

スタートアップ・ファイナンス市場レビュー (2023年)

2024年3月
株式会社産業革新投資機構

- 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。
- 以下、特にことわりのない限り、2024年2月末時点で入手可能な情報に基づいて資料を作成しています。

- 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/

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

■ 米国SU：

- レイターを中心とするSUの資金調達難が継続。一時のような調達額急減は一巡し、足元の調達額は横ばいで推移しているが、早期の水準回復は望みがたいとの見方が多い。生成AIを除けば、市場全体の調達額の増加を牽引するほどの有力テーマが見当たらないことも一因。

■ 日本SU：

- 世界的なSU資金調達難から一年遅れて、2023年には日本でもSU資金調達額が減少に転じた。米国同様、レイターステージSUの資金調達が不振であり、1社あたり調達額・評価額とも下向き傾向。上場株のバリュエーション調整の大きさに比して、レイターステージの企業評価額の調整はまだ小幅にとどまっている。

■ 米国VC：

- 2023年はファンド募集額が減少に転じた。これは、①EXIT環境悪化に伴ってファンドからLPへの分配が減少したこと、②上場株価低迷に伴うデノミネーター効果等が作用したと考えられる。足元、上場株式の株価回復によってデノミネーター効果は緩和されつつあるが、分配の不振は継続しているのでファンド募集には逆風。特に新興マネージャーの募集が苦戦している模様。

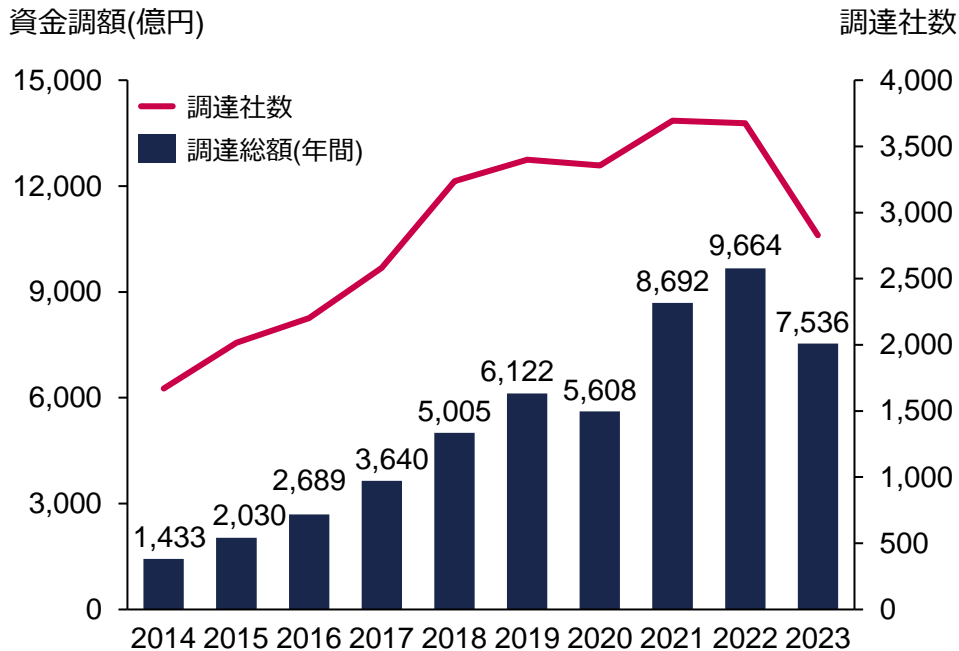
■ 日本VC：

- 米国とは異なり、日本のVCファンド募集状況は全体としてみれば明確なダウントレンドは生じていない。但し、初号ファンドの募集進捗が相対的に遅れていることに示される通り、業歴の短いVCファンドは募集に苦戦するケースが増えていると考えられる。

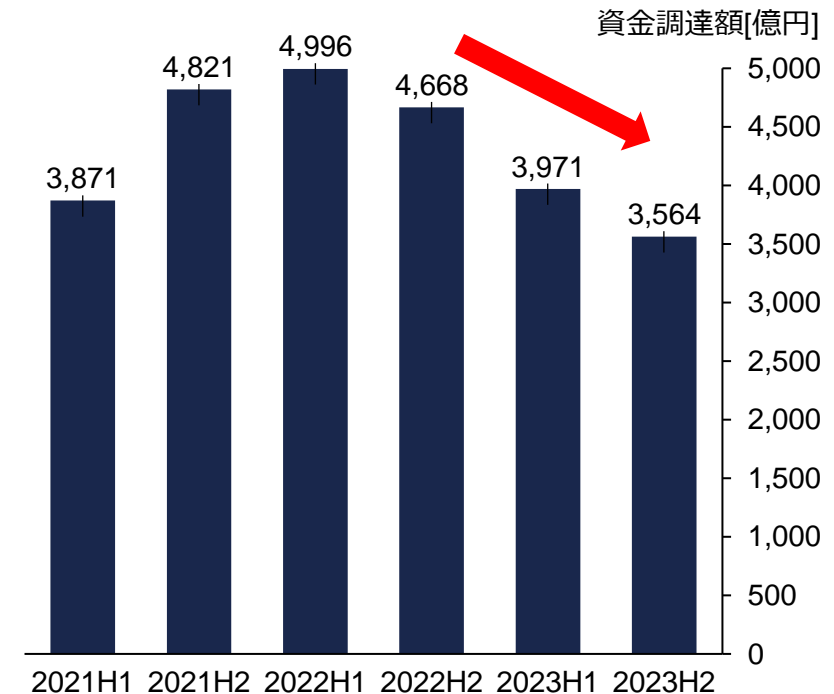
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- 2023年(年間)のSU資金調達額は7,536億円¹。2020年以降、初めて減少に転じた（前年比▲22%減）。世界的なSU資金調達難が2022年から顕在化していたことと比較すると、日本は約1年遅れて減少を記録。
- 半期ベースで見ると、2022年H1以降、3半期連続で減少中。

資金調達動向 (年間)



資金調達動向 (半期)



注1) 上記は現時点の集計値（今後、過去の資金調達事例が新たに判明すると、過年度に遡及して改訂される）。過去数年の遡及改訂状況を踏まえると、2023年実績も今後+10%程度上方修正されて8000億円台に達する可能性がある。

(出所) INITIALより、JIC作成。

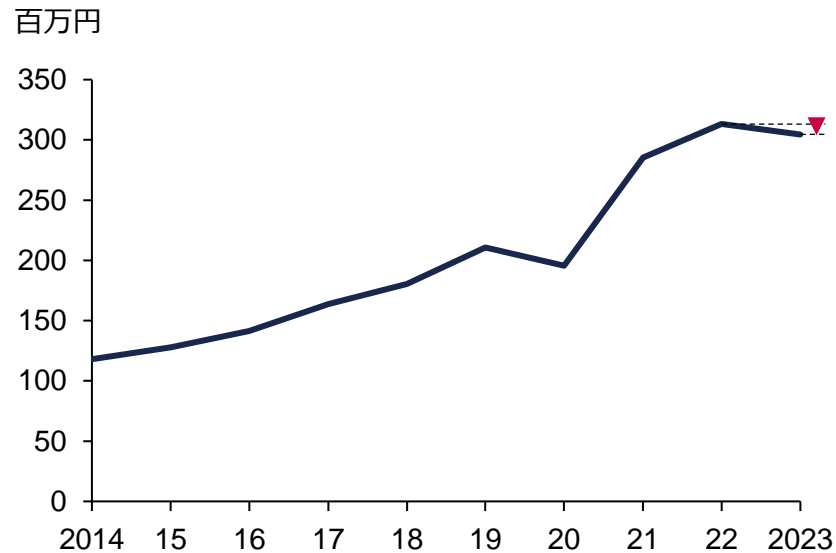
日本: 資金調達 | 1社あたりの資金調達額



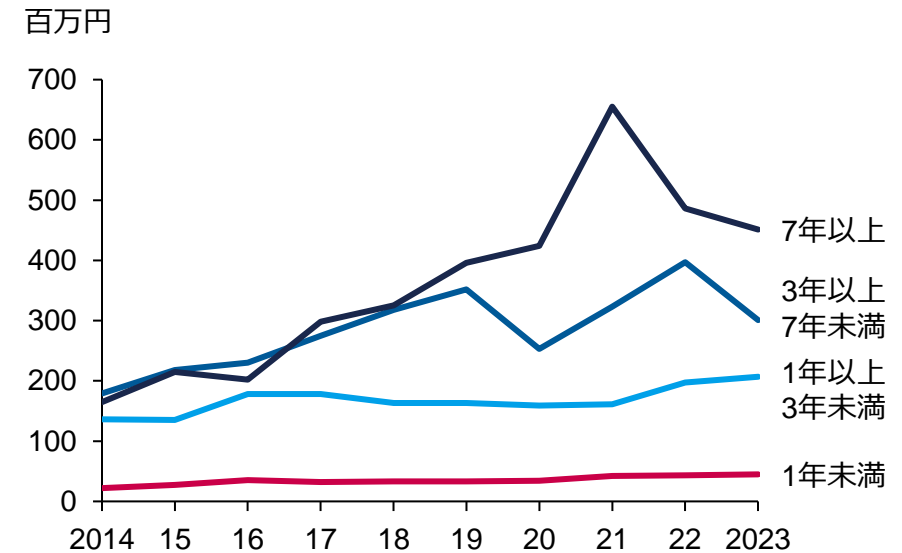
株式会社産業革新投資機構

- 1社あたりの資金調達額は約3億円¹（平均値）。
- 設立後経過年数別にみると、「3年以上7年未満」を経過したSUと、「7年以上」を経過したSUの調達金額の減少幅が大きく、いわゆるグロースステージのSUの資金調達規模が低下していることが示唆される。
- 今後、設立後経過年数が「1年未満」のSUや「1年以上3年未満」のSUなど、調達額の少ないSUの実績が数多く判明することが予想され、1社あたり資金調達額（平均値）は下方修正される可能性が高い。

1社あたり資金調達額²・平均値³



設立後経過年数別の1社あたり資金調達額・平均値³



注1) 上記は現時点の集計値。今後、過去の資金調達事例が新たに判明すると、上記の集計値は過年度に遡及して改訂される。

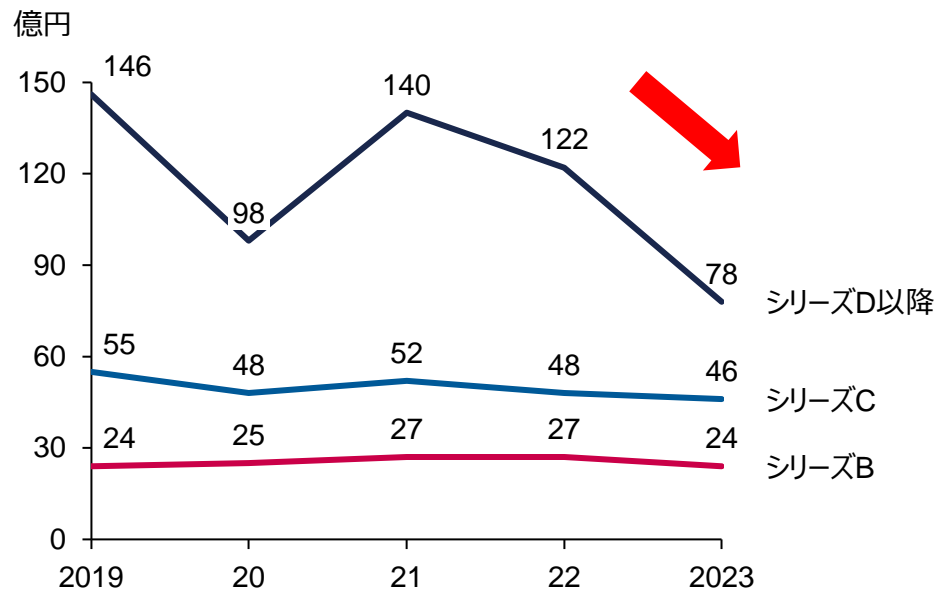
注2) 総調達額を調達社数で除した数値。

注3) 設立後経過年数別の総調達額を調達社数で除した数値。

(出所) INITIALより、JIC作成。

- SUの資金調達時の企業評価額の動向をステージ別にみると、2021年以降、特にレイターステージの企業評価額が大幅に下落していることがわかる。
- 上場株式市場においては、グロース株の株価評価の低迷が継続している。例えば、代表的なSaaS企業30社の平均PSR（株価売上高倍率）は、2021年ピーク時において20倍を上回っていたが、足元では6倍近辺にまで低下し、横ばい推移が続いている。
- エグジットに近いレイターステージSUの企業評価は、上記のような上場グロース株の株価評価低迷の影響を受けているものと考えられる。

シリーズ別の調達後企業評価額（中央値）



日本 主要上場SaaS企業 平均PSR倍率³

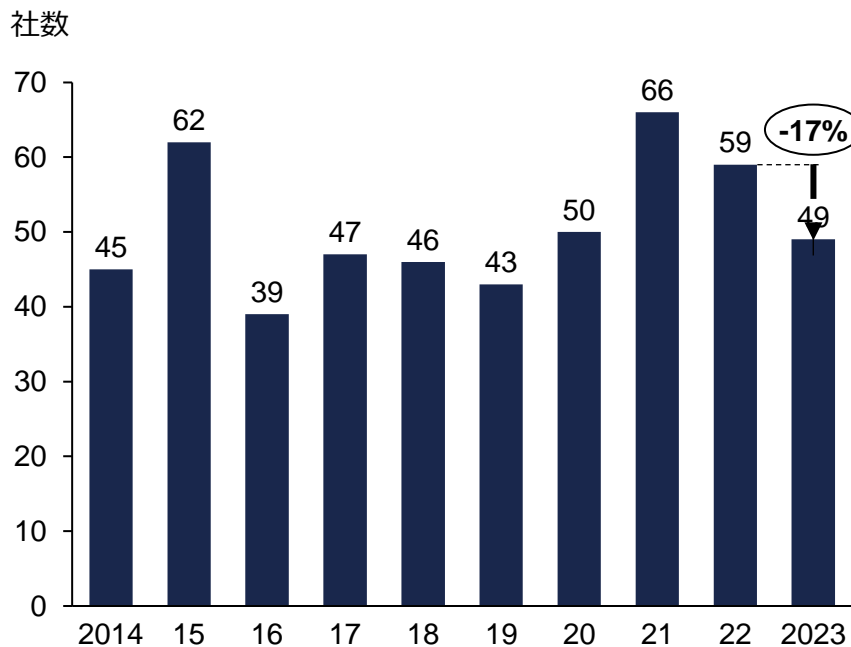


注1) 日本の代表的な上場SaaS企業30銘柄のPSR(実績)平均値。対象銘柄は、PKSHA Technology, ユーザーローカル, ラクス, eWeLL, 手間いらず, AI Inside, マネーフォワード, プラスアルファ・コンサルティング, 弁護士ドットコム, HENNGE, サイバーセキュリティクラウド, インフォマート, フリー, Sansan, スパイダープラス, スマレジ, Appier Group, オロ, rakumo, サイボウズ, ヒューマンテクノロジーズ, カオナビ, プレイド, ヤプリ, セーフイー, ウォンテッドリー, Chatwork, Photosynth, チームスピリット

