
CVC 戦略研究所 Monthly Report 第 4 号

- 2023 年 2 月、3 月合併号 -

Contents

- | | | | |
|------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|-------|
| 巻頭言 | ダウンラウンド環境下、
スタートアップがとるべき資本戦略とは？ | (株)CFスタートアップス
代表取締役/公認会計士 | 出縄 良人 |
| 注目CVCの【最新】投資事例とEXIT事例 | 「Microsoft」 | (株)CFスタートアップス
CVC 戦略研究所所長 | 福田 徹 |
| スタートアップ投資候補案件紹介コーナー | | (株)CFスタートアップス
投資銀行本部
エクイティ事業部長 | 佐藤 利洋 |
| CVC まめ知識 | ～利益相反問題とDDにおける許認可リスクの発見～ | (株)CFスタートアップス
CVC 戦略研究所所長 | 福田 徹 |
| 国内CVC 関連最新ニュース（11/1～12/31）から | 編集部 | | |

巻頭言

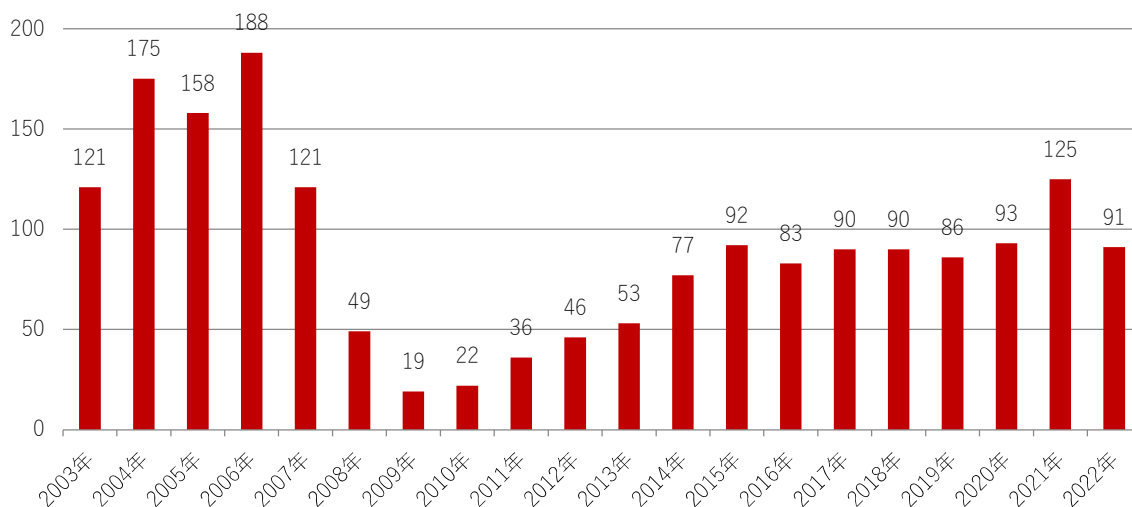
ダウンラウンド環境下、スタートアップがとるべき資本戦略とは？

株式会社 CF スタートアップス
代表取締役 出縄 良人 (公認会計士)

2022年の日本全国のIPO件数は、前年比34社減の91社（TOKYO PRO Market 上場を除く）に留まりました。上場時の公募増資による資金調達総額は841億円。前年の2,032億円から59%減の大幅な減少となりました。1社あたりの平均調達額も2021年の16億2千万円から2022年は9億2千万円に激減しています。

一方、INITIAL が発表した2022年のスタートアップの資金調達総額は8,774億円（前年比3%増）となりました。一見、堅調に見えますが、件数ベースでは前年比18%減の2,224件です。さらに下期だけで見ると、件数は前年同期比32%減の1,166件。金額も12.3%減の4,614億円と減少に転じました。

以下は、過去20年間のIPO件数の推移を示したグラフです。



リーマンショック後にIPO件数は2009年に、バブル期以降過去最低の年間19社を記録。その後は回復に転じ、2015年以降は90社を前後で推移し、2021年は14年ぶりに年間100社を超える水準となっていました。昨年は、それが2015年～2020年の水準に戻った状況です。

