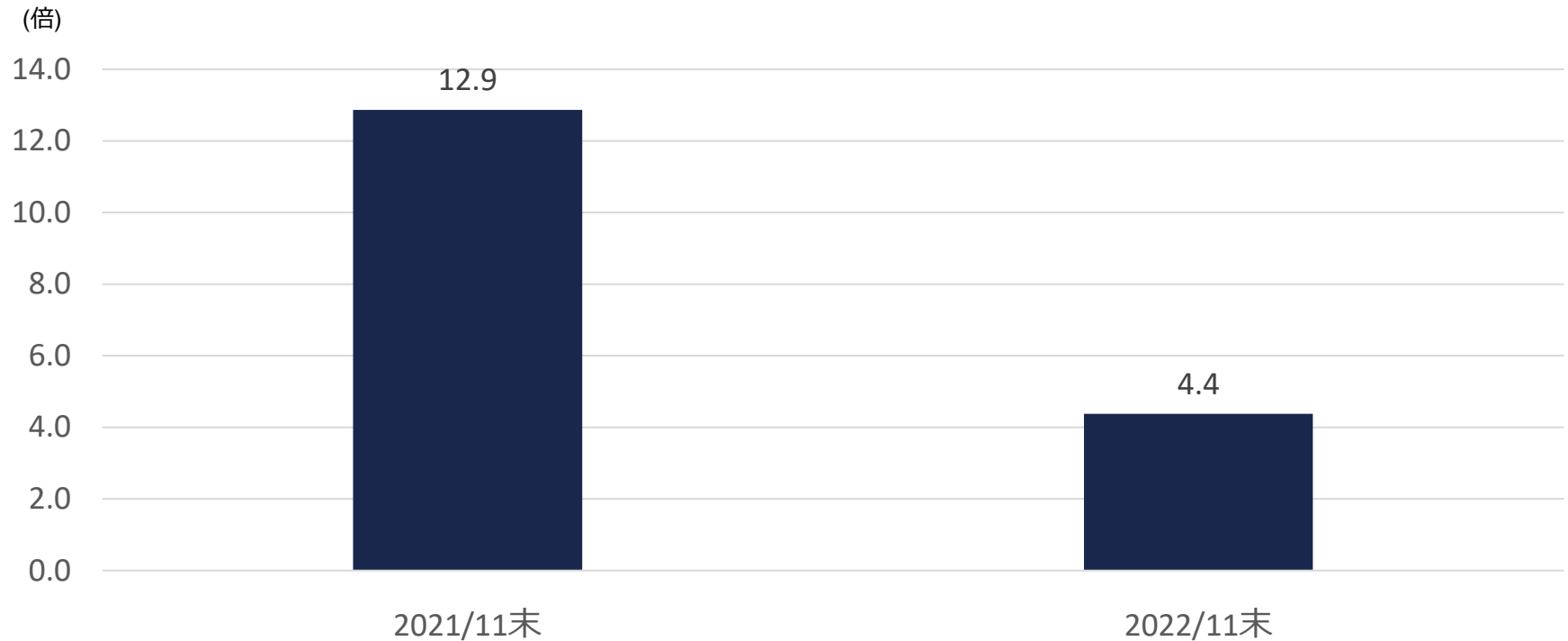
Seed

(出所) PitchBook Data, Inc.よりJIC作成 * 2022年は1月～9月まで。

(C) JIC. All Rights Reserved.

- 2021年11月の米国利上げ以降、クラウド関連上場企業の株価売上倍率（PSR）は大幅に低下。

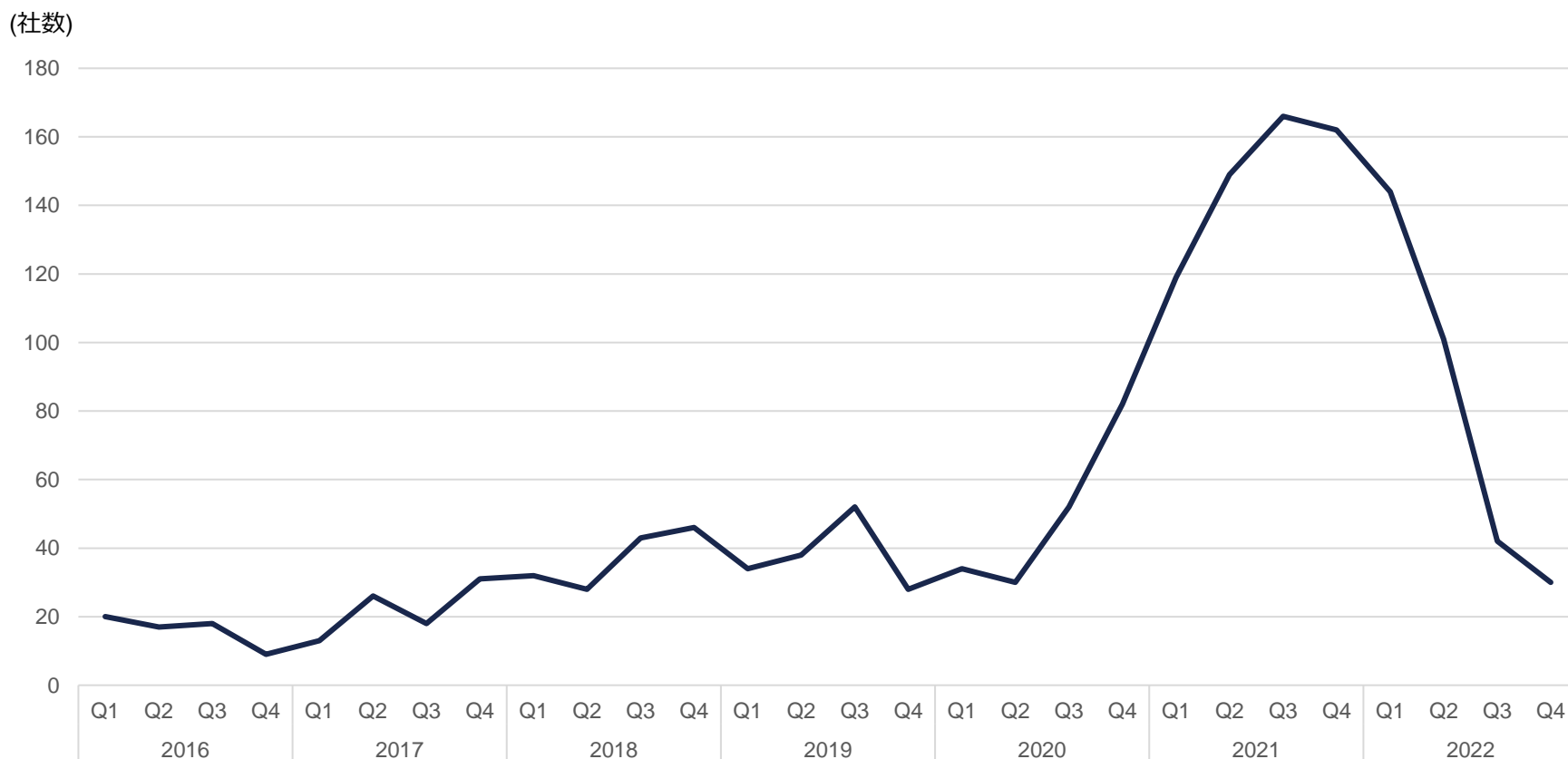
米国：PSRマルチプル(※)