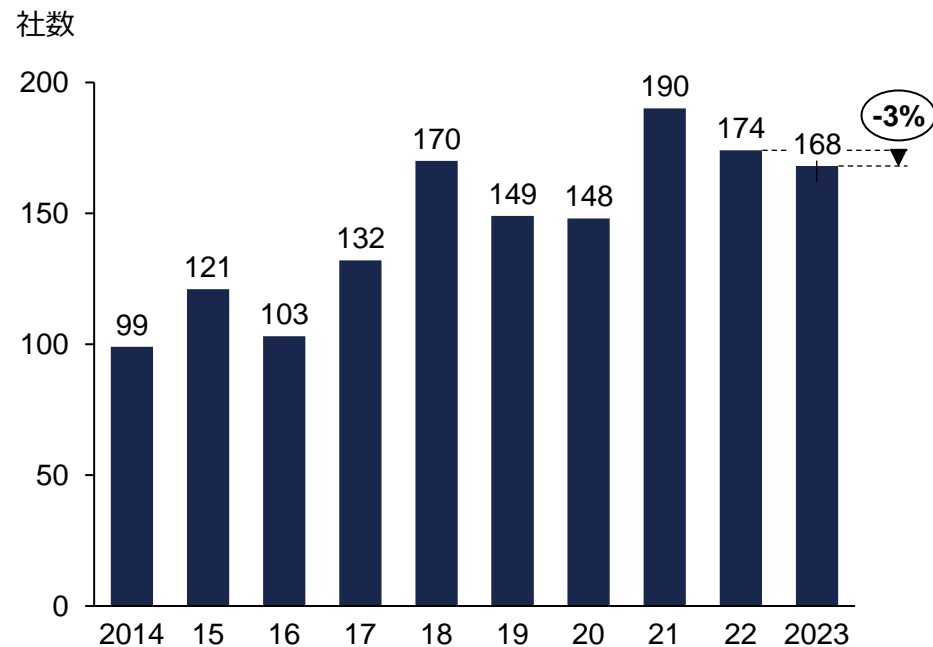
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- スタートアップのIPO件数は昨年を下回った(▲17%)。グロース市場/IPO市場の足元状況を踏まえて、IPOの延期や、M&Aを意識する企業が多い。M&A件数の減少は相対的に小さい(▲3%)。
- 宇宙系SU (ispace、QPS研究所) のIPOが注目を集めた。東京証券取引所が、ディープテックSUの資金調達を念頭に上場申請手続の改定を実施したこともIPOを後押しした。
- 従来同様、SUのM&Aは上場スタートアップによる買収が多数を占めたが、2023年は三菱UFJ銀行がカムム (Fintech SU)へ出資して連結子会社化した事例もあった(評価額250億円)。

スタートアップの新規上場数¹



スタートアップのM&A数²



注1) 国内市場への上場のみをカウント。
注2) 被買収・子会社化および事業譲渡。
注3) 前年同時期に行われた調査結果を反映。

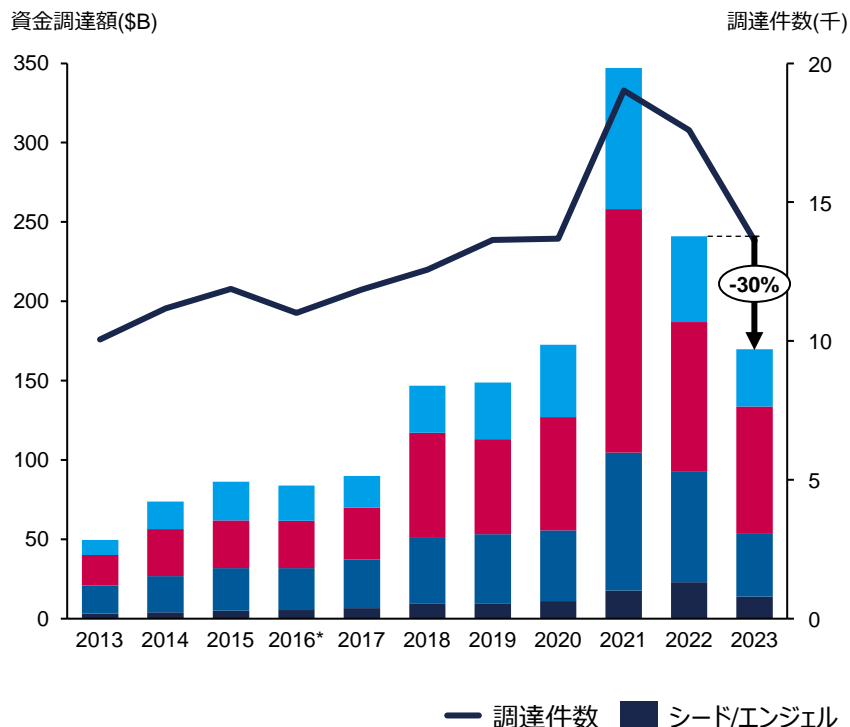
(出所) INITIALより、JIC作成。

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

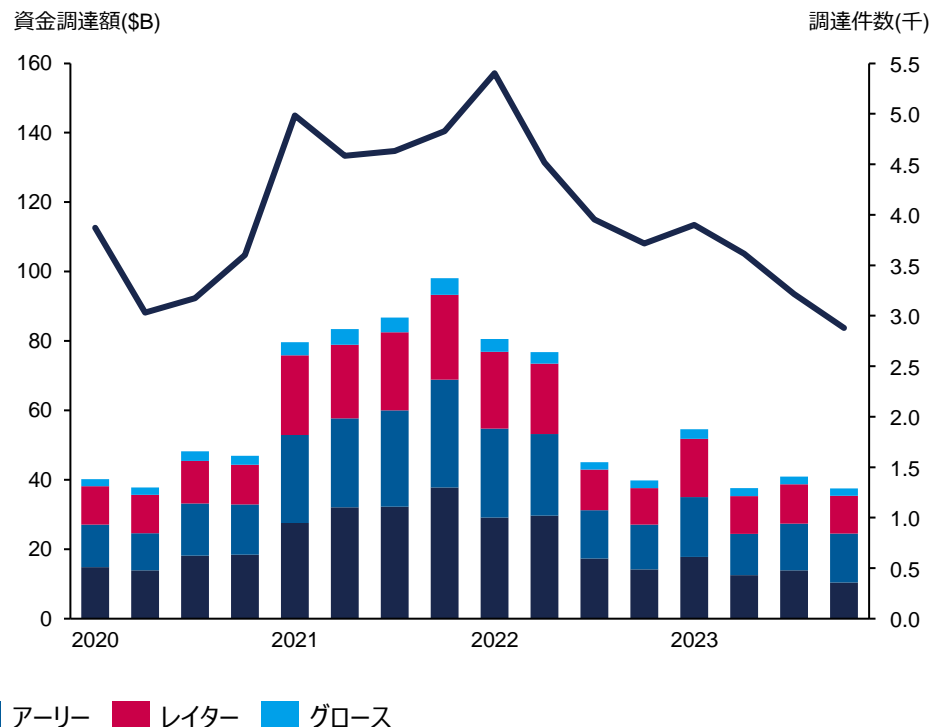
米国: 資金調達 | 概要

- 2023年におけるSUの年間資金調達は、金額・件数ともに2年連続で減少した。レイトー・グロース期のSUに加えて、アーリー・シードなどのステージのSUの資金調達も不振であった。
- 但し、四半期ベースで見ると資金調達の急減は一段落し、2022年後半より総じて横ばいでの推移となっている。
- 政策金利の方向性やグローバル地政学リスクなど、SUの資金調達を取り巻く環境の不透明性は依然として高く、未だ回復の兆しは見られない。

資金調達動向¹ (年間)



資金調達動向¹ (四半期)



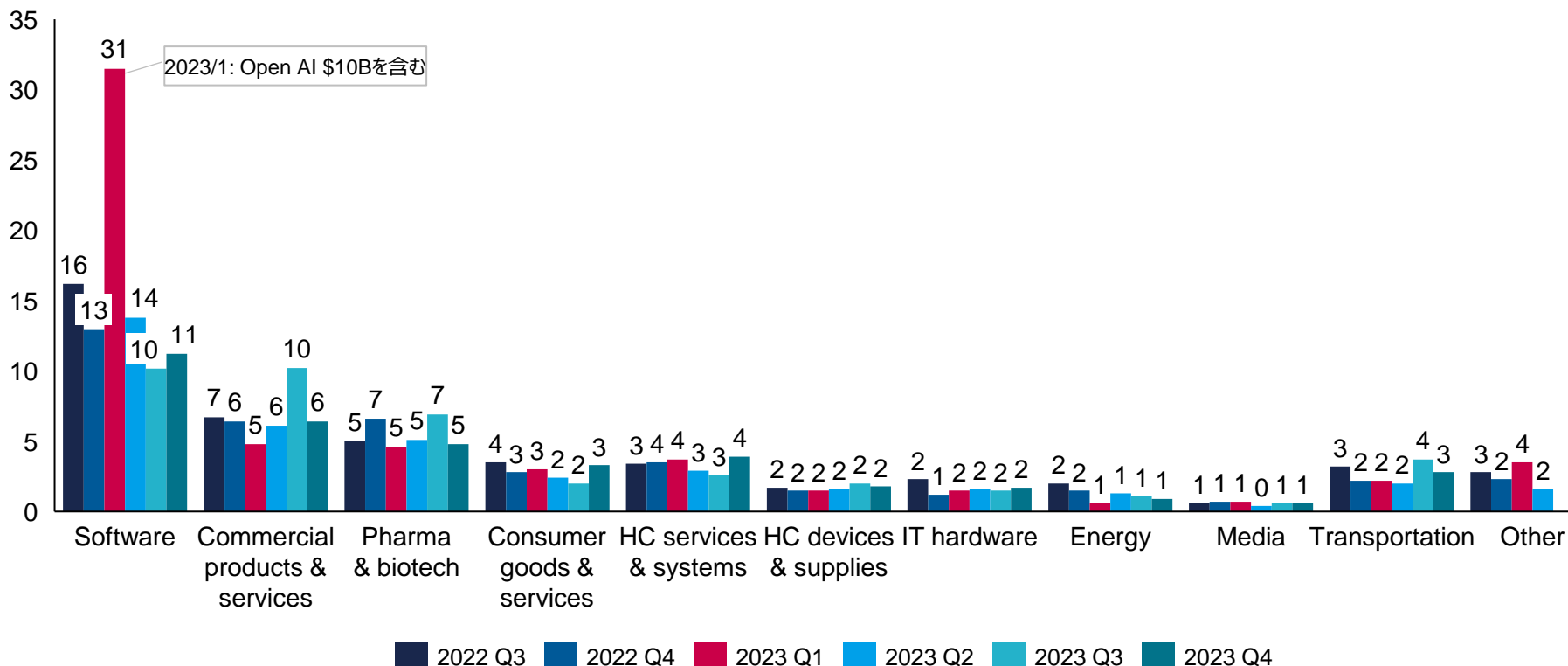
注1) 上図では、PitchBook社の区分に従い、比較的成熟したSUのステージをレイトー（シリーズCとシリーズD）とグロースと（シリーズE以降）に分けて表示した。

(出所) PitchBookより、JIC作成。

米国: 資金調達 | セクター別動向

- 四半期別にみると、いずれのセクターにおけるSUの資金調達額も横ばい傾向にある。
- 最大セクターであるソフトウェアにおいては、昨年来の生成AIブームを背景にAI関連スタートアップの資金調達が盛んに行われている。但し、Open AIの超大型調達（\$10B）が行われた2023年Q1期を除き、AI関連の案件が同セクター全体の調達額を大きく増加させるほどの貢献とはなっていない。

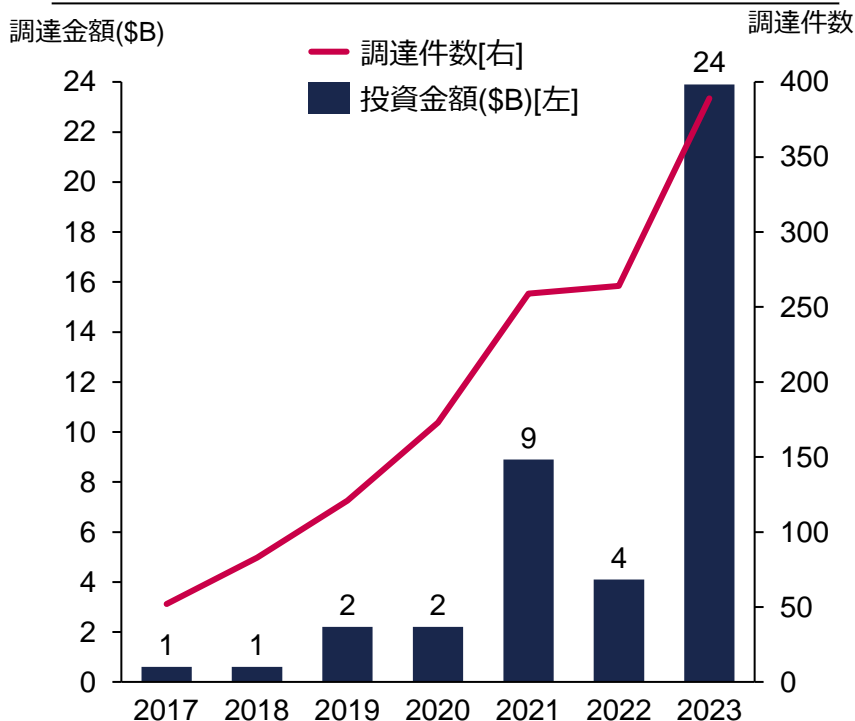
セクター別資金調達額の四半期推移(\$B)



(出所) Pitchbookより、JIC作成。

- 2023年は、生成AI関連SUの資金調達額が急拡大し、事業会社が積極的に投資を行った。2024年も、MicrosoftがフランスのMistral AIとの資本業務提携を公表するなど、事業会社の関心は引き続き高い。
- Tech GiantがAIへの投資に力を入れるのは、既存サービスに実装するAIモデルの優秀さが競争力を分けるため。SUへの出資のほか、自社R&D、人材採用、M&Aにも巨額の資本を投下している。
- Tech Giantは出資時にSUの評価額を決める際、優良AI技術を持つSUを自社エコシステムに取り込めば、当該SUの顧客からクラウド利用収入等がもたらされることも勘案している模様。この点、フィナンシャルリターンを前提とするVCと比較するとバリュエーションの目線感が異なると言える。

米国：生成AI系SUの資金調達



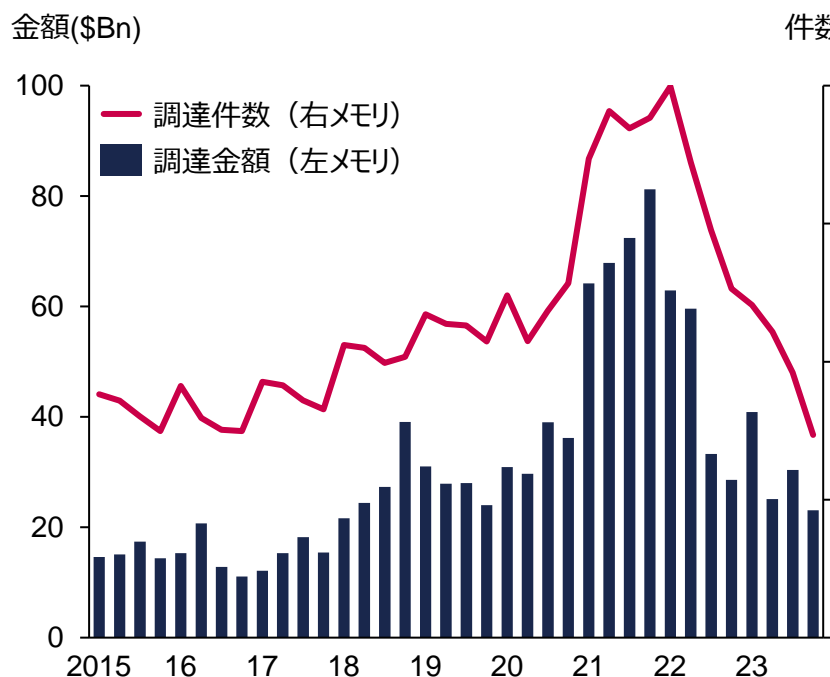
事業会社による生成AI系SUへの投資事例

SU (評価額)	事業会社	投資額	日付	狙い
Open AI (\$86B)	Microsoft	\$10B	2023/1	検索エンジン、Azure、各種アプリへの接続
Anthropic (\$20B)	Amazon	\$3.4B	2023/9	基盤モデルの作成、AWS顧客への展開
Anthropic (\$20B)	Google	\$2B	2023/10	検索エンジンへの対話型AI導入
Inflection AI (\$4B)	NVIDIA / Microsoft	\$1.3B	2023/6	AIスーパーコンピューター開発、GPU搭載
Mistral AI (\$2B)	Microsoft	€15M	2024/2	研究開発 (モデル訓練) における連携等