ただ2015年～2020年のIPOと大きく異なるのは、91社中、直近の第三者割当増資の価格を下回る公募価格による上場（ダウンラウンド上場）が20社近くに及んでいることです。特に、2022年12月に上場したnote株式会社の上場時の時価総額が50億円（株価340円）と直近の2022年4月の第三者割当増資価格2,062円に対して83.5%減の大幅なダウンラウンドとなったことは注目を

集めました。また、昨年は上場承認後に 7 社が上場中止を発表しています。その多くは上場時の公募価格が想定した株価を大幅に下回ったことが原因と推察されます。さらに上場申請の前にダウンラウンドを嫌って上場を延期した企業はこの数を大きく上回ると考えられます。

2023 年の新規上場については、2022 年に上場を延期した会社により増加するとの観測もありますが、むしろ IPO 価格の低下傾向が続くとすると、新規上場件数はさらに減少することも予想されます。スタートアップの資金調達も深刻です。特に 2022 年前半まで note に見られるように高い時価総額による資金調達を行った結果、ダウンラウンドにしないと資金調達が困難なスタートアップが少なくありません。上場延期に伴い予定外の追加の資金調達が必要となるスタートアップも多い中、上場の不確実性も高まります。スタートアップにとって資金調達環境は厳しさを増しそうです。

このような環境は、CVC にとっては投資のチャンスと言えます。事業シナジーのあるスタートアップにリードVCとして積極的に資本参加する機会も増えましょう。2021 年の環境であればそのまま上場してしまっただけで資本参加の可能性がなかった有望なスタートアップが資金を求めているのが現在の環境です。一方、スタートアップにとっても転機の年です。CVC 投資を行う上場会社からのマイノリティシェアの資本参加による資本業務提携で新たな成長の可能性を探りつつ、IPO 環境の回復を待つ戦略に加え、上場会社の資本参加後に、追加出資と既存株主の株式移動により連結子会社となる M&A の EXIT の可能性も見出すことができれば、資金調達の選択肢は大きく広がります。

当社、CF スタートアップスが運営する当会「CVC 投資戦略研究会」には、現在、100 名を超える上場会社 CVC ご担当者にご参加いただいています。2023 年 1 月より、当会では、当社に集まっている 1,000 社を超えるスタートアップから、当社が期待する有望なスタートアップを選別。関心をもつ CVC 担当者に限定してオンラインピッチを行う「CVC クローズドピッチ・ミーティング」を開始しました。

さらに、IPO を資本政策の前提とするスタートアップに対して、投資参加する VC や CVC が上場株価の低下により損失が発生するリスクを抑制し、投資しやすいファイナンス・スキームの開発も進めています。昨年は、主にシード期あるいはプレシリーズAのラウンドのスタートアップを対象に、従来の J-KISS 型新株予約権を改良したオリジナルの新株予約権を開発。その自己募集のコンサルティングで 10 社ほどのスタートアップを支援しました。今年は、N-3 期～N-1 期でのラウンドで資金調達を検討するスタートアップを対象として、IPO 価格に連動するタイプのコンバーティブル・エクイティや優先株式を開発しています。IPO 価格が下落する環境となった場合には、これに連動して投資時の株価が下がる設計で、上場に伴う損失リスクを低減します。現在、最終的なリーガルチェックを進

めているところで、2月には新スキームによる資金調達サポートを開始できる予定です。

当社としては、上場会社 CVC ネットワークの拡大強化と、最先端のエクイティファイナンスのスキームの提供によって、厳しい環境下においても、スタートアップの成長を力強く支援して参る所存です。なお、ダウンラウンドを避けるファイナンス・スキームを検討したいスタートアップと CVC を対象に、「コンバーティブル・エクイティと新タイプ優先株式によるスタートアップの最新資金調達」をテーマとする「CFS 新春セミナー2023」を2月上旬に開催の予定です。詳細は改めてご案内いたします。奮ってのご参加をお待ちしています。

注目CVCの【最新】投資事例とEXIT 事例

～Microsoft～

株式会社 CF スタートアップス
CVC 戦略研究所所長 福田 徹

今回は、Microsoft を取り上げます。

1. M12

Microsoft は、過去に facebook に投資をし、最近では OpenAI に投資をしてきており、投資の世界ではかなり注目を浴びています。

ところで、Microsoft のCVCはM12です。M12は、主にアーリーステージの革新的なIT企業に投資をします。本社はサンフランシスコにあり、シアトル、ロンドン、テルアビブ、ベンガルに拠点を設けています。2016年5月30日設立で、Google出身のMichelle Gonzalez氏がファンドを運用、271社に投資をし、その中でも29社がダイバーシティ投資となります。当初は社名はMicrosoft Venturesでしたが、名称が紛らわしく2018年に現在のM12に変更しました。Exit数は28社です。M12は、Microsoftのビジネスとは独立性を保っており、リターンを求める投資しています。