※ EMCLOUD Index（Bessemer Venture Partners社によるクラウド銘柄指数(BVP Nasdaq Emerging Cloud Comp)）のPSRを参照。
(出所)BloombergよりJIC作成

- バリュエーション低下は、SU関連“指標”でもある「ユニコーン」の動向にも影響。
- PitchBook Data, Inc.の調査によると、世界的に、ユニコーンの誕生ペースが低下。
- 2022年Q4の新規ユニコーンはわずか30社にとどまった。

グローバル：新規ユニコーン 誕生件数（四半期推移）



(出所) PitchBook Data, Inc.よりJIC作成

(C) JIC. All Rights Reserved.

- 上位ユニコーンの中には、そのセカンダリー取引が直近資金調達時点の評価額を下回る水準で実施されたケースや、自社評価額が引き下げられたケースなどが散見され、全体としてバリュエーション低下の懸念が生じている（昨年9月まで上位にランクインしていたFTXは11月に破綻）。
- 強気相場において\$1B以上の高い評価を受けてユニコーン成りしたスタートアップの多くは、既にその評価を失っているとの見方も多い。今後、業績低迷、上場株のマルチプル低迷等により、資金調達時におけるバリュエーション調整が顕在化すると想定される。

#	会社名	バリュエーション	シリーズ	日付	国	業種・概要
1	ByteDance	180	Series E1	2020年12月	中国	ソーシャル/プラットフォームソフトウェア
2	SpaceX	127	Series F	2022年6月	米国	航空宇宙・防衛
3	SHEIN	100	Series F	2022年10月	中国	インターネット・小売
4	Stripe	95	Series H	2021年3月	米国	金融ソフトウェア
5	Checkout.com	40	Series D	2022年1月	イギリス	金融ソフトウェア
5	Canva	40	Later Stage	2021年9月	オーストラリア	デザインソフトウェア
7	Instacart	39	Series I	2021年3月	米国	インターネット・小売
8	Databricks	38	Series H	2021年8月	米国	データベースソフトウェア
9	Revolut	33	Series E	2021年7月	イギリス	金融ソフトウェア
10	Epic Games	32	Later Stage	2022年4月	米国	ゲーム

セカンダリー取引において\$70Bの評価で取引された模様 (2022年7月)

自社評価(409a) ※を \$102Bから\$63Bへ引き下げ (2023年1月)

自社評価(409a) ※を \$39Bから\$24Bへ引下げ (2022年3月)。
更に\$24Bから\$10Bへ引き下げ (2022年12月)

(出所) PitchBook Data, Inc.、Bloomberg、各種報道等よりJIC作成

※ 409aは、従業員向け株式分配/ストックオプションの対象となる普通株式の行使価格を設定するための自社評価プロセス。資金調達時の評価とは異なり、409aには発行体と投資家間の交渉がないため需給要素が加味されず、その分だけ資金調達時の評価との間で価格差が生じやすい。但し、409a評価は発行体の直近事業計画や類似上場企業の直近株価マルチプルを参照する等の手法により第三者評価機関が年に一回実施するものであるため、資金調達時の評価よりも市場動向を先行して取り入れて変化しやすい。優先株の投資家の中にも自らの持分の評価額の引き下げに踏み切る事例が生じている(例えば、Fidelityは2022年11月末時点で、Stripeを\$60B(2021年10月比▲36%)、Instacartを\$13B(同▲61%)と評価したと報じられている)。

- 11月8日、FTXは子会社Alameda Researchにかかわる風評を発端として資金繰り難に陥り、顧客への資金払出等を停止。翌日には、同業BinanceによるFTX救済協議も破談となったことから、FTXグループ全130社は米連邦破産法11条の適用を申請。
- 詳細不明ながら、FTXは顧客資産（8～10億ドル相当）を投資会社であるAlameda Researchの資金繰りに流用するなど、不透明な取引によって財務基盤の脆弱性を隠蔽していた模様。
- 不十分なガバナンスのもと粉飾決算を繰り返していた米国エンロン事件（2001年）と似た不祥事。

直接的影響を受けた関係者

- FTX へ出資したVC・投資家（投資額）**
 - Sequoia Capital (\$213M)
 - Paradigm Capital (\$290M)
 - Temasek (\$205M) ほか
- FTXとの取引のあった機関投資家等（取引額）**
 - Genesis Trading (\$175M)
 - Gaois Capital (\$100M)
 - Galaxy Digital (\$ 76M)ほか
- FTXが支援を約束していたWeb 3 企業**
 - Voyager Global (救済買収の約束)
 - BlockFi (流動性支援の約束)
- FTX/経営者が発行に関わる仮想通貨 (FTT, SRM)
- FTX/経営者が大量保有する仮想通貨 (SOL)
- FTX/経営者がLP出資したCVC (FTX Ventures)
- FTX/経営者がLP出資したVCファンド (Sequoia等)