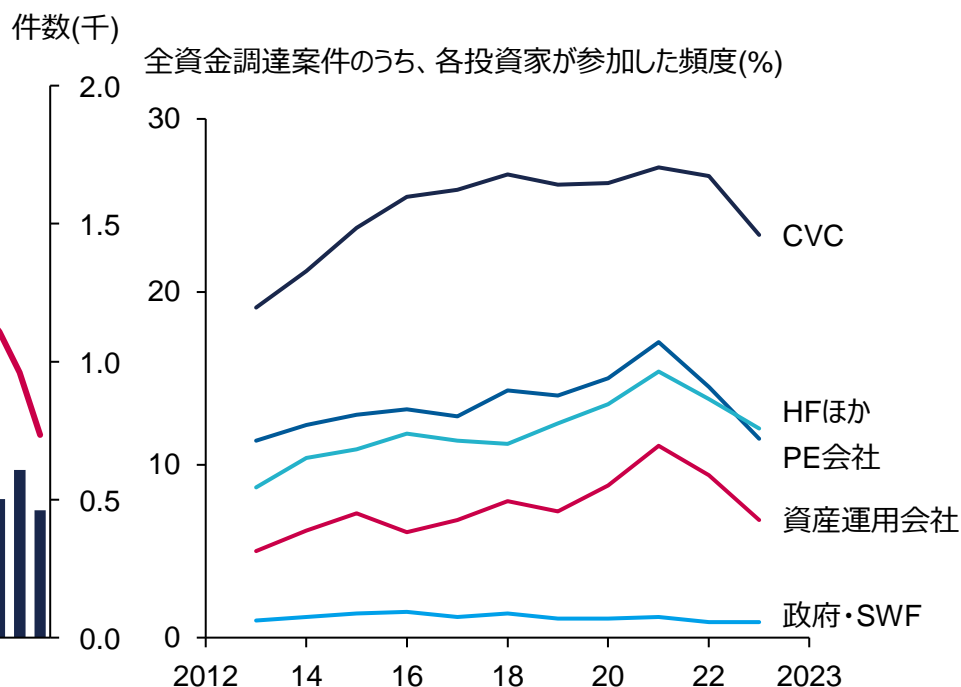
(出所) PitchBook、報道より、JIC作成。

- テックバブル期の2021年には、非伝統的投資家 (CVC、SWF、資産運用会社、PE会社、ヘッジファンド等)がSUへの投資に積極的であったが、2022年以降これらの投資家が参加するディールは減少している。
- 非伝統的投資家の中では、CVCの参加頻度は相対的に高いが、足元は他の投資家と同様に減速している。

非伝統的投資家が参加したSUの資金調達・四半期



投資家別 ディール参加頻度・年間



(出所) Pitchbookより、JIC作成。

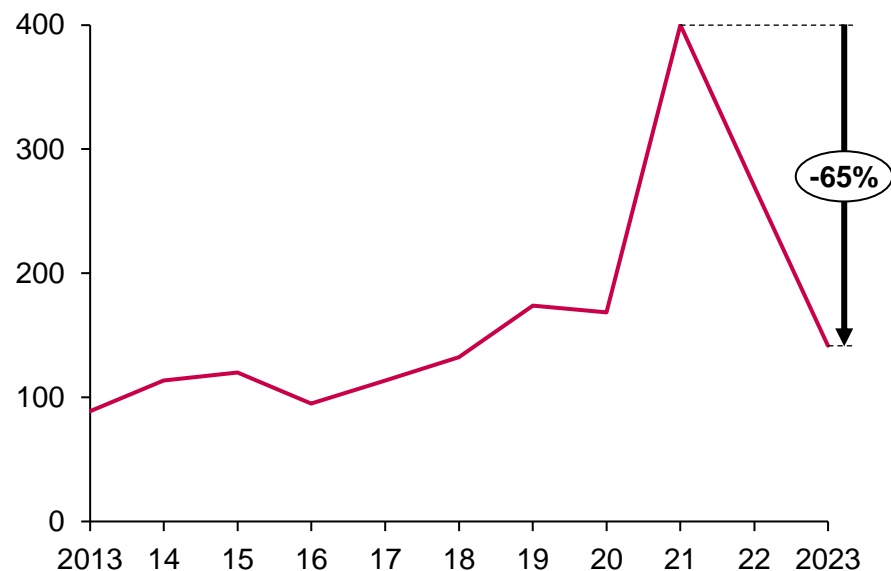
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

米国: バリュエーション | 概要

- 2023年は、シードを除くすべてのステージにおいて、SUの企業評価額が前年比下落。
- 特にグロスステージの下落幅が一昨年に続き大きなものとなった。また、後続ラウンドのバリュエーション低下がアーリーステージにも波及し、アーリーステージSUの企業評価額も下落に転じた。

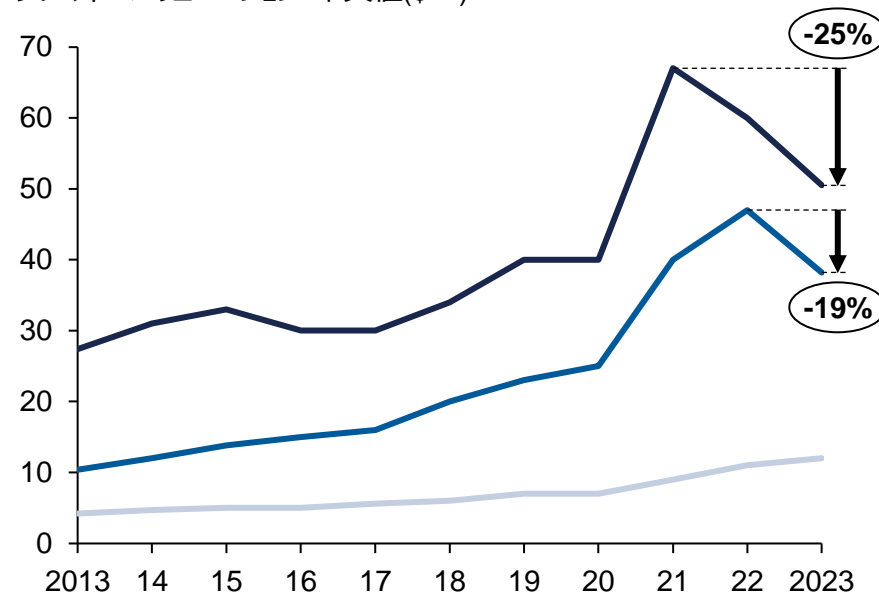
調達前企業評価額：グロスステージ¹

プレマネーバリュエーション・中央値(\$ M)



調達前企業評価額：シード～レイターステージ¹

プレマネーバリュエーション・中央値(\$ M)



— グロス — レイター — アーリー — シード

注1) 上図では、PitchBook社の区分に従い、比較的成熟したSUのステージをレイター（シリーズCとシリーズD）とグロスと（シリーズE以降）に分けて表示した。

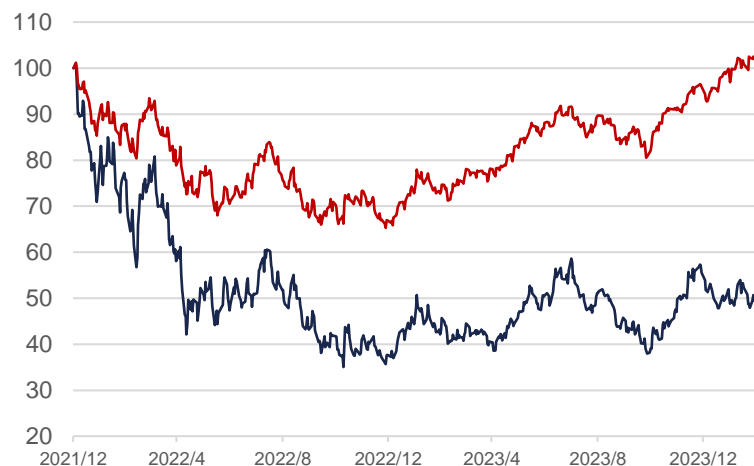
(出所) PitchBookより、JIC作成。

米国: 上場テック株の動向

- 2022年末を境としてGAFAを中心とする大型上場テック企業の株価が上昇に転じたことにより、NASDAQ指数は2021年末の水準を回復し、さらに上昇傾向にある。これに対し、赤字の上場テック企業の株価は引き続き低迷しており、市場は二極化の様相を呈している。
- 最近IPOした銘柄の株価パフォーマンスを示すIPO指数は、2021年末の水準には遠いものの、足元改善傾向にある。

NASDAQ 指数 / 米上場赤字テック株価指数¹

(2021年末を100とする指数)



— 赤字テック指数* — NASDAQ総合指数

米国IPO株価指数²

(2021年1月初を100とする指数) 最近IPOした銘柄の株価パフォーマンスを示す指数



— Renaissance US IPO指数

注1) 米上場赤字テック株価指数として、“Goldman Sachs’s Non-profitable Tech Index” (GSXUNPTC Index) を参照。

注2) IPO指数とは最近IPOした銘柄の株価パフォーマンスを示す指数。Renaissance US IPO Indexの場合、上場時に\$100M以上の調達を行った流動性の高いIPO銘柄で構成され、各々のIPOから3年間が経過するまでの間の株価を使って指数が算出されている。

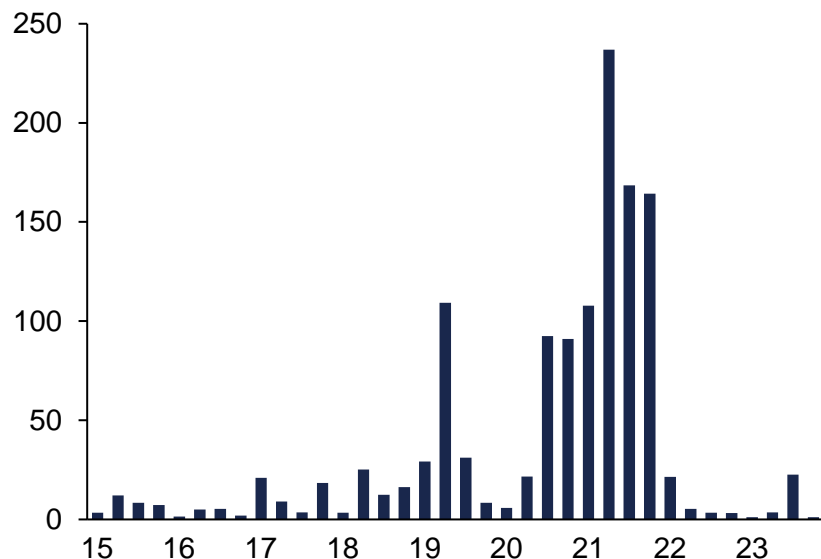
(出所) PitchBook、Bloombergより、JIC作成。

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- IPO件数およびM&A件数の両方が低迷。
- 2023年は、Instacartの大型IPOが注目を集めた。Instacartは未上場のピーク時企業評価が \$39 Bであったが、公募価格はその1/4の水準に止まった。公開後の株価は振るわなかったが、2024年入り後、持ち直した。2024年には、Reddit(3/21上場) 等の大型IPOの動向が、その他のSUのIPOの成否を占うものとして注目されている。
- 独占禁止法に関する米国当局の審査姿勢が厳格化し、M&A成立を脅かすケースが増えているため、事業会社はM&Aに慎重になっていると指摘されている。

IPO動向・四半期別

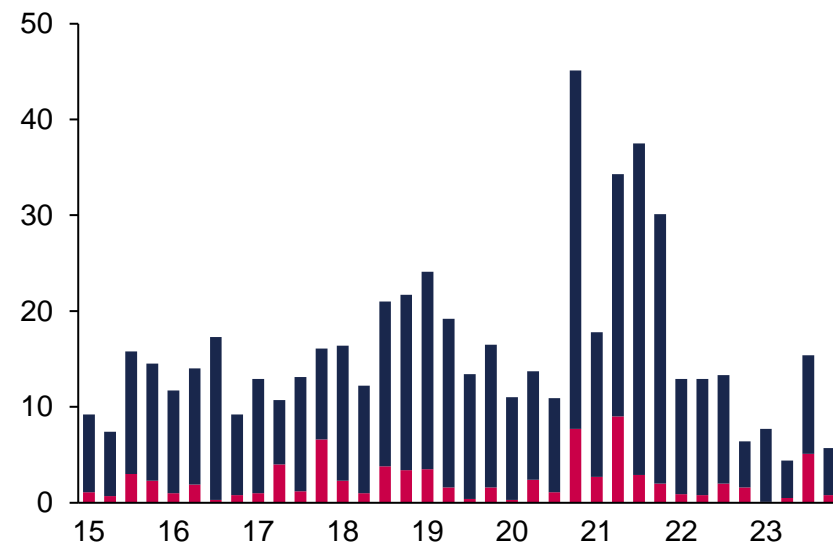
金額 (\$B)



■ IPO

M&A・バイアウト動向・四半期別

金額 (\$B)



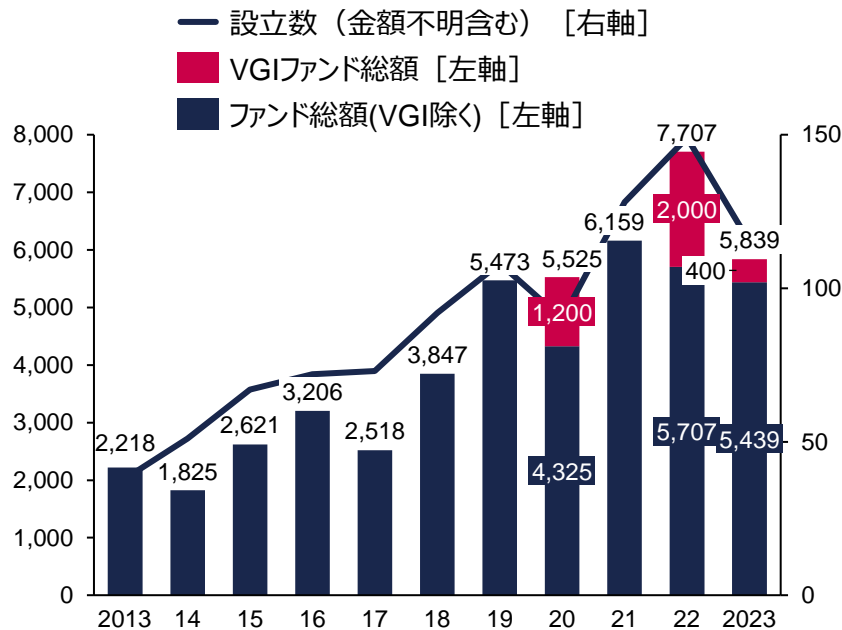
■ 買収 ■ バイアウト

(出所) Pitchbookより、JIC作成。

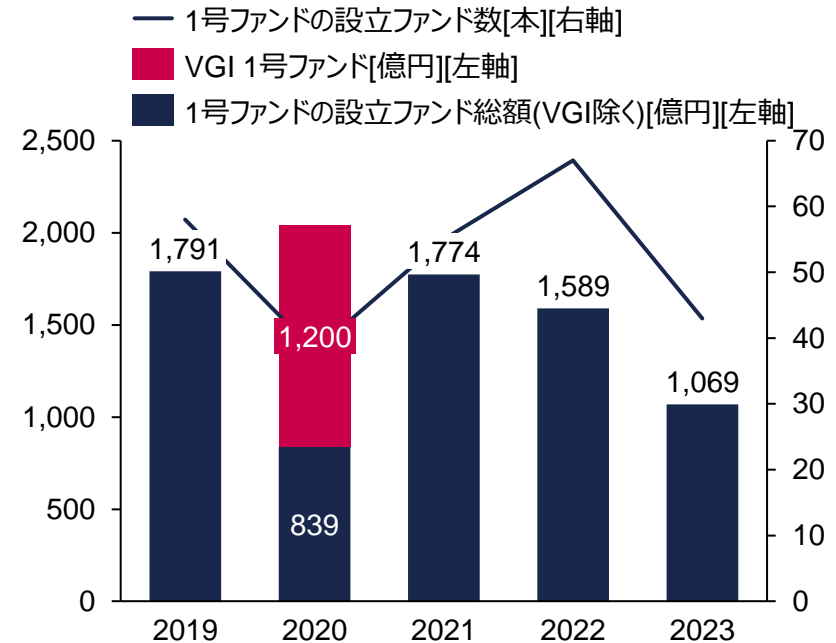
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- 2023年設立のVCファンドの募集額は5,839億円（現時点の集計結果）^{1,2}。前年2022年に設立されたVCファンドの募集額が、前年同時点において6,165億円であったことと比較すると▲5%の減少。
- 2023年の募集ファンドの上位は、金融機関係CVC等が占める（次葉の通り）。
- ファンド募集経験の浅いGPによる募集が苦戦するケースが増えていると指摘されている。下図の通り、いわゆる初号ファンドの募集は徐々に進捗していない。

ファンドレイジング動向¹



1号ファンド³のファンドレイジング動向



注1) 集計対象は、国内スタートアップへの投資を中心に行うファンド。ファンド設立年別の現時点における集計値であり、今後の募集進捗に応じて増加する見込み。2022年設立のVCファンドの場合、2023年1月時点の募集額は6,165億円であったが、現在は7,707億円まで増加している。

注2) 前年2022年実績に含まれていたVGI 2号ファンド(2,000億円)および2023年実績に含まれていたVGIオポチュニティーファンド(400億円)を除くと、2023年設立の民間VCファンドの募集額は前年比▲218億円の減少。

注3) 各GPが募集するVCファンド各号のうち、ファンド開始日が最も古いファンドを1号ファンドとした（但し、2013年以降に募集されたファンドを集計対象としている）。

日本: ファンドレイジング | 上位10社

- ・ 設立年別募集額ランキングを見ると、2022年は複数の独立系VCが上位に登場しているが、2023年は独立系VCは1件のみ。

2022年設立のVCファンド募集額・上位10社

2023年設立のVCファンド募集額・上位10社

★ 独立系VC

ファンド (運用会社名)	募集額 ¹ (億円)	設立	ファンド名 (運用会社名)	募集額 ¹ (億円)	設立
JIC VGI 2号 (JICベンチャー・グローブ・インベストメンツ(株))	2,000	2022/12	SBI Venture Fund 2023 (SBIインベストメント(株))	1,000	2023/9
グロービス7号 ★ (グロービス・キャピタル・パートナーズ(株))	727	2022/4	JIC VGIオポチュニティファンド1号 (JICベンチャー・グローブ・インベストメンツ(株))	400	2023/9
JPインベストメント2号 (JPインベストメント2号合同会社)	700	2022/7	三菱UFJキャピタル 9号 (三菱UFJキャピタル(株))	300	2023/3
ジャフコV7号 ★ (ジャフコグループ(株))	560	2022/6	SMBC-GBグローブ1号 (グローバル・ブレイン(株))	300	2023/7
八十二サステナビリティ1号 (八十二インベストメント(株))	300	2022/1	SMBC Asia Rising (Incubate Fund Management Pte. Ltd.)	270	2023/4
EEI 5号イノベーション&インパクト★ (株)環境エネルギー投資)	300	2022/9	NTTインベストメント・パートナーズファンド4号 (株)NTTドコモ・ベンチャーズ)	200	2023/4
Eight Roads Ventures Japan III (エイトローズ・ベンチャーズ・ジャパン)	280	2022/6	三菱UFJライフサイエンス4号 (三菱UFJキャピタル(株))	200	2023/4
Sony Innovation Fund 3 L.P. (ソニー・ベンチャーズ(株))	265	2022/2	QR2号 (株)QRインベストメント)	200	2023/7
UMI3号脱炭素★ (ユニバーサルマテリアルズインキュベーター(株))	171	2022/9	ALL STAR SAAS FUND THREE★ (BEENEXT Capital Management Pte. Ltd.)	157 ※	2023/8
DNX Partners Japan IV, LP★ (DNX Ventures)	160	2022/10	デライト・ベンチャーズ2号 (株)デライト・キャピタル)	151	2023/4

※) USD 110 Mを調達。USD1=JPY142.7で換算(同社プレスリリースによる)。

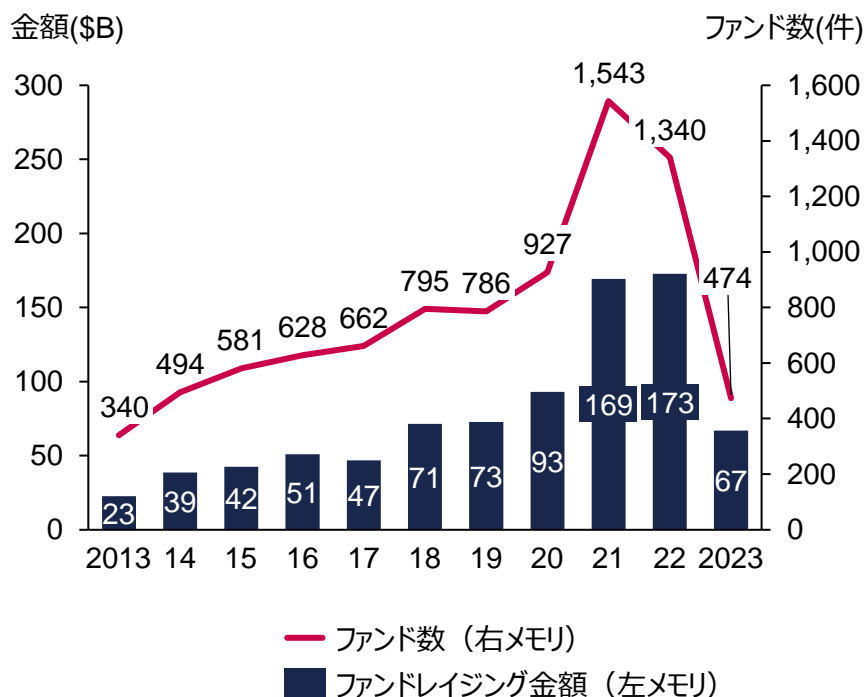
(出所) INITIALより、JIC作成。

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

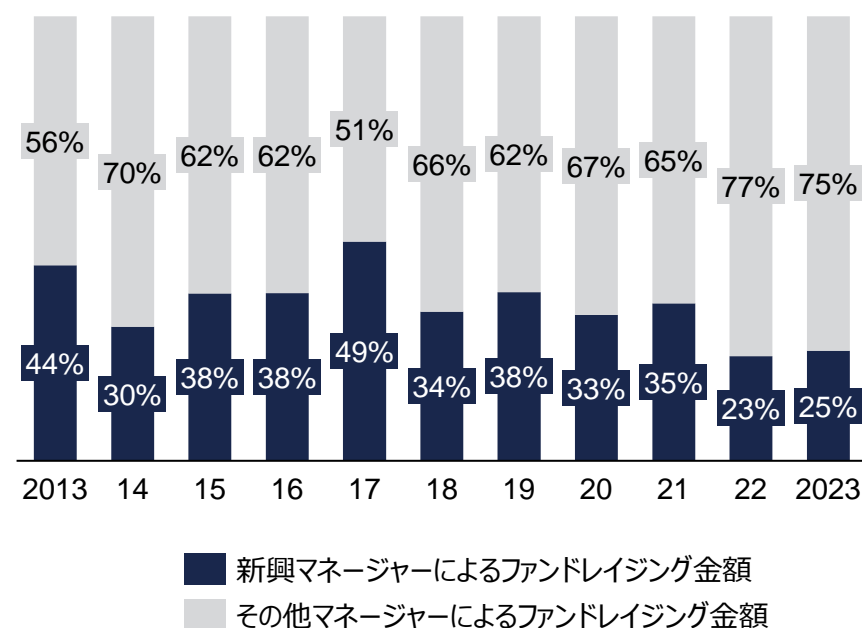
米国: ファンドレイジング | 概要

- 2023年のファンド募集活動は低調。特に、新興ファンドマネージャーのファンドレイズが不調。
- 上記不振の要因として、①EXIT環境悪化に伴うファンドからの分配の減少、②上場株価低迷に伴うデノミネーター効果、等により、LPのファンド投資意欲が減退したと指摘されてきた。
- 足元、上場株価の回復によってデノミネーター効果は緩和されつつあるが、EXIT難に伴う分配減は継続しており、引続きLPのVCファンド投資は抑制気味に推移するものと思われ、VCの募集環境は厳しい見通し。

VCファンドレイズ推移・募集年別



経験別¹ファンドレイジング比率・金額ベース



注1) PitchBook社のマネージャー区分による。ここでは1~3号ファンドまでを運営するGPを新興マネージャーとし、4号以上のファンドを運営するGPをその他マネージャーとしている。

(出所) PitchBookより、JIC作成。

米国: ファンドレイジング | ファンド募集状況

- かつて募集額上位を占めた大型のグロースファンドは見られず、代わってアーリーステージのSUへ投資するファンドが上位を占めている。

#	ファンド名 ¹	ファンド規模 ² (\$M)	投資戦略	投資分野
1	GC Venture XI (General Catalyst)	4,600	アーリー	• IT、ヘルスケア、消費財
2	OrbiMed Private Investments IX	1,860	全般	• バイオ、ヘルスケア、IT、製薬
3	Khosla Ventures VIII	1,343	アーリー	• ディープテック
4	Lux Ventures VIII	1,150	アーリー	• ディープテック (ヘルスケア、航空宇宙、バイオ、IT)
5	RTP IV (RTP Global)	1,000	アーリー	• 消費財、IT、ソフトウェア
6	8VC Fund V	880	アーリー	• ディープテック、IT、ヘルスケア
7	Canaan XIII	850	アーリー	• バイオ、金融・保険サービス、IT、物 流、製薬
8	Felicis Ventures IX	825	アーリー	• IT
9	Elephant Partners V	800	アーリー	• IT、サイバーセキュリティ
10	Eclipse Ventures Fund V	720	全般	• エネルギー、ヘルスケア、IT、半導体、 交通

注1) 集計対象は米国を投資対象地域とするファンド。

注2) 募集済の金額。

(出所) Preqin, PitchBookより、JIC作成。

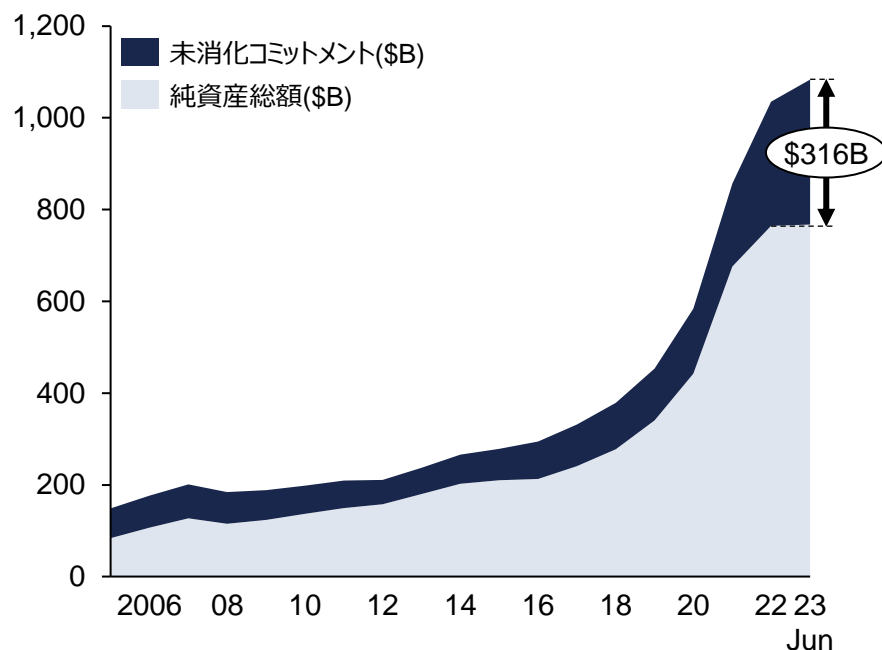
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

米国: ドライパウダー | 概要

- VCファンドの未消化コミットメント残（ドライパウダー）が積み上がっている。投資対象となるSUのバリュエーション調整が十分進んでいないことや、EXIT環境の回復見通しが立たないことなどから、VCは新規案件を慎重に検討しており、投資ペースは捗々しくない。
- 一部のGPがLPへ資金を返上、もしくは、募集予定額を切り下げる等の事例も散見される。

未消化コミットメント残・年度別

北米VC市場の総運用資産額(AuM)²(\$B)



注1) 各年末、2023年は6月30日時点

一部GPの動き

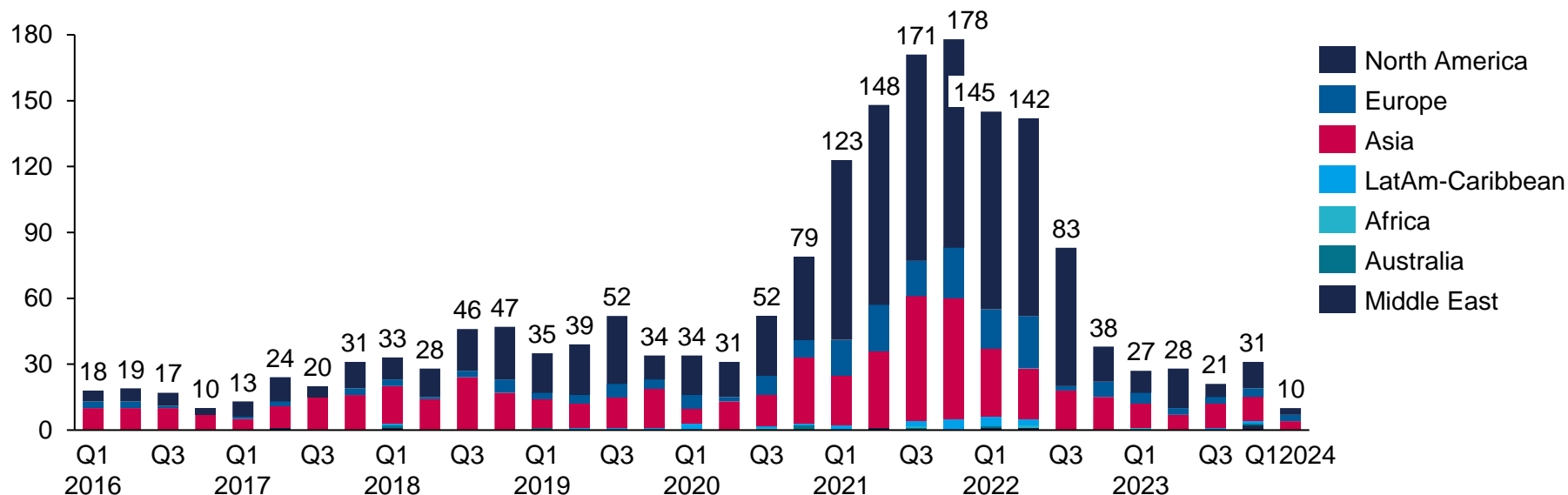
GP	報道された方針 (時期)
Tiger Global	募集中の新ファンドの目標額を\$12.7Bから\$5Bへ引き下げ (2023年2月)
Founders Fund	募集済の19億ドルのファンドを半分に削減 (2023年3月)
Insight Partners	募集中の新ファンドの目標額を\$20Bから\$15Bへ引き下げ (2023年6月)
Sequoia Capital	仮想通貨ファンドの運用資産残高を\$585Mnから\$200Mに削減。VCファンドへ投資するエコシステム・ファンドを\$900Mから\$450Mへ半減 (2023年7月)