間接的影響として想定されるもの

短期的にはマイナスの影響が大。

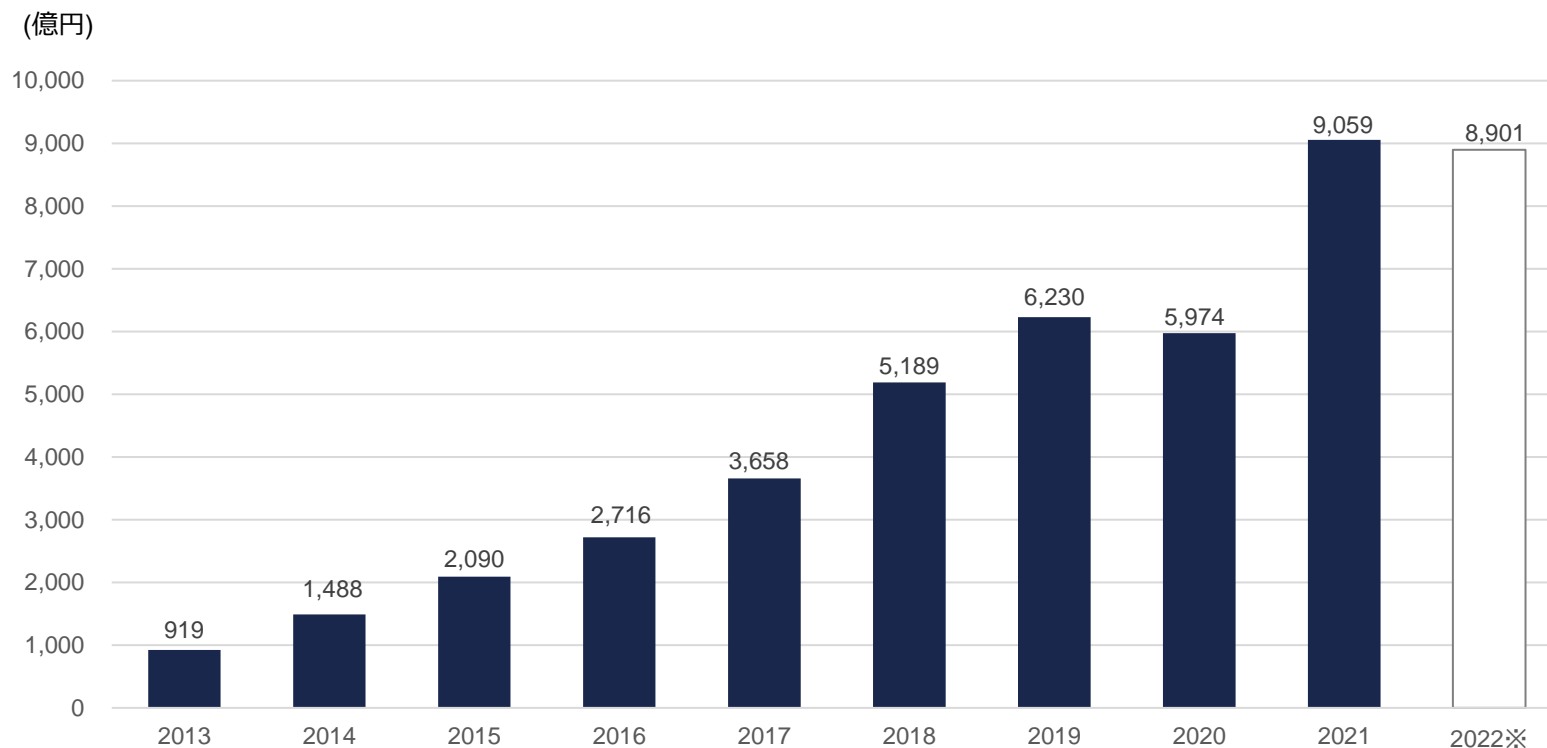
- 暗号資産取引業者に対する各国規制の強化。
- 暗号資産に対する世間一般のイメージ悪化。
- 暗号資産の売買量・価格の下落に伴う流動性低下。
- 新規の暗号資産プロジェクトの不活性化。

長期的にはプラスの影響に期待。

- 規制/ルール整備（開示強化など等投資家保護的観点）が進めば、暗号資産市場への信頼性も回復。
- 市場による淘汰・選別により、健全・優良なプロジェクトが増える可能性。
- 暗号資産取引を安心・安全に行うための基盤となるべき新技術の開発（セキュリティ等）など新たなイノベーションが促進される可能性。

- 2022年初来(1~10月)のスタートアップ資金調達額(速報)は、2021年通年とほぼ同水準。

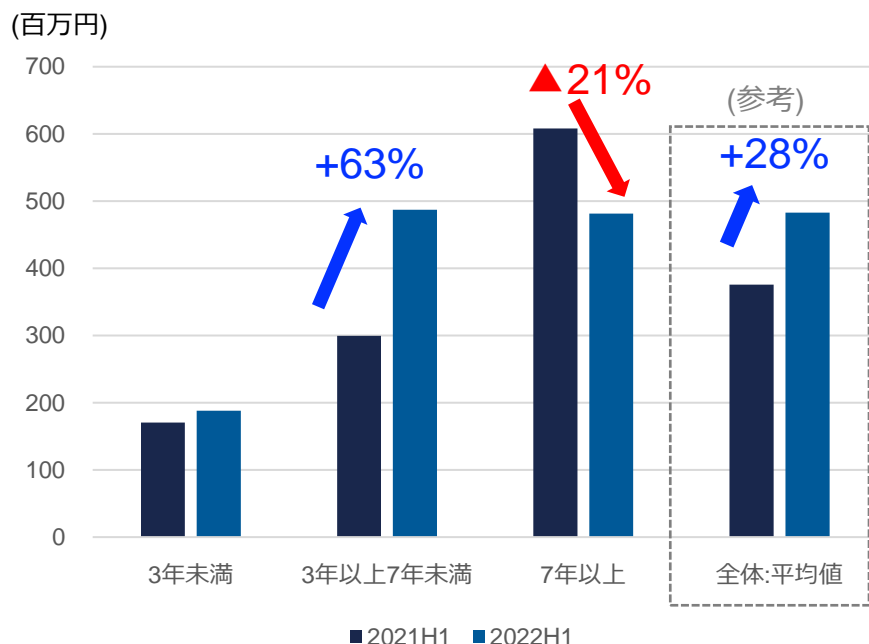
日本 スタートアップ資金調達額



※ 2022年は10月末迄。2013~2022年の調達金額は、INITIAL社の速報値（11月10日時点）による。（出所）INITIALよりJIC作成

- 全体として、総調達額を調達件数で除した「1 案件あたりの調達額」は前年比大型化。
- しかしながら、設立後経過年数別にみると、社歴の比較的長い企業（設立後7年以上）における「1 社あたりの調達額」は低下する一方、3年以上7年未満のセグメントでは上昇する等、跛行している。
- 日本においてもレイターステージ企業にバリュエーション調整の影響が生じている可能性あり。