(出所) Preqin、PitchBook、新聞報道などから、JIC作成。

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- 2021年以降、新たなユニコーンの誕生ペースは大幅に減速している。
- 現存するユニコーンは総計1,300社超とされているが、これらユニコーン銘柄のセカンダリー市場における取引価格の下落や投資家が運用報告に用いる評価価格の下落等も勘案すると、現ユニコーンの中には今後の資金調達においてダウンラウンドを強いられるものも多数生じるものと予想される。

新たなユニコーンの数・四半期別・社数

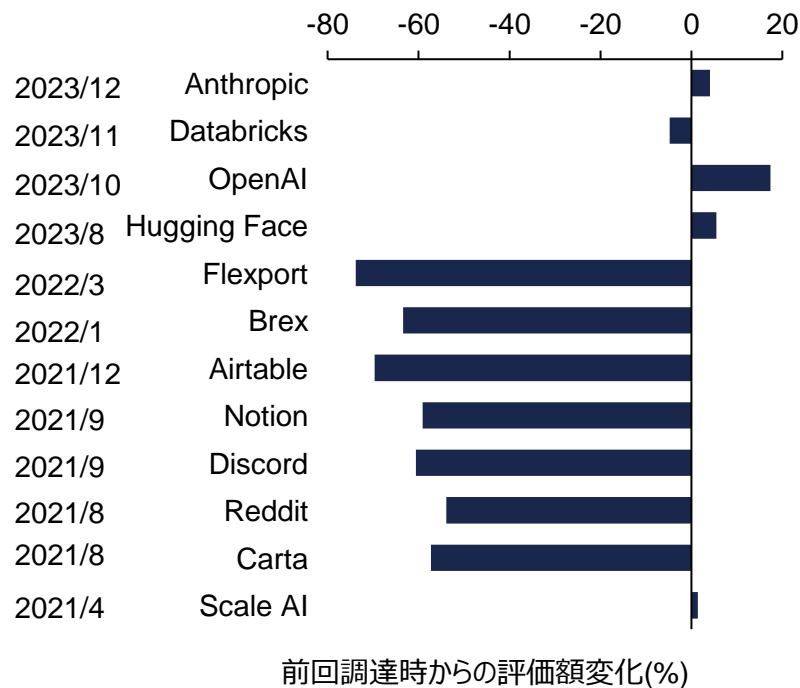


注: 2024年2月15日時点

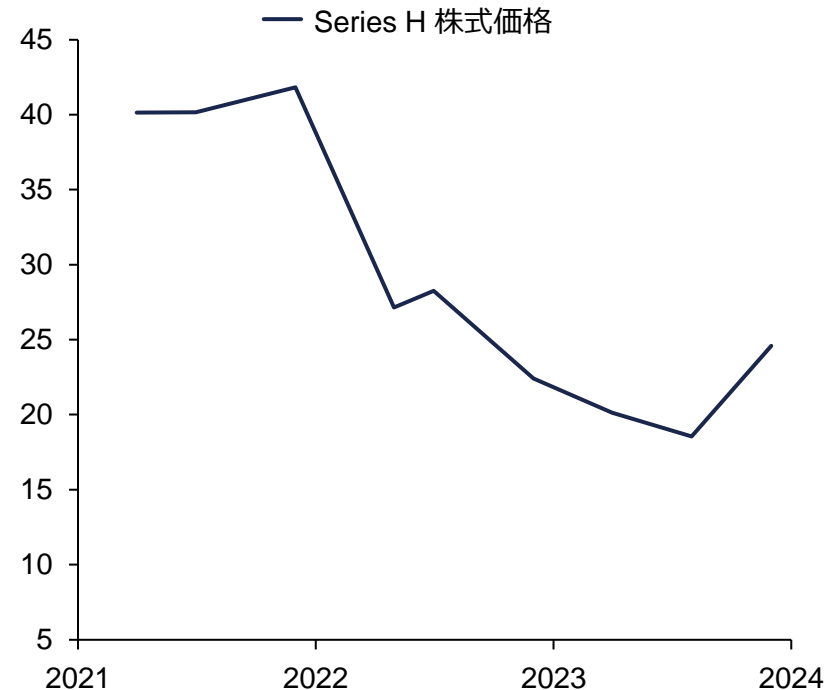
(出所) PitchBookより、JIC作成。

- 足元の上場株の株価上昇は、AI関連銘柄など一部のSUの評価額にも反映されている。しかしながら、ユニコーン株のセカンダリー取引や投資家がパフォーマンス報告を行う際に用いる評価額をみると、過去の評価額を下回るケースが目立つ。

セカンダリー取引における評価額 (% , 前回調達時対比)



Stripeの評価額 (Fidelity Investments) ¹

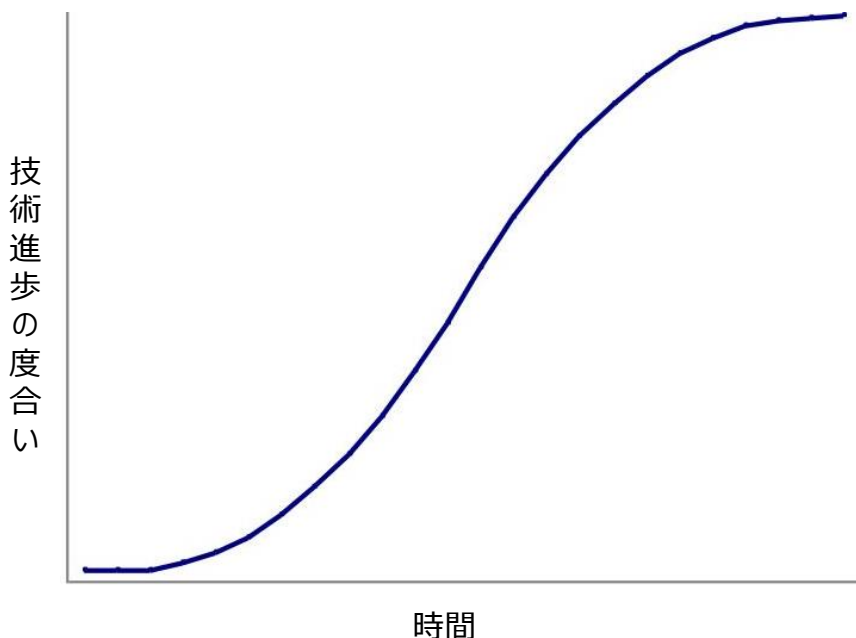


注1: Fidelityは自社投資信託の運用報告において、その組み入れ銘柄であるStripeの評価額を若干引き上げた (2023年12月)

(参考) IT/SaaSの成長性に対する見方

- 2021年に米国金利の上昇が始まって以来、ユニコーンの誕生ペースが鈍化を続けているが、ユニコーン不振の要因は金利上昇に伴って赤字テック企業の評価が厳しくなったことだけではないとの指摘がある。
- 最近、Andreessen HorowitzのAndrew Cote氏¹らVC関係者は、これまでの主流であったSaaS型モデルが成熟したことに伴い、爆発的なリターン期待に基づいた高い企業評価を得るSUが少なくなったと指摘している。
- 従来は、SaaS分野において多くのSUがユニコーンとしての評価を受けてきた。しかし、今日のSaaSはリスク・リターンのプロファイルがVCにとって魅力的ではなくなっている可能性がある。今後、SaaSに代わって、新たな投資機会として注目されるのは、AI、宇宙、防衛、ライフサイエンス等となるとの見方もある。

新技術に期待される経済成長のSカーブ¹



注1: Andrew Cote氏によるニュースレター上の指摘。もともとは、経済学者であるCarlota Perez氏が主張した「新技術に期待される経済成長 (Economic Growth from New Technology) はS字型カーブに従う」との説に基づくもの。

参考: Y Combinator 投資テーマ

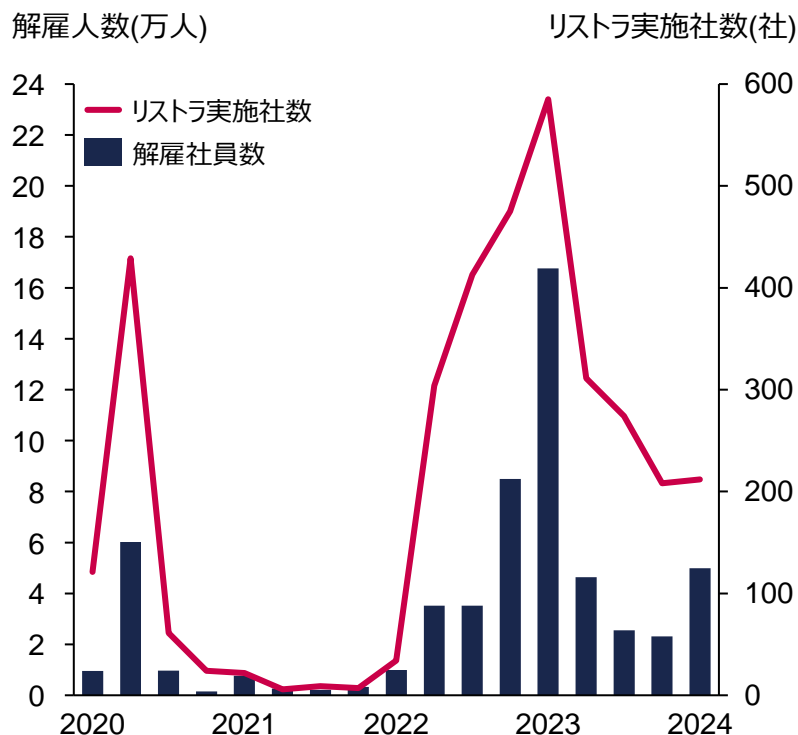
YCが2024年2月に公表したRequest for Startupsでは、宇宙、製造業、防衛などが注目分野の上位にランクされている。

- Applying machine learning to robotics
- Using machine learning to simulate the physical world
- New defense technology
- Bring manufacturing back to America
- New space companies
- Climate tech
- Commercial open source companies
- Spatial computing
- New enterprise resource planning software (ERPs)
- Developer tools inspired by existing internal tools
- Explainable AI
- LLMs for manual back office processes in legacy enterprises
- AI to build enterprise software
- Stablecoin finance
- A way to end cancer
- Foundation models for biological systems
- The managed service organization model for healthcare
- Eliminating middlemen in healthcare
- Better enterprise glue
- Small fine-tuned models as an alternative to giant generic ones

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

- 2022年に始まったテック企業の人員削減は、2023年の上半期にピークを付けた後、暫く小康状態にあった。しかしながら、2024年に入ってからGAFAら大手テック企業は大規模な人員削減を再開している。
- 大手テック企業は、ポストコロナ時代に相応しい戦略の観点から、これまで取り組んできた事業のうち、早期に成果が結実する見込みの低い事業への投資を削減し、むしろコスト効率を重視してこれらの事業の人員削減を進めている。こうした動きは投資家からも評価され、足元の株価好調に反映されている。

コロナ・ショック以来テック企業の解雇社員数推移



大手テック企業の人員削減 (例)

- **Google:** 音声アシスタント(Google Assistant)、エンジニアリング、広告営業など広範なオペレーションが対象 (数百人)
- **Amazon:** 動画配信・制作事業で削減 (数百人)
- **Microsoft:** ゲーム部門の人員を削減 (Activision Blizzard買収後) (1,900人)
- **Apple:** EV事業撤退に伴い、開発チーム従業員の解雇の予定
- **Cisco:** 通信機器事業の環境悪化 (全従業員5%, 4,000人以上)

トレンドの変化

～ 2023年

- 業績悪化 (インフレ上昇、消費者需要の低迷) を踏まえて、過剰人員を調整

2024年～

- 業績/株価が好調な企業も含めて、組織の効率化のために人員を削減

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

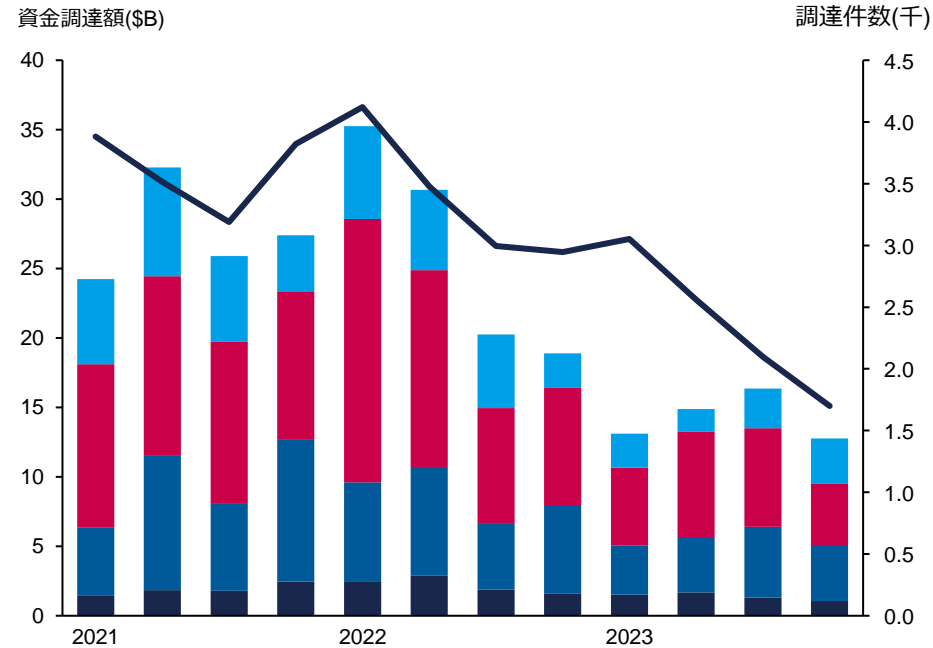
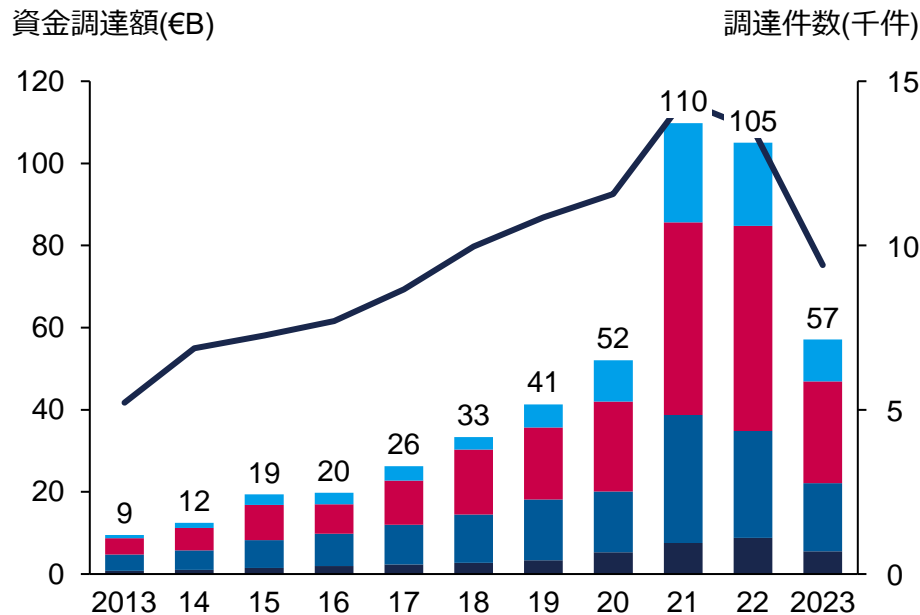
欧州: 資金調達 | 概要

- 資金調達額は2022年に減少を開始し、2023年は前年比で大きく減少した。グロース、レイトーステージのSUによる資金調達の減少が主な要因。
- 四半期ごとにみると、2022年Q2、Q3に大きく減少したのちはほぼ横ばいで推移している。

資金調達動向¹ (年間)

資金調達動向¹ (四半期)

— 調達件数[右軸] ■ シード/エンジェル[左軸] ■ アーリー[左軸] ■ レイター[左軸] ■ グロース[左軸]



注1) ステージ定義はPitchBookの区分による。グロースステージとは、シリーズE以降の資金調達を指す。

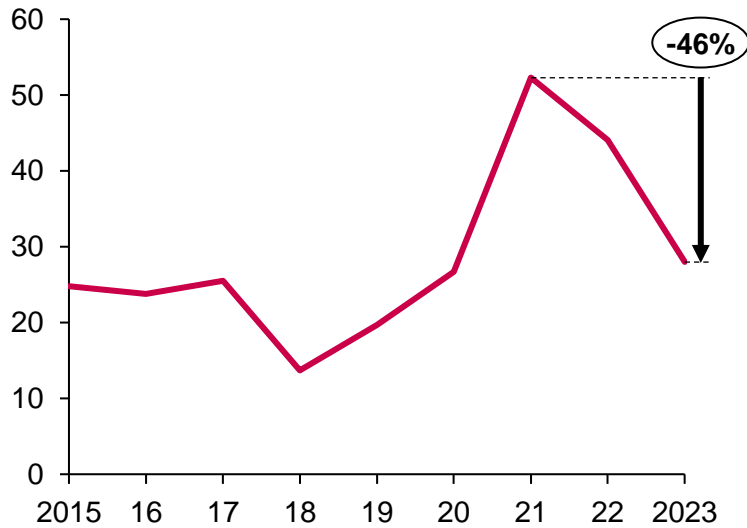
(出所) Pitchbookより、JIC作成。

欧州: バリュエーション | 概要

- ・ レイター・グロスステージのSUの資金調達時における企業評価額は2023年も低下。

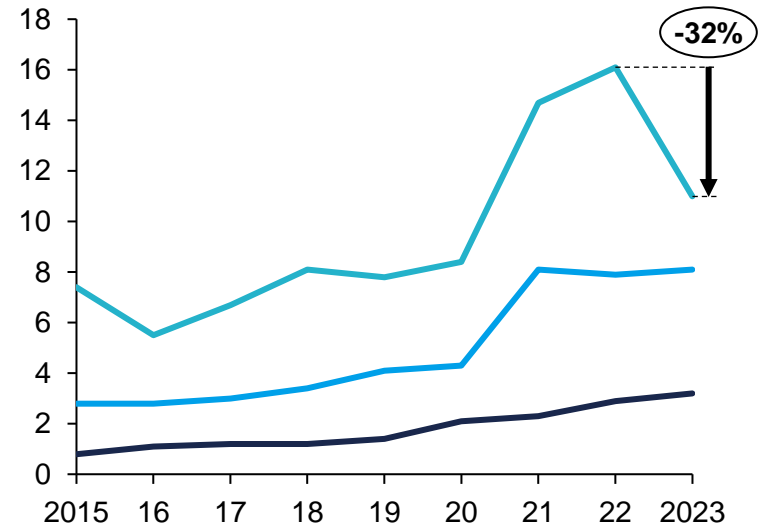
調達前企業評価額・グロスステージ¹

プレマネーバリュエーション・中央値(€M)



調達前企業評価額・プレシード～レイターステージ

プレマネーバリュエーション・平均値(€M)

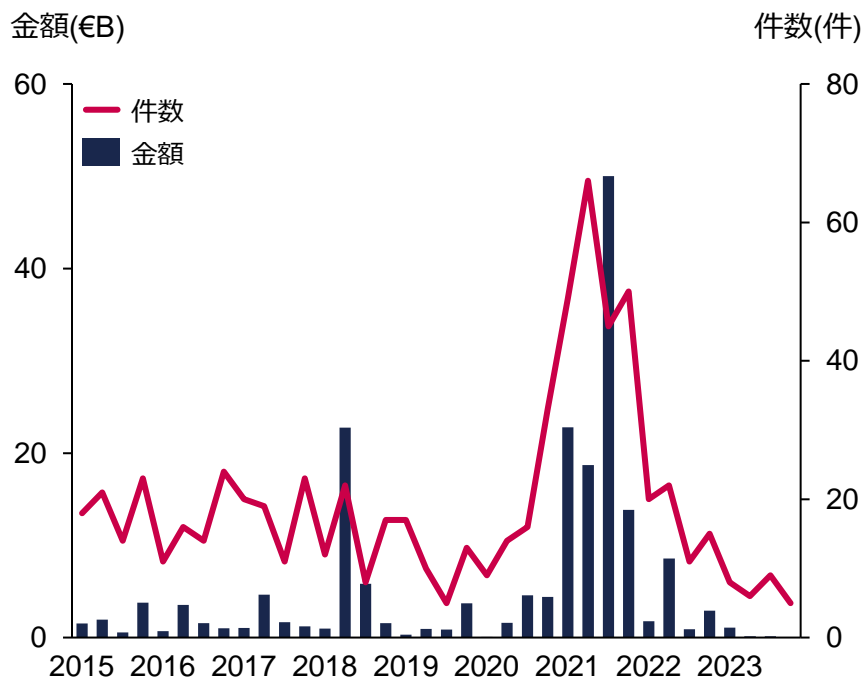


— グロス — レイター — アーリー — シード

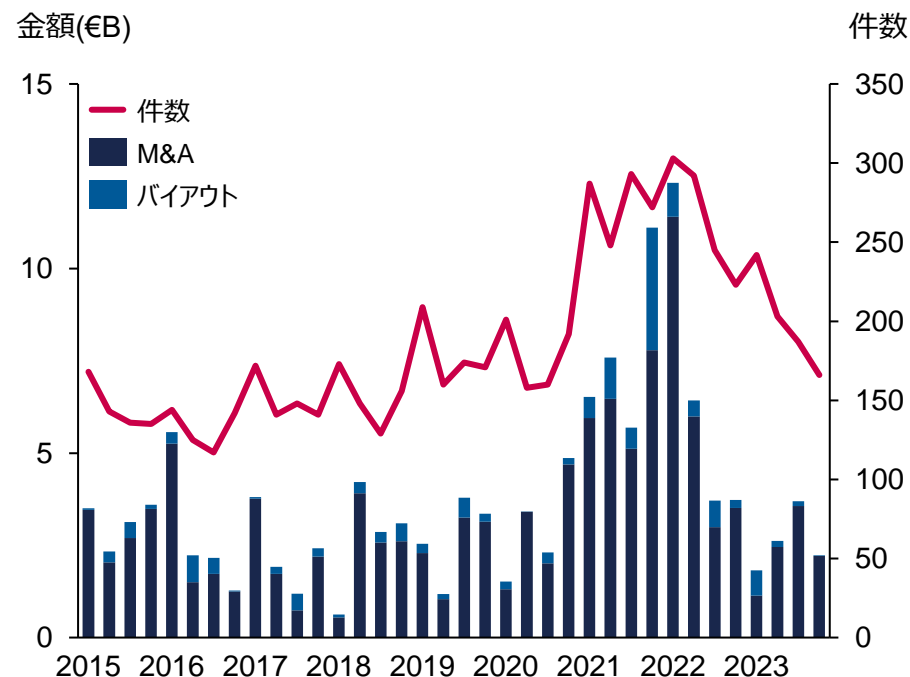
注1) ステージ定義はPitchBookの区分による。グロスステージとは、シリーズE以降の資金調達を指す。

- 欧州SUのエグジット活動はIPO・M&Aとも低迷。
- 2023年は、もと欧州発SUであったARMやIONOS Groupなどの再上場がSUのIPO活動にプラスの影響を与えると期待されたが、そのような効果は見られなかった。2024年はKlarna、NorthvoltなどのSUの上場が控えており、その成否が問われる。
- 2023年のエグジットはM&Aが中心となった。最大案件は、医療用装具製造Coloplast(デンマーク)によるバイオテック/製薬系SUのKerecis(アイスランド)の買収であった(評価額€ 1.2B)。

IPO動向



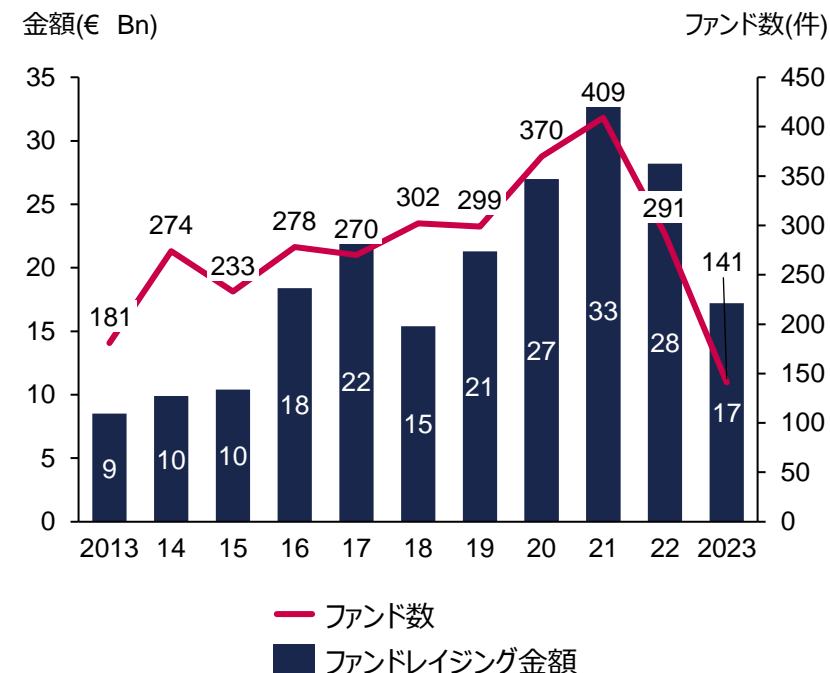
M&A・バイアウト動向



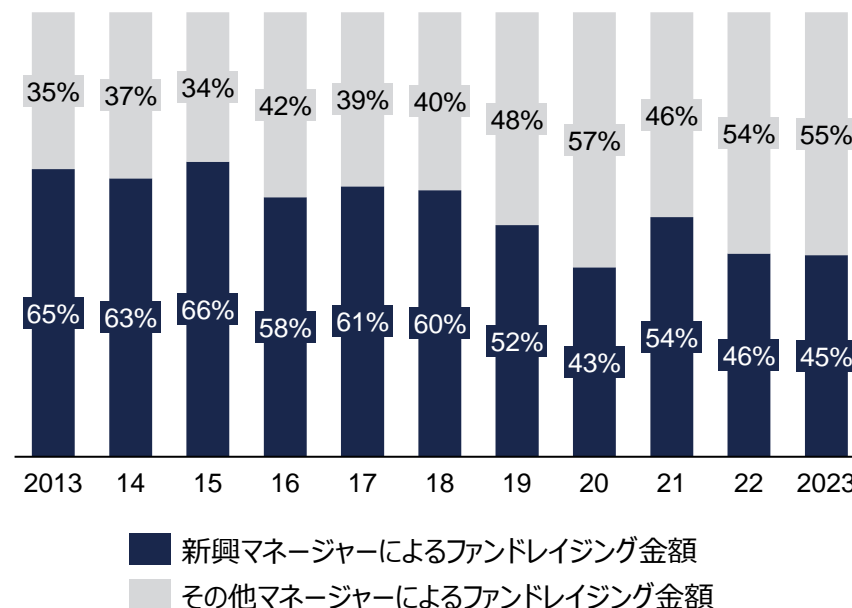
欧州: ファンドレイジング | 概要

- 2022年以降、VCのファンド募集活動は低迷を続けている。特に新興マネージャーのファンド募集が不調。
- EIFなど欧州の公的投資機関は、グロースステージSU向けの資金供給が不足しているとの認識のもと、VCファンドへの資金供給を強化している。また、地政学リスクの高まりを踏まえ、NATOは最先端の科学技術を防衛/安全保障上の課題解決に繋げることを目的として、ディープテックSU / VCに投資するファンド（NATO Innovation Fund）を設立（NATO加盟国13か国の政府等から€1Bを募集）。

VCファンドレイズ推移・募集年別



経験別¹ファンドレイジング比率・金額ベース



注: 1) PitchBook社のマネージャー区分による。ここでは1~3号ファンドまでを運営するGPを新興マネージャーとし、4号以上のファンドを運営するGPをその他マネージャーとしている。

(出所) Pitchbookより、JIC作成。

1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

インド: SUファイナンス市場: 国際比較

- インドのSUファイナンス市場の金額規模は、米国、UK、中国に次ぐ 世界第4位。

指標	米国	欧州	中国	インド	東南アジア	日本*	全世界
SU資金調達額	\$107B	\$40B	\$12B	\$7B	\$4B	\$ 5B	\$189B
グローバル順位/ 構成比 (%)	#1 (56%)	- 21%	#3 (6%)	#4 (4%)	- (2%)	#7 -	100%
SU調達件数	5,691	3,783	578	1,000	448	2,828	13,572
ユニコーン(現在)	660	198	152	94	45	9	1,275
新規ユニコーン	28	4	4	2	1	1	58
EXIT (M&A)	1,263	1,425	22	119	61	118	3,569
EXIT (IPO)	34	11	30	18	10	49	130

2023年SU資金調達 上位

	米国	\$107B
	イギリス	\$12B
	中国	\$12B
	インド	\$7B
	ドイツ	\$7B
	フランス	\$6B
	日本	\$5B

*日本のデータのみ、INITIALから収録。USD 1 = JPY150にて換算。

- 人口ボーナス期にあるインドは、高い経済成長が見込まれる。特に、巨大な中間層の形成に伴って消費市場の急拡大が期待されているところ。
- また、インドは1990年代以降、政府が理数系教育の高度化に尽力したこと等により、ITを中心とする高度人材が豊富に存在するという利点も持っており、そのため、IT開発拠点の集積が進んでいる。
- このように恵まれたインドの経済環境が、SUの成長を促進している。また、成長過程で生じる経済格差などの社会課題の解決の担い手としてSUへの期待は大きい。このため、インドのSUは国内投資家からのみならず、海外投資家からも投資を集めている。