設立後経過年数別：1 案件あたりの平均調達額

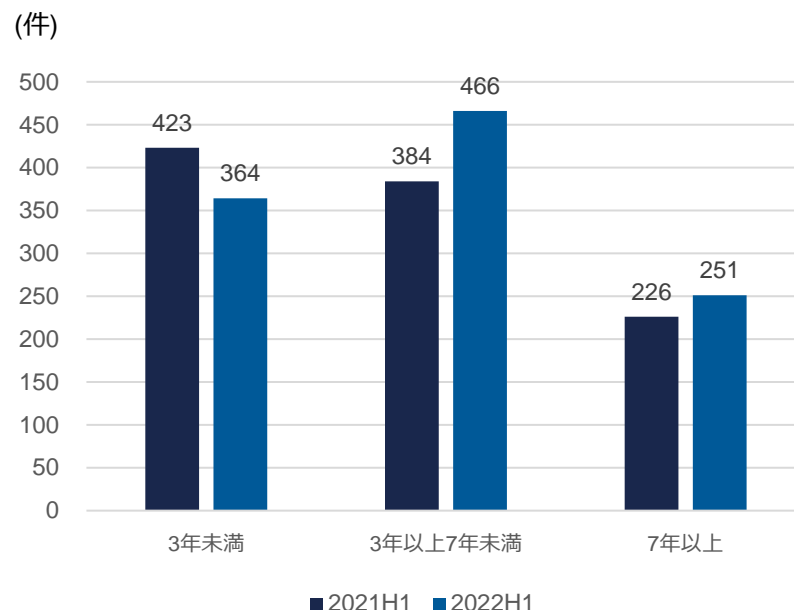


(出所)INITIALよりJIC作成

(出所) INITIAL, 「2022年上半期 Japan Startup Finance ~ 国内スタートアップ資金調達動向 ~」, 「2021年上半期 Japan Startup Finance ~ 国内スタートアップ資金調達動向 ~」 データを基にJIC作成

注：創業来年数別の資金調達データを、3つの区分（3年未満、3年以上7年未満、7年以上）に再編成して表示。

設立後経過年数別：資金調達件数



(出所)INITIALよりJIC作成

参考：日本の状況(2022年10月)：大型調達案件



- 2021年比、大型調達上位20件への海外投資家の参画は少ない（21年：14件→22年8件）。

2022年(1~10月)大型調達案件（Initial集計上位20件）

	企業名	概要	調達額 (億円/ シリーズ)	Post- Money	調達日	投資家 (青字：海外投資家, 赤字：VGI(JICベンチャー・グロース・インベストメンツ))
1	アルム	医療関係者間コミュニケーションアプリ「Join」の提供	233 /-	634	7/1	ディー・エヌ・エー（※ 持ち分法適用会社化）
2	自然電力	太陽光・風力・小水力等の自然エネルギー発電所の発電事業（IPP）	200 /A	-	10/24	Caisse de dépôt et placement du Québec
3	ティアフォー	オープンソース自動運転ソフトウェア	122 /C	908	6/3	SOMPOホールディングス、ヤマハ発動機、株式会社プリヂストン
4	Spiber	構造タンパク質素材開発	105 /D	1,457	3/28	The Carlyle Group, 海外需要開拓支援機構、東京センチュリー、Spiberグループ従業員持株会
5	AIメディカルサービス	内視鏡の画像診断支援AIの開発	80 /C	404	5/11	SB Investment Advisers (UK) Limited, グロービス、WIL、インキュベイトファンド
6	Animoca Brands	NFTプラットフォーム	62 /A	744	8/26	株式会社三菱UFJ銀行、Animoca Brands Corporation Limited.
7	SkyDrive	空飛ぶクルマ・物流ドローンの開発	61 /D	287	9/21	Pegasus Tech Ventures, SCSK、関西電力、近鉄グループホールディングス、スズキ、損害保険ジャパン、東京海上ホールディングス、豊田鉄工、日本化薬、日本発条、三井住友信託銀行、三菱UFJ銀行
8	Kyash	ウォレットアプリ、VISAカードの展開	49 /D	336	3/9	Block, Inc., Greyhound Capital, Altos Ventures, Goodwater Capital, Greenspring Associates, Yitu Capital, JPインベストメント、SMBC日興証券、三井住友海上キャピタル、AGキャピタル、ジャフコグループ、SMBCベンチャーキャピタル、W株式会社
9	Rapyuta Robotics	ロボットプラットフォーム開発企業	48 /D	206	3/31	ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インク、マーキュリアンベストメント
10	SYNQA	オンライン決済や金融包摂を目的としたブロックチェーンテクノロジーの提供	47 /-	-	4/30	JICベンチャー・グロース・インベストメンツ
11	LegalForce	契約リスクを制御するソフトウェアの開発	45 /D	809	5/13	SB Investment Advisers (UK) Limited, Sequoia Capital China, ザ・ゴールドマン・サックス・グループ・インク, WIL, みずほキャピタル株式会社, 三菱UFJキャピタル株式会社
12	自然電力	太陽光・風力・小水力等の自然エネルギー発電所の発電事業（IPP）	44 /A	399	2/28	JICベンチャー・グロース・インベストメンツ、シグマクシス・インベストメント
13	ジョーシス	ITデバイス/SaaS統合管理	44 /-	-	9/7	グローバル・ブレイン、ANRI、一般社団法人Yamauchi-No.10 Family Office デジタルホールディングス、WIL
14	Menu	フードデリバリー・テイクアウトアプリ	44 /A	294	5/20	KDDI株式会社
15	dotData, Inc.	AIデータ分析プロセス自動化	40 /A	-	4/27	大塚商会、三井住友銀行、三井住友信託銀行
16	AnyMind Group	D2Cプラットフォーム	40 /-	556	7/15	JICベンチャー・グロース・インベストメンツ、JPインベストメント、日本グロースキャピタル投資法人、プロトベンチャーズ、三菱UFJキャピタル
17	Chordia Therapeutics	がん領域低分子医薬品を開発	40 /C	150	5/13	日本グロースキャピタル投資法人、東京大学協創プラットフォーム開発、SBIインベストメント、新生キャピタルパートナーズ、日本ベンチャーキャピタル
18	jijiner	バックオフィス業務クラウド	40 /A	259	3/10	Tybourne Capital Management Ltd., SBIホールディングス、NTTドコモ・ベンチャーズ
19	株式会社スプレッド	人工光型植物工場の開発と運営	40 /A	-	8/2	寓世電機株式会社
20	つばめBHB株式会社	小型アンモニア製造装置の開発	40/A	-	7/25	味の素、ユニバーサルマテリアルズインキュベーター、ユニバーサルマテリアルズインキュベーター、日本郵船、株式会社みらい創造機構、出光興産、株式会社INPEX、山九、西日本プラント工業、DBJ、SMTB、i-nest capital