市場の特徴

巨大な
消費市場

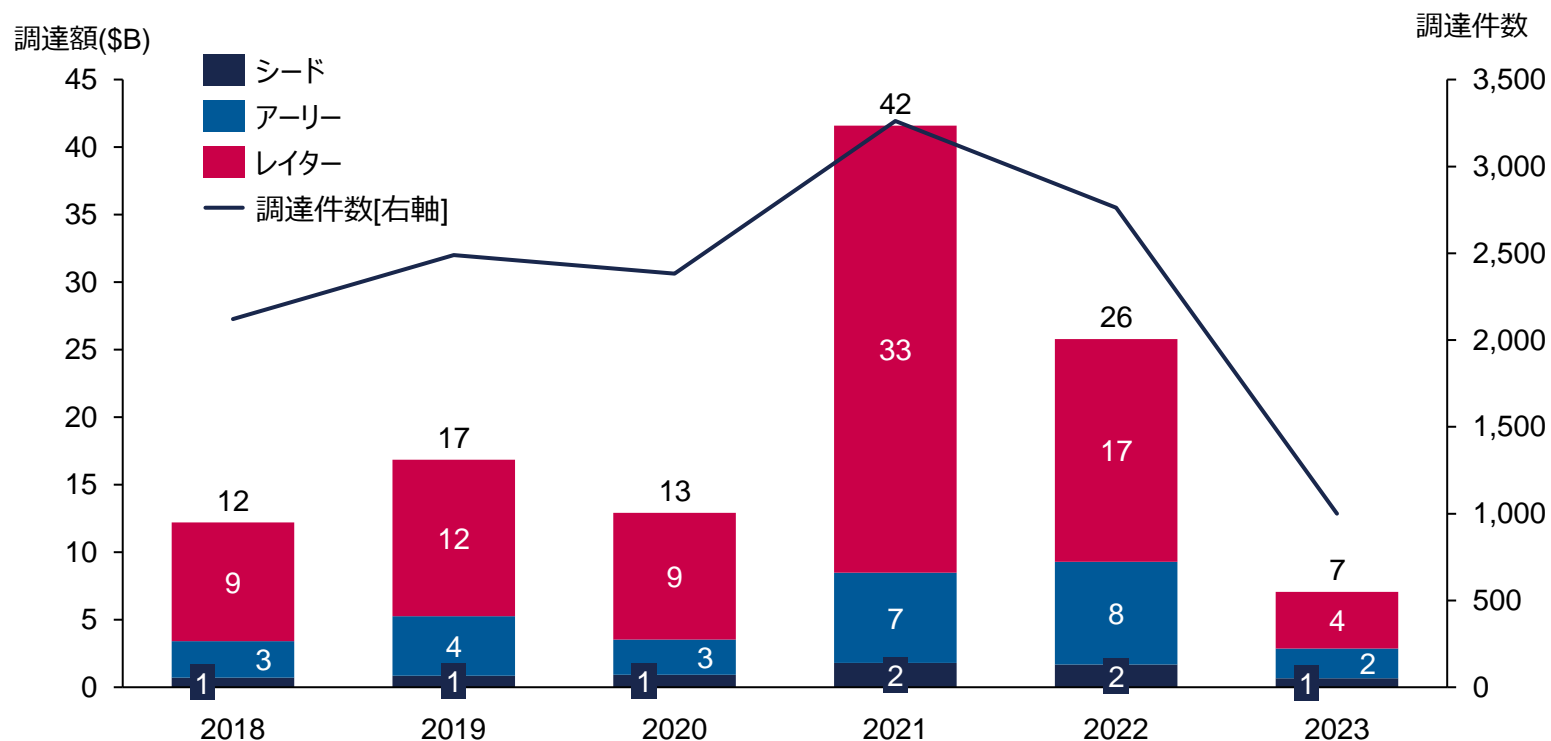
豊富な
高度IT人材

SU セクターのチャンス

- ✓ **Fintech:**
金融包摂ニーズ（クレジットへのアクセスがある家計は全体の5%未満）
- ✓ **Ecommerce / Consumer Service / Internet:**
インターネットユーザー数(7億人超)、スマートフォンユーザー(9億人超)など、ネットに繋がった人口が多く、ネット経由の財・サービス消費ニーズが大きい
- ✓ **B2B Commerce & Services:**
中小企業6,300万社のテクノロジー導入ニーズが大きい。
- ✓ **Healthcare:**
生活水準の向上やライフスタイルの変化により、生活習慣病への対応など新たなニーズが生じる一方、ヘルスケアサービスは非効率にとどまっている。
- ✓ **Enterprise Tech / SaaS :**
豊富な高度人材の存在と相対的に廉価な人件費。

- 世界的トレンドと同じく、インドにおいてもSUの資金調達は2021年にピークを付けて大幅な減少傾向にある。2023年におけるSUの資金調達額はピーク時対比▲72%の減少。
- 従来、構成比率が高かったレイトーステージSUの資金調達額の減少幅が最も大きい(▲88%)。

資金調達¹ (金額(\$B)・調達件数)

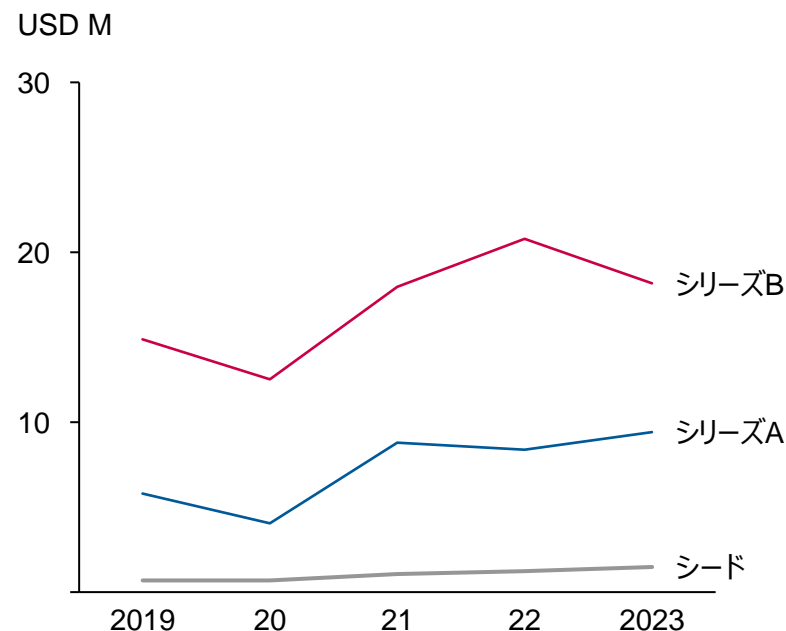
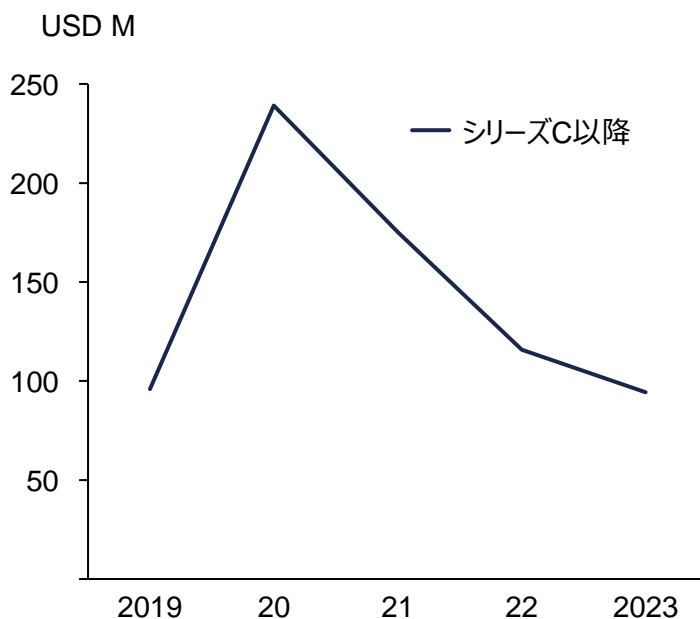


注1) 上図では、同社の区分に従い、Series A、Bをアーリー、Series C以降をレイトーに分けて表示した。

(出所) Tracxnより、JIC作成。

- 1社あたりの資金調達額をステージ別にみると、特にシリーズC以降のレイトーステージに区分されるSUの資金調達額が減少傾向にある。

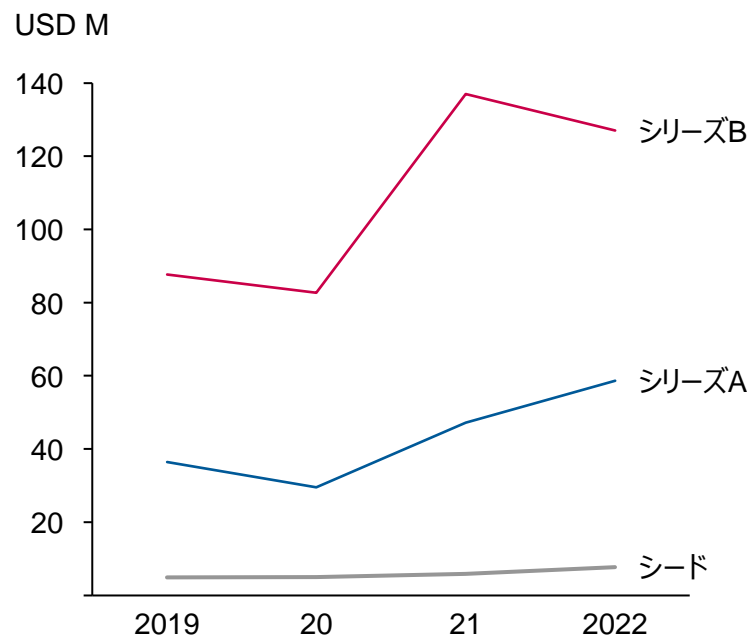
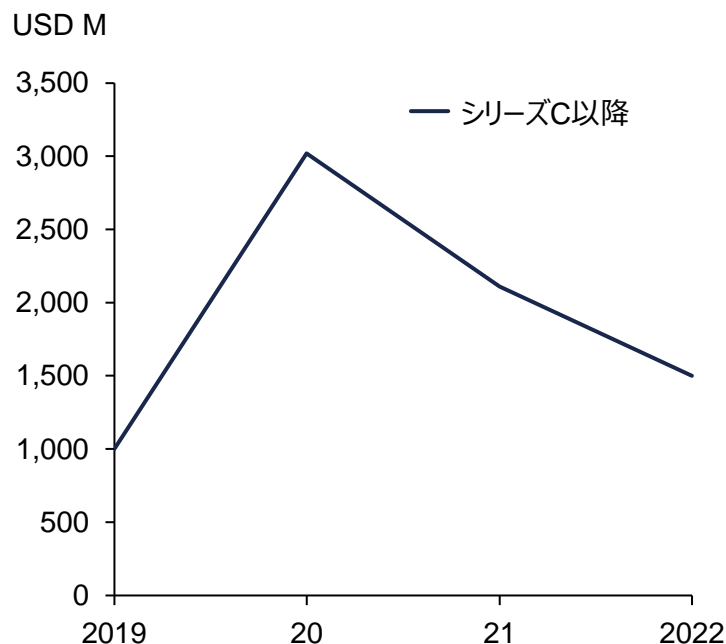
1社あたり資金調達額（平均値）：シリーズ別



(出所) Tracxnより、JIC作成。

- シリーズC以降の評価額は、2020年のピーク時から半減している。¹

(参考) シリーズ別の調達後企業評価額 (平均値)

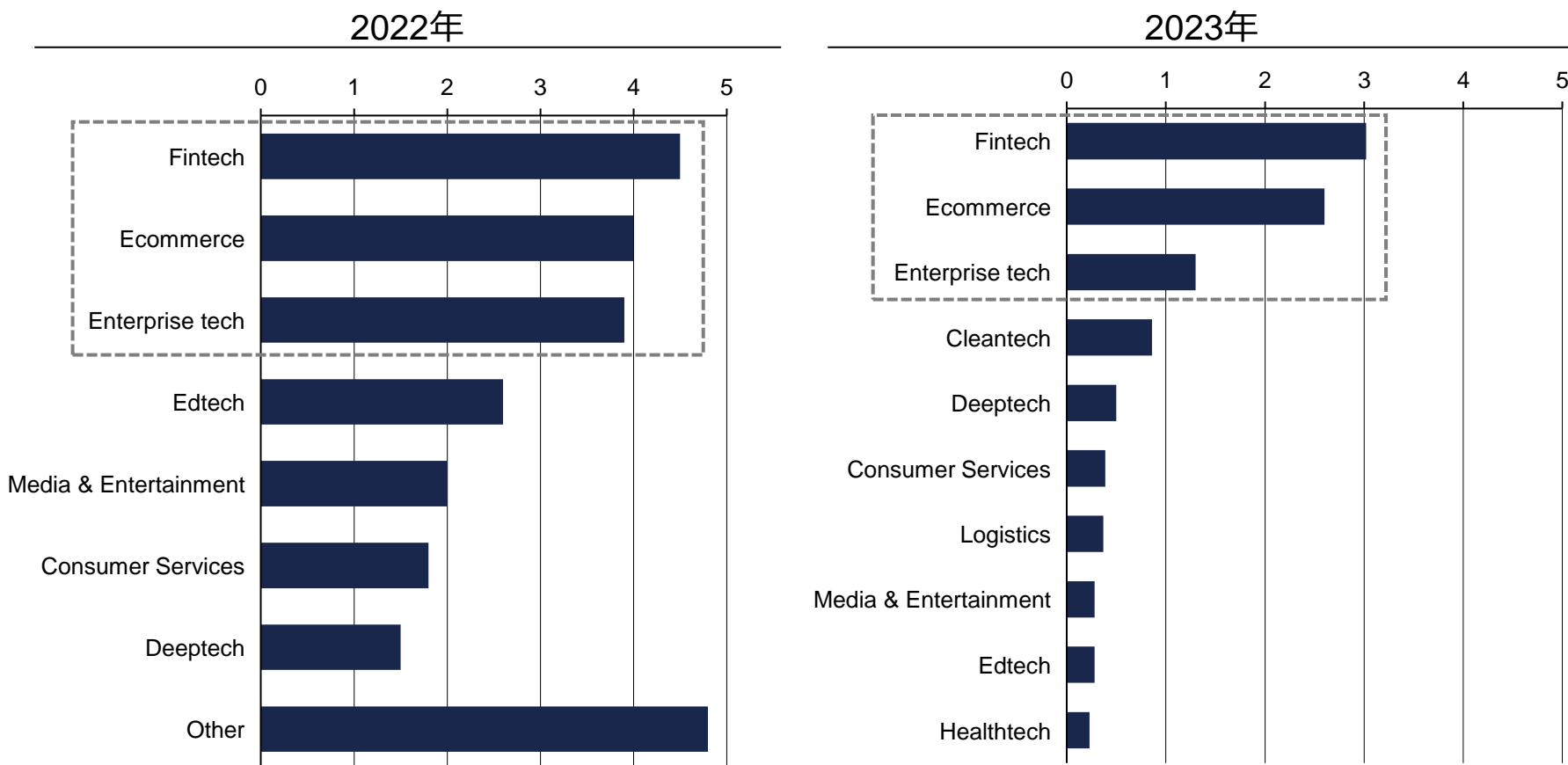


注1) 2024年3月現在、2023年の企業評価額のデータ数が少なく、平均値の信頼性が低いため、2023年データは除いて議論する。

インド: 資金調達 | セクター

- 巨大な消費者市場を擁するインドの特徴を反映し、Fintech、E-commerce、Enterprise techなどのセクターに属するSUの資金調達の規模が大きい。
- 2023年は総じて資金調達額が大きく減少したが、これらのセクターは他セクターに比して相対的に堅調であり、結果として、全体に占める構成比が前年比上昇した(49%→70%)。