- 大型資金調達案件の多くに海外投資家が参加（20件中、14件に海外投資家参画）。

2021年大型調達案件（Initial集計上位20件）

	企業名	概要	調達額 (億円/ シリーズ)	Post- Money	調達日	投資家 (青字：海外投資家, 赤字：VGI(JICベンチャー・グロス・インベストメンツ))
1	スマートニュース	ニュースアプリ「SmartNews」	251/F	2,039.2	10/29	Princeville Capital, Woodline Partners, ACA Investments, Green Co-Invest Investment, JICベンチャー・グロス・インベストメンツ, Yamauchi-No.10 Family Office, SMBCVC
2	Mobility Technologies	タクシー配車アプリ「GO」	175/B	1,169.2	6/30	あいおいニッセイ同和損害保険
3	SmartHR	クラウド人事労務ソフト「SmartHR」	156/D	1,731.8	6/30	Light Street Capital, Sequoia Heritage, Sequoia Capital Global Equities, Arena Holdings Management LLC, Greyhound Capital, Whale Rock Capital Management LLC, シニフィアン
4	Spiber	構造タンパク質「Brewed Protein」	143/D	1,352.2	12/29	The Carlyle Group, Fidelity Int'l, Baillie Gifford & Co, 海外需要開拓支援機構, 東京センチュリー, 山形銀行, 佐竹化学機械工業, ユニバーサルマテリアルズインキュベーター
5	アストロスケールHD	スペースデブリ（宇宙ごみ）除去サービス	124/E	963.5	11/30	Seraphim Space Investment, DNCA Invest, Solaris ESG, Prelude Structured, Y's Investment, シニフィアン, 日本グロスキャピタル, 環境エネルギー投資, アクサ生命保険, イノベーション・エンジン, オブス, Nomura Fintech Fund, 千葉道場, Yamauchi-No.10 Family Office,
6	TBM	紙・プラスチックの代替新素材「LIMEX」	97/F	1,337.0	6/30	SK Japan Investment, 武蔵塗料ホールディングス
7	SODA	スニーカー特徴型CtoC マーケットプレイス	91/F	368.4	12/3	KREAM Corporation, Altos Ventures, SoftBank Ventures Asia, , SB Investment Advisers (UK) Limited, ジャフコ, basepartners, コロプラネクスト, THE GUILD, i-nest capital, DIMENSION,
8	ネットスターズ	マルチQRコード決済サービス「StarPay」	82/E	316.6	3/31	Lun Partners Group, KKR, Susquehanna International, PowerCloud VC(中), NTTコム、住友商事、新生銀行、リージョナルマーケティング、SIGグループ
9	Linc'well	クリニック向けIT化支援	82/C	282.0	12/10	Bain Capital, LP, Pavilion, DCM, ニッセイ・キャピタル・インキュベイトファンド
10	ヘイ(現: STORES)	商売のデジタル化「STORESプラットフォーム」	81/E	922.4	7/9	(前回ラウンドには Bain Capital, Anatole Investment, Goldman Sachs, Paypalらが参加)
11	キャディ	製造業の受発注プラットフォーム「CADDi」	80/C	480.9	9/3	DCM, DST Global, Arena Holdings, Tybourne Capital Management, Minerva, ジャフコグループ, SBIインベストメント, WiL, グロービス, グローバル・ブレイン
12	ビットバンク	仮想通貨取引所「bitbank」	75/C	353.3	9/30	ミクシィ
13	アキュリスファーマ	神経・精神疾患領域の医薬品開発・販売	67/A	108.9	10/29	SB Investment Advisers (UK) Limited, Catalys Pacific. LLC, HBM Healthcare Investments, Global Founders Capital, 三井住友トラスト・インベストメント, ANRI
14	ビットキー	ID連携・認識と権利処理の「bitkey Platform」	66/E	695.5	11/30	サンケイビル, ダイキン工業, 日鉄興和不動産, 東京建物, スパークス・グループ, パナソニックホールディングス, SHIFT
15	HIKKY	VRコンテンツ開発エンジン「Vket Cloud」	65/A	645.0	10/29	NTTドコモ
16	INFORICH	スマホ充電器のシェアリング「Charge SPOT」	62.B	173.7	12/30	MRA Investments, SBSホールディングス, NEXTBLUE有限責任事業組合, BSPアセットマネジメント, ピー・アンド・イー・ディレクションズ
17	atama plus	AIで学習を個別最適化する「アタマプラス」	62/B	522.0	12/24	DCM, Temasek, Pavilion Capital, T Rowe Price, ジャフコグループ
18	オリツルセラピューティクス	iPS由来の再生医療等製品の事業化	62/A	104.6	9/30	武田薬品工業, 京都大学イノベーションキャピタル, 三菱UFJ銀行, SMBCVC, メディカルホールディングス, 三井住友ファイナンス&リース, 三井住友信託銀行, 日本ベンチャーキャピタル
19	Ispace	月着陸船、月調査用ローバー月面探査車の開発	56/C	756.3	10/22	AXIOM ASIA, エアバス・ベンチャーズ, インキュベイトファンド, イノベーション・エンジン, SBIインベストメント, HiJoJo Partners, アイザワ・インベストメンツ, あいざわアセットマネジメント
20	アトナーブ	微量分析装置を設計製造する科学機器	54/D	219.3	3/31	Celesta Capital, Banner Industries, Boscolo Invest, ATIK, Lucas Venture, Black Diamond Ventures, 古河電気工業, JPインベストメント

- 2022年11月以降のスタートアップの主な新規上場事例をみると、最新の時価総額は、直近調達ラウンドでの評価額を下回るケースが目立つ。

上場日	企業名	概要	新規上場(※)			直近調達ラウンド			(参考)
			公募価格	株価 (12/30)	時価総額 (百万円)	年月	シリーズ	評価額 (百万円)	(A)÷(B) 騰落 (x)
12月29日	スマサポ	不動産管理会社向けITソリューション事業を中心に展開	800	2,750	6,082	2022年2月	B	5,079	1.20x
12月27日	Elements	個人認証ソリューションを、各業界のサービス提供事業社にBaaSとして提供	160	471	9,442	2018年9月	B	29,800	0.32x
12月21日	note	CtoCメディアプラットフォーム「note」、メディアSaaS「note pro」の運営	340	415	6,066	2022年5月	E	33,790	0.18x
12月20日	INFORICH	スマホ充電レンタル「ChargeSPOT」事業の運営ほか	4,600	11,470	20,537	2021年11月	B	23,893	0.92x
12月19日	トリドリ	インフルエンサーと企業をマッチングするプラットフォーム「toridori base」などを展開	1,500	1,952	5,492	2022年2月	B	8,727	0.63x
12月16日	フーディソン	飲食店向け食品Eコマースサービス「魚ボチ」を主軸とした生鮮流通プラットフォーム提供	2,300	2,517	9,260	2019年4月	B	10,034	0.91x
12月15日	スマートドライブ	モビリティに関連したアプリケーション/ハードウェアの開発・提供	1,320	1,439	8,370	2021年2月	C	17,133	0.49x
12月1日	サイフューズ	バイオ3Dプリンタを用いた、再生医療等製品の開発・製造・販売	1,620	1,301	7,699	2022年3月	B	7,124	1.32x
11月22日	ティムス	東京農工大学発の創薬型バイオベンチャー。医薬品の研究開発などを手掛ける	670	620	20,523	2020年12月	C	5,057	4.06x
11月15日	POPER	教育機関向け業務管理プラットフォーム「Comiru」の提供	700	640	2,291	2022年2月	E	6,536	0.35x
11月15日	ベースフード	完全栄養食の開発・販売	800	381	18,344	2022年2月	E	50,329	0.36x

(※) 時価総額の算出にあたっては、2022年12月30日の終値を、上場前発行株式数に乗じて算出。

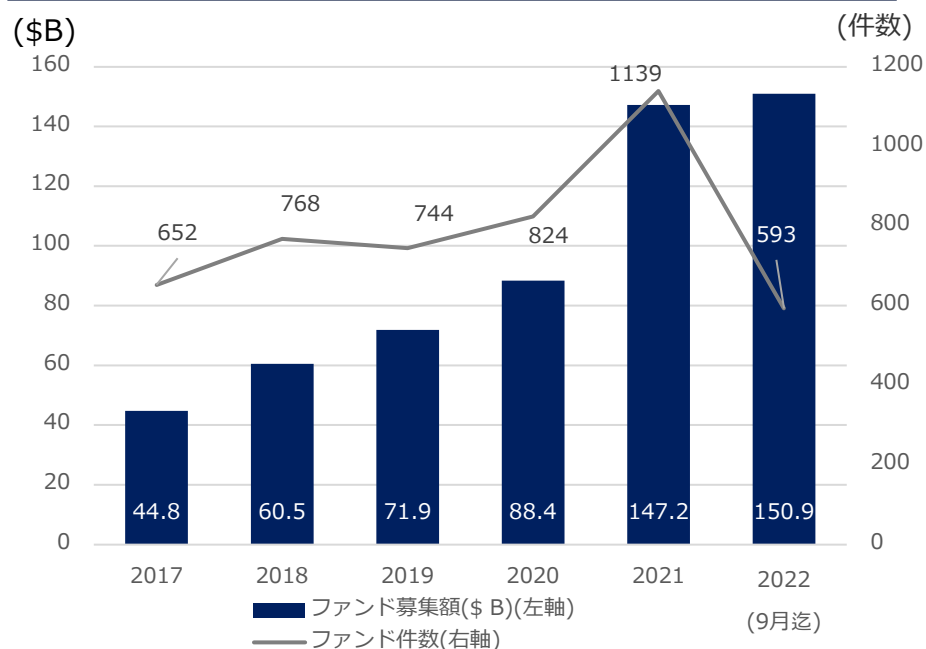
(出所) Bloomberg、INITIALデータ、各社ウェブサイトを基にJIC作成

3. VC 動向

- 米国においては、全体としては大型ファンドを中心に、ファンドレイズ金額は堅調。
- 日本においては、2022年（10月末時点の速報）の国内VCファンドレイズ額は2021年同時期の水準にはやや及ばず。

米国

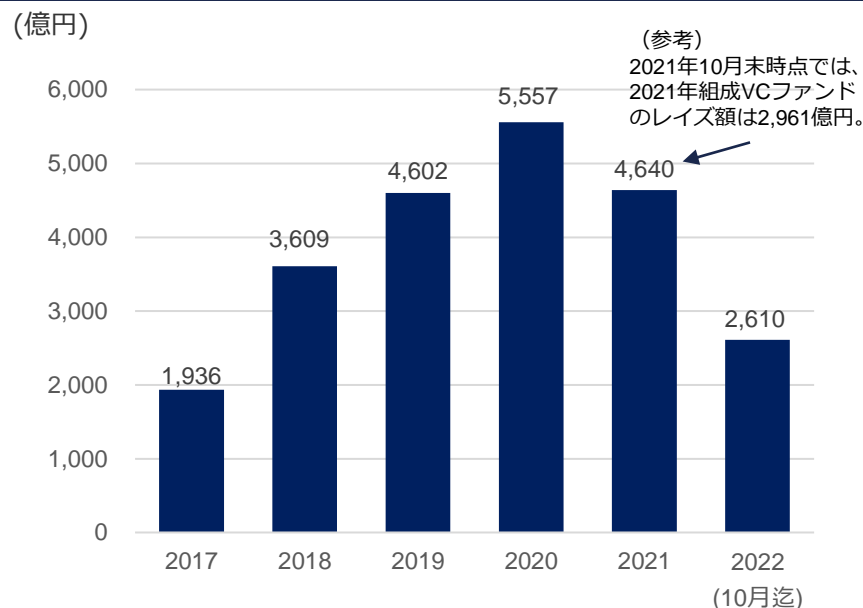
VCファンドレイズ金額・件数(募集年別)



(出所)PitchBook Data, Inc.よりJIC作成

日本

VCファンドレイズ金額(組成年別)