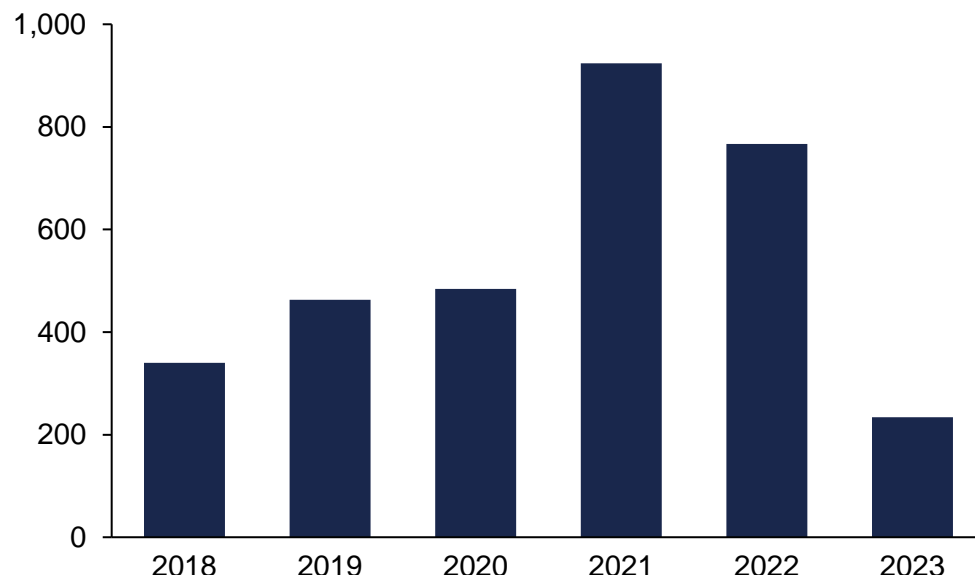
SUの資金調達額（セクター別）（単位：\$B）










(出所) Inc42より、JIC作成。

- レイターステージのSUの資金調達において、外国人投資家の参加割合が高いのがインドの特徴。
- 足元は、海外投資家の意欲が低下し、参画頻度が低下している。例えば、Tiger Global、Accelなど、レイターステージのSUへの投資を盛んに行っていた海外投資家の参画頻度が低下している。Tiger Globalによる年間投資件数は、2021年:48件、2022年:22件、2023年:2件であった。

インドSUに投資する外国人投資家の推移 (投資家数)



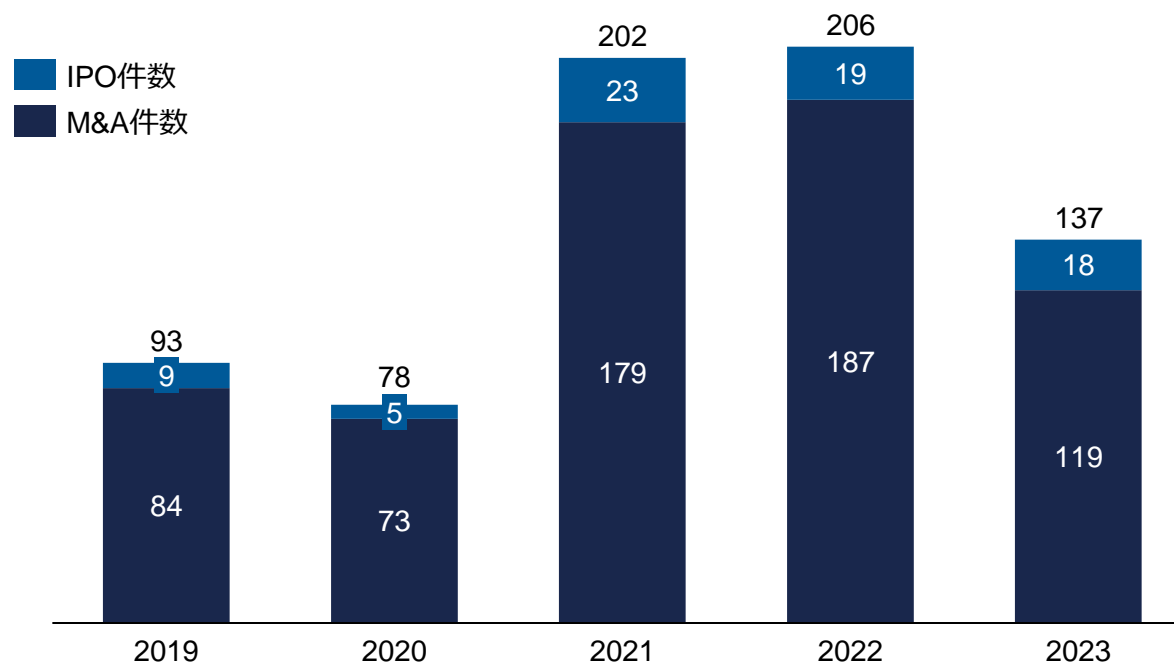
外国人投資家 (投資件数上位)

ステージ	投資家名	2023年 投資件数 (前年比)
シード	 Y Combinator	19 (▲56%)
	 Surge	11 (±0%)
	 Better Capital	8 (▲79%)
アーリー	 Accel	9 (▲64%)
	 Tiger Global Management	2 (▲89%)
	 Lightspeed Venture Partners	2 (▲50%)
レイター	 Glade Brook Capital	1 (±0%)

(出所) Tracxnより、JIC作成。

- 現状、インドはユニコーンが多い割に、そのIPO実績は少ない。
- 上記の理由としては、①インドの証券取引所には、NASDAQのようなSUのIPOに向けた市場がまだ発達しておらず、また、SUにも厳格な上場基準が適用されること、②IPO申請手続が複雑である上、証券会社の引き受けコストが高いこと、などの点が指摘されている¹。その一方で、SU向けに投資を行う投資家が豊富に存在しているので、プライベートマーケットでの調達を継続する選択肢が選好されやすい模様。
- 足元2023年のM&A件数は、資本市場の不振を反映して前年比▲36%減少。

インドSU EXIT件数 (IPO、M&A)



注1) "IPO landscape: Challenges and opportunities for Indian unicorns to go public" (mint, 2023年12月22日)

- インドは巨大な消費市場を有し、レイトーステージSUへの投資資金も外国人投資家を中心に潤沢にあったことから、消費者/インターネット、フィンテック関連のユニコーンが多数生まれてきた。
- しかしながら、世界的なトレンドと同様に、上場後の株価パフォーマンスが振わない元ユニコーンや、投資家から評価額を引き下げられるユニコーンも存在する。

代表的な元ユニコーン (Post-IPO)



- **Zomato**、2008年創業、評価額\$16.5B
フィンテック (2021年IPO)

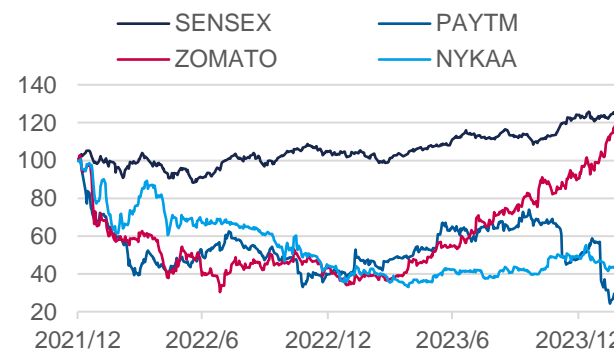


- **Paytm**、2000年創業、評価額\$ 3.0B
フィンテック (2021年IPO)



- **Nykaa**、2012創業、評価額\$5.2B
オンラインマーケットプレイス (2021IPO)

Post-IPOユニコーン: 株価推移(2021年末を100として指数化)



現在の代表的なユニコーン (IPO計画中)



- **Swiggy**、2014年創業、評価額\$12.2B
オンライン食品注文 (2024年IPO予定)

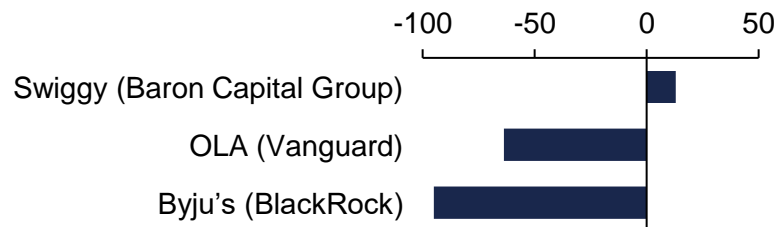


- **Ola Electric**、2017年創業、評価額\$5.5B、ライドシェア (2024年IPOを予定)



- **Byju's**、2011年創業、評価額\$1.0B
教育/Edtech

ユニコーンの評価変化 [運用各社の2023年運用報告より]
(前回調達時からの評価額変化(%))



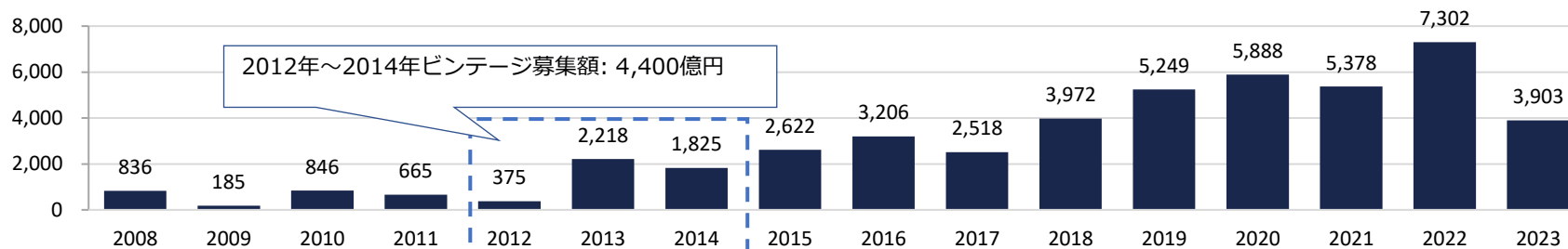
1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

日本 | セカンダリーニーズの拡大

- VCファンドの存続期間は10年+a。従って、2012～2014年ビンテージのVCファンドはファンド解散期限を踏まえて投資先ポートフォリオの換金が必要となる時期を迎えている。
- Initialによれば、2012年～14年ビンテージのVCファンドは計106本（募集額4,400億円相当）。
- 当社試算（※）では、上記3か年ビンテージのVCファンドが保有するポートフォリオの評価額（NAV）は凡そ3,400億円。
- IPO環境が不芳であり、SUを買うM&A市場も未発達であるため、セカンダリー市場での売却ニーズが高まっている状況。

(単位：億円)

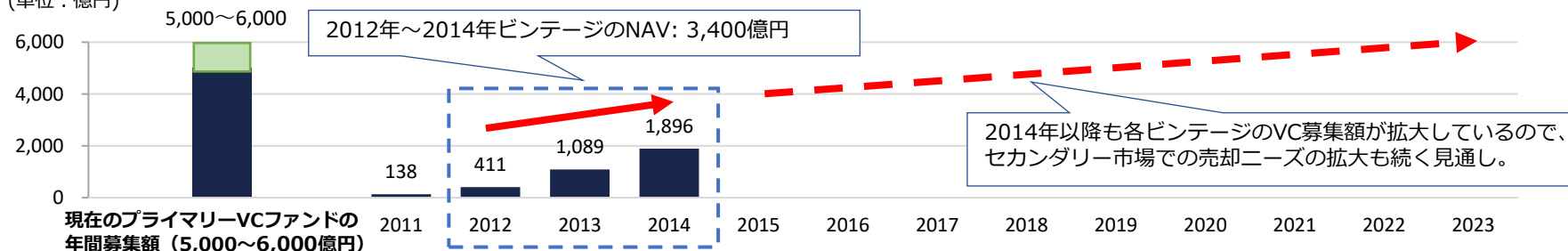
【VCファンドの募集状況（ビンテージ別）】



※ JVCA-Preqin調査（2022年12月末基準）における各ビンテージ毎のPIC（%）の中央値、RVPI（%）の中央値を、Initial集計のビンテージ別VC募集額に乗じることにより、各ビンテージのNAV残を推計。

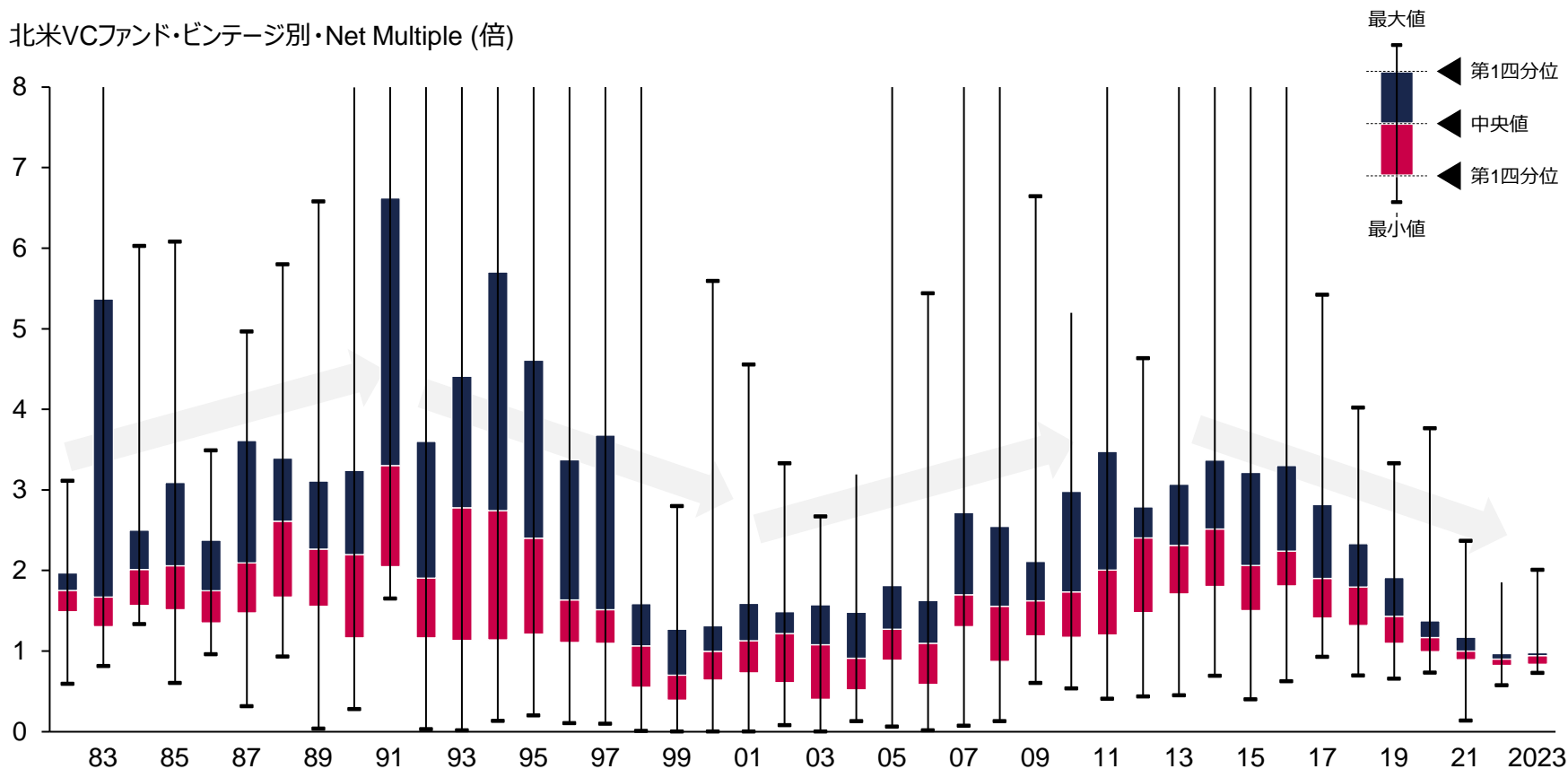
【潜在的なセカンダリー売却ニーズ（ビンテージ別）】

(単位：億円)



1	サマリ	P4	4	補足資料集	P29
2	スタートアップ	P5	4.1	ユニコーン	
2.1	日本 資金調達		4.2	米国上場テック企業動向	
2.2	日本 エグジット		4.3	欧州市場情勢概要	
2.3	米国 資金調達		4.4	インド市場情勢概要	
2.4	米国 バリュエーション		4.5	セカンダリー取引	
2.5	米国 エグジット		4.6	その他	
3	ベンチャーキャピタル	P21			
3.1	日本 ファンドレイジング				
3.2	米国 ファンドレイジング				
3.3	米国 ドライパウダー				

北米VCファンド・ビンテージ別・Net Multiple (倍)



出典: PreqinによりJICが作成

その他 | 過去のサイクルと著名SUの誕生

- 調整期を乗り越え、優れたスタートアップが誕生



出典: Bloombergを基にJIC作成