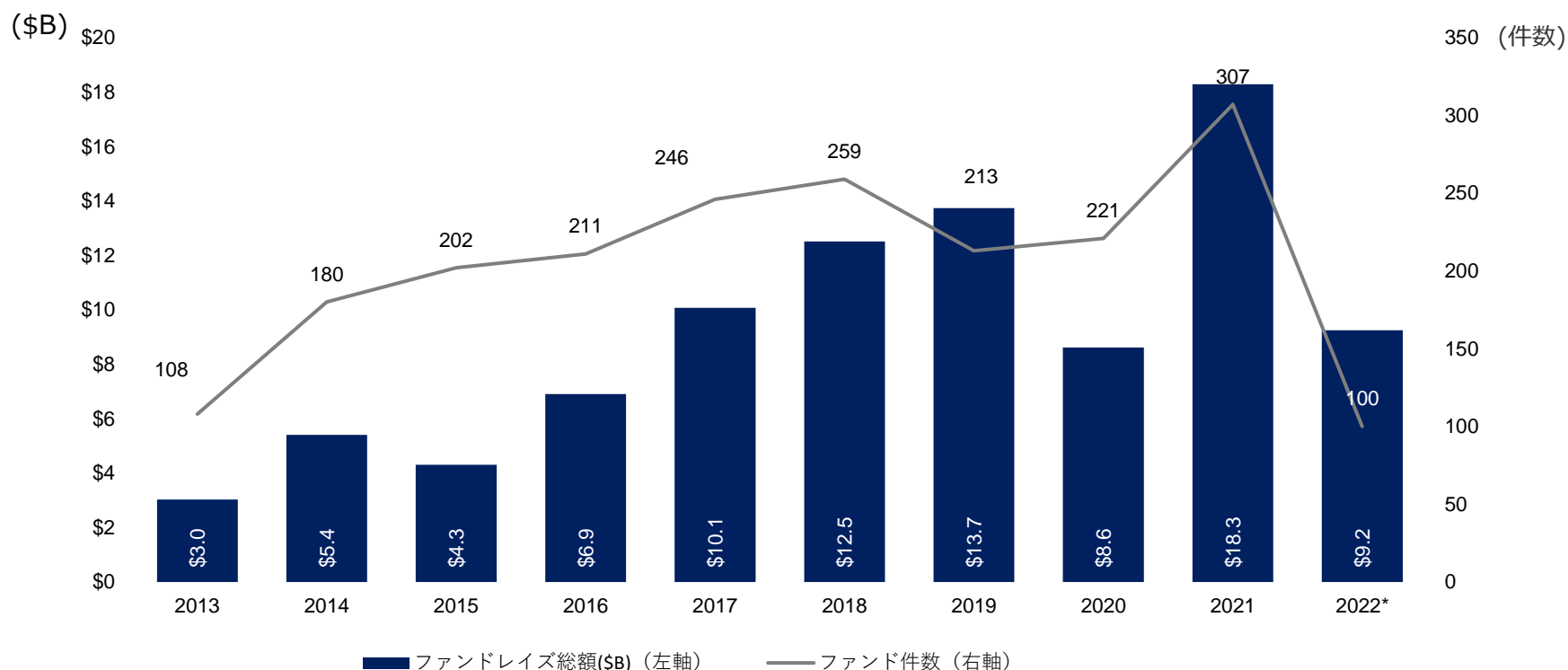


(注) 2022は2022年10月末迄速報値、対象は国内のVCが設立したファンド。

(出所) INITIALよりJIC作成

- 一部報道によると、過去の景気後退期と同様、欧米では投資家が投資先ファンドを厳選する傾向が出てきており、経験豊富なファンドマネージャーに資金を集中投下する一方、新興ファンドに対する投資額を減額している。

米国における初回募集VCの調達状況



(出所) PitchBook Data, Inc.よりJIC作成 *2022年は9月迄。

- 上場株式や債券ポートフォリオの価値減少により、機関投資家がPEやVCファンドへのコミットメントペースを抑制する可能性がある（いわゆる「デノミネーター効果（分母効果）」）。

“デノミネーター効果” のイメージ

$$\begin{array}{l} \text{PEとVCへの} \\ \text{配分比(\%)} \uparrow = \frac{\text{PEとVCのNAV} \rightarrow}{\text{運用資産全体価値} \downarrow} \\ \text{(上場株式} \downarrow + \text{債券} \downarrow + \text{PEとVC} \rightarrow \text{)} \end{array}$$

- 機関投資家は、自らのポートフォリオ管理上、各資産クラスに対する目標配分比率をあらかじめ定めておき、時価変動の都度、実際の配分比率を目標比率に近づける操作を行う（リバランス）。PEとVCへの配分比についても同様。
- このため、上場株式等の価値が市場変動により急落すると、(NAV更新が遅い)PEとVCの比率が相対的に高まってしまうので、新規コミットメントを抑制することによって配分比を目標に近づけようとする。

- 機関投資家の現預金ポジションは、過去にコミットメントしたファンドポートフォリオへの資金払込 (out flow) と資金回収 (in flow) の差分相当だけ増減する。
- 長年にわたるファンド投資の結果、成熟したファンドポートフォリオを持つ機関投資家の場合、VCファンドらが好調にエグジット案件を重ねる好況局面では現預金の受取超となり、これがさらなるファンド投資へ充当されやすい。
- 逆に、VCファンドのエグジット環境が厳しくなると、上記メカニズムが逆となり、機関投資家の現預金は払出超となるので、新規のファンド投資には慎重化しやすい。

展望：調整期に生まれたスタートアップ

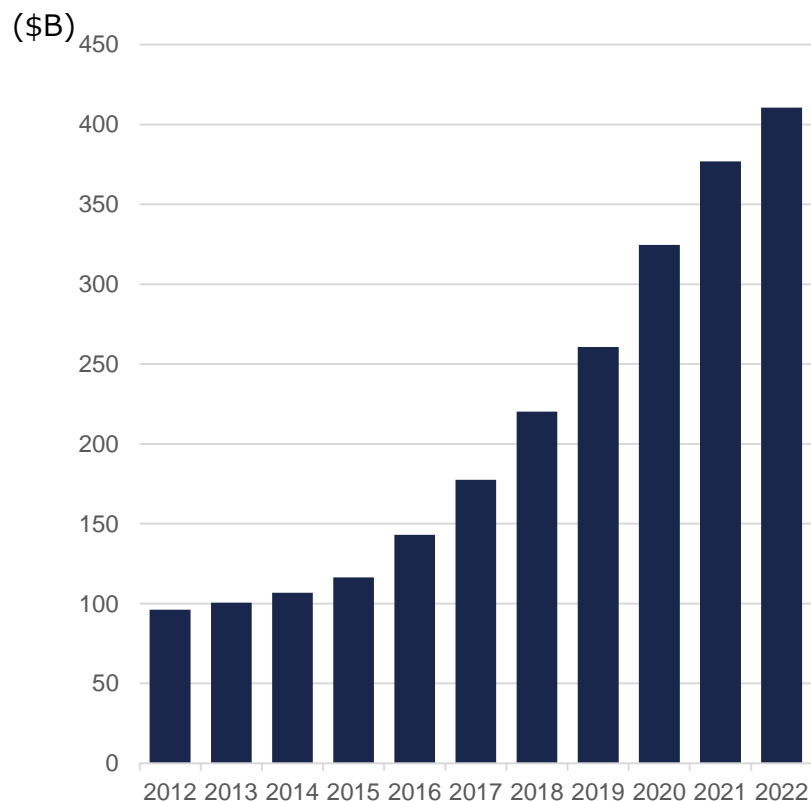
- 調整期を乗り越え、優れたスタートアップが誕生。



(出所)BloombergよりJIC作成 ダウ平均株価(DJI)推移

- VCの未消化枠は今後の投資に充てられる。現状、未消化枠はかなり高水準であるが、これが市場に与える影響に関しては複数の見方がある。

VC未消化投資枠 累積額 (Global)



(出所) PreqinよりJIC作成 *2022年は2022年3月基準。

未消化枠に関する見方

●楽観的見解：

- 現在の未消化枠の水準は、今後3年間分の投資額に相当する。仮に、景気後退入りし、新規ファンドレイズが困難になったとしても、投資活動は十分継続できる。

●悲観的見解：

- VCの未消化枠だけではこれまで積極的に投資を行ってきた非伝統的投資家(クロスオーバー投資家等) が市場から退出するマイナスインパクトをカバーできないのではないか。
- 実際の未消化枠は計測値よりもかなり少ないのではないか（一般に未消化枠とされている金額には、既に投資に回された金額（2022年Q1以降の投資実行額）も含まれている）。

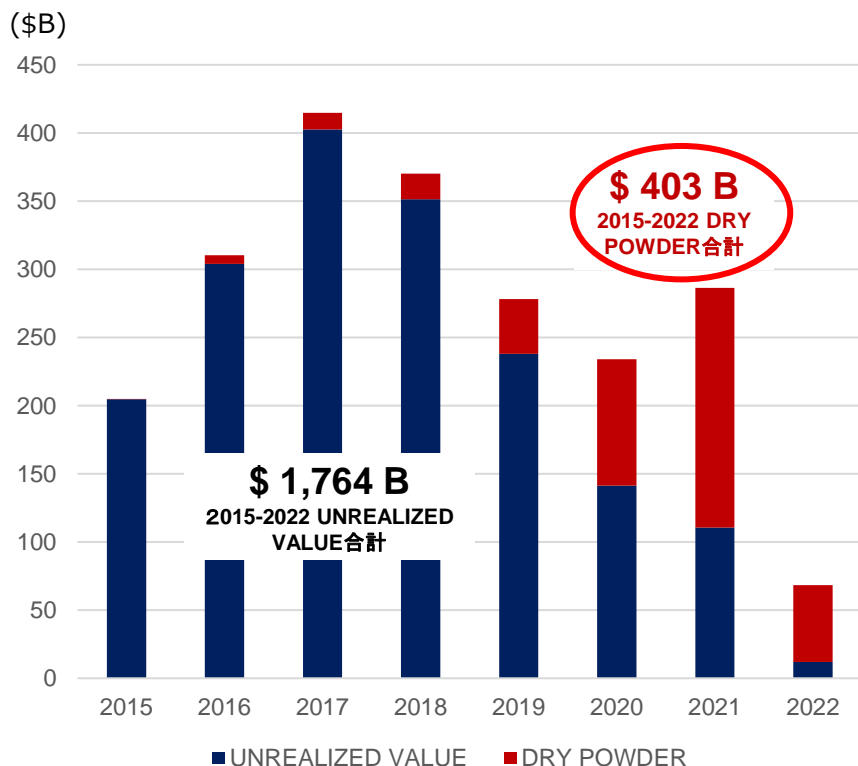
(出所) PitchBook Data, Inc.: “Record dry powder may not rescue startups in a downturn”2022/10/7 を参考にJIC作成

(参考) VCの未消化投資枠 (vintage別)



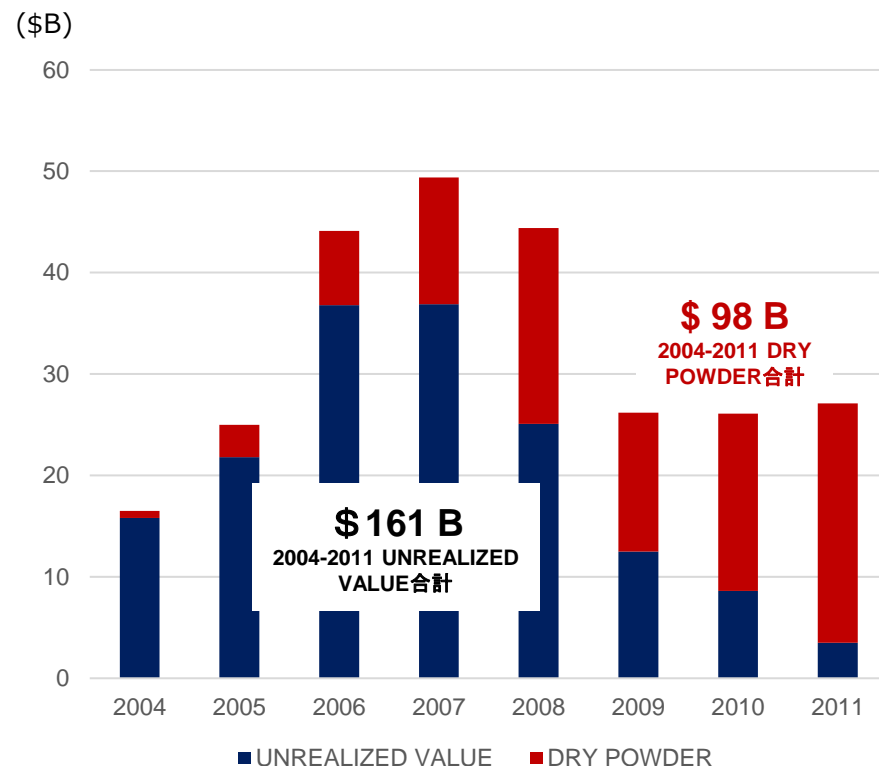
- Globalにみれば、現在の未消化投資枠（下図DRY POWDER）は、金額的にはGFC当時よりも大きい。但し、市場規模（≒UNREALIZED VALUE）対比では、さほど大きくはない。

現在のNAVと投資余力



(出所)PreqinよりJIC作成 *2022年は2022年3月基準。

GFC当時のNAVと投資余力



(出所)PreqinよりJIC作成