2. 投資対象

実際には、シードステージ、アーリーステージ、レイトステージ企業に投資をしますが、基本的には、アーリーステージのソフトウェア企業に投資を絞っています。特に、ビジネスアプリケーション、クラウドインフラ、サイバーセキュリティ、AI、ヘルスケア、ライフサイエンス、先端

テクノロジーに投資をします。

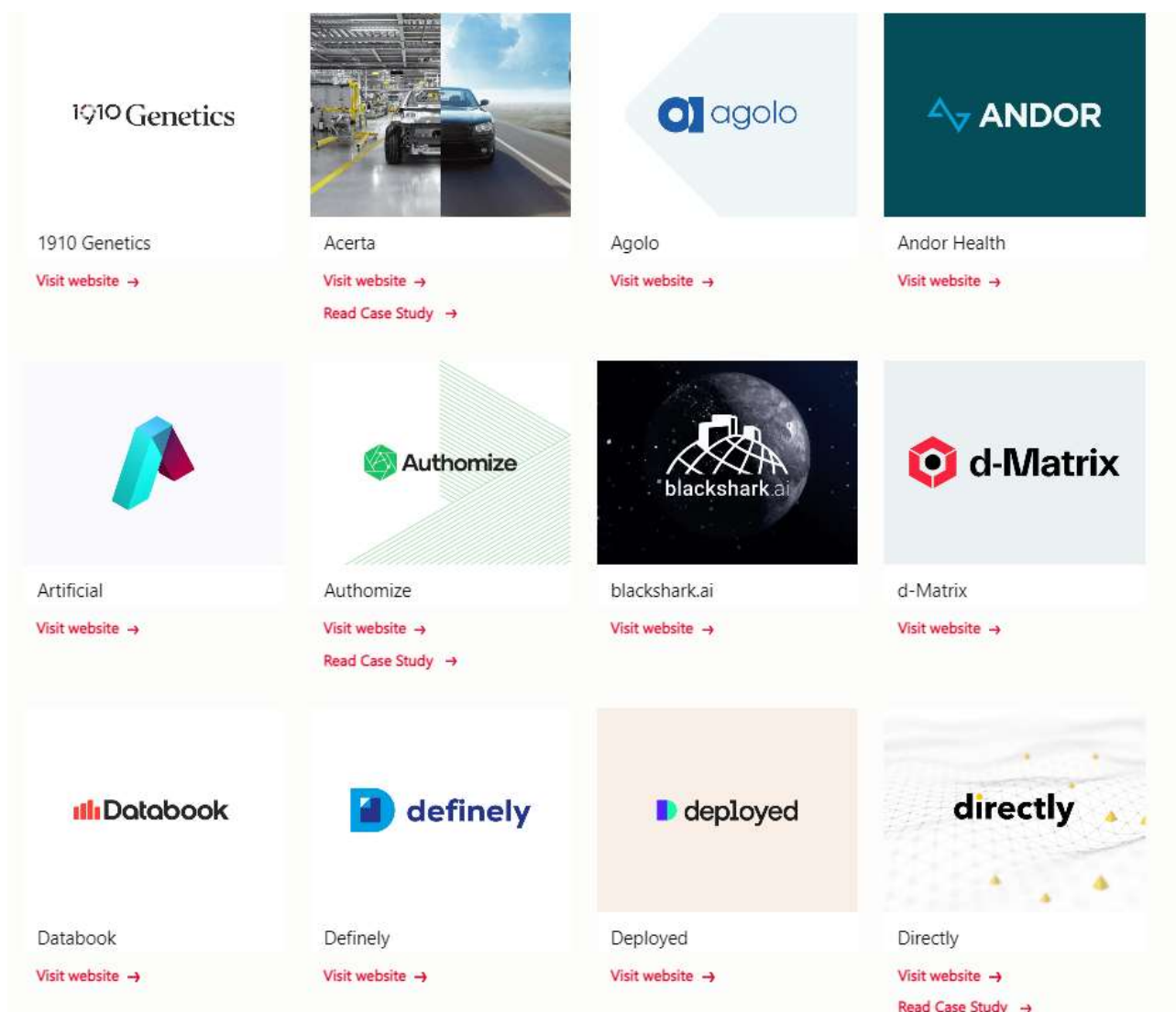
M12 のロゴ

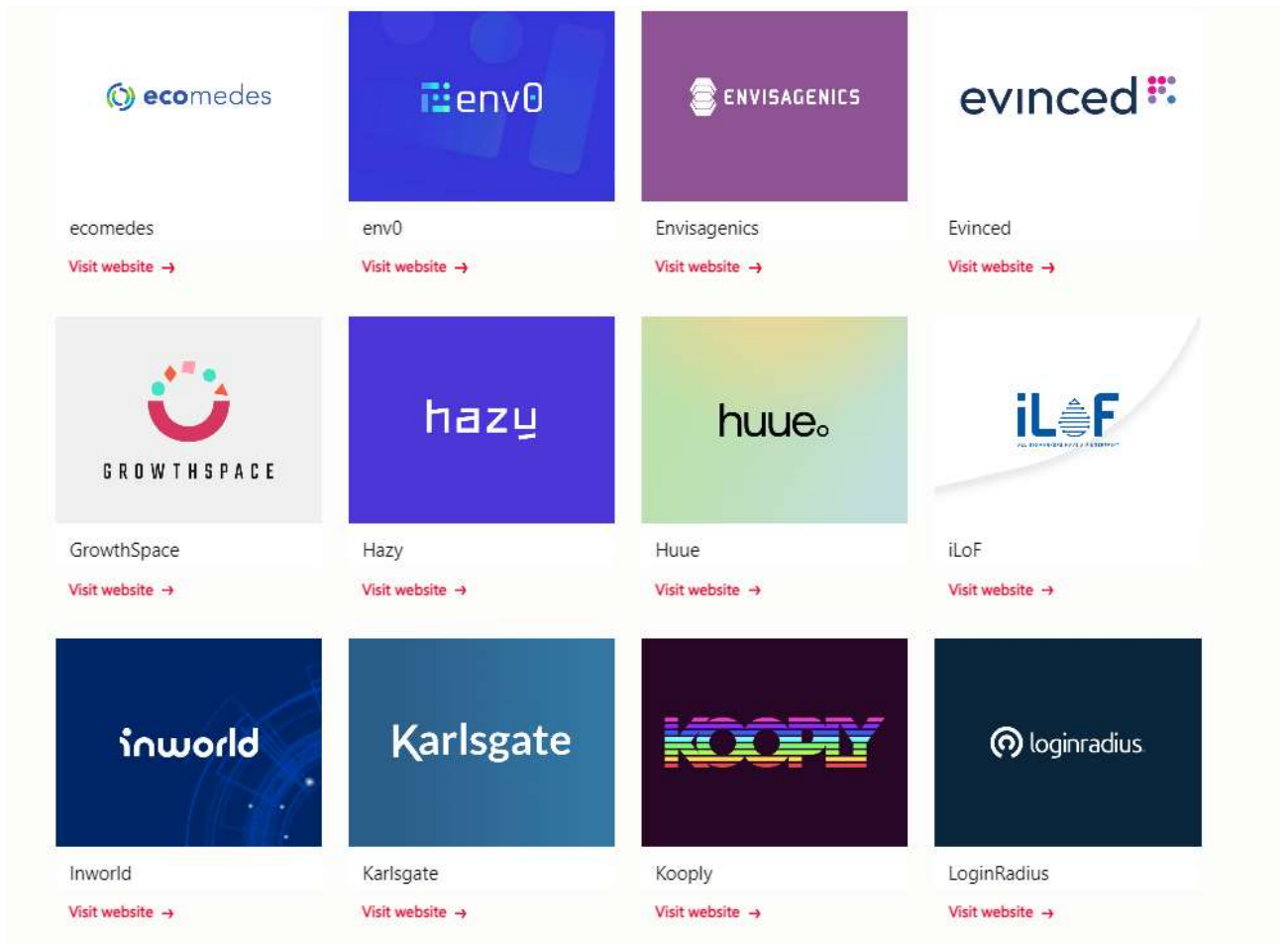
M は Microsoft を意味し、12 は、entrepreneur の文字数を表しています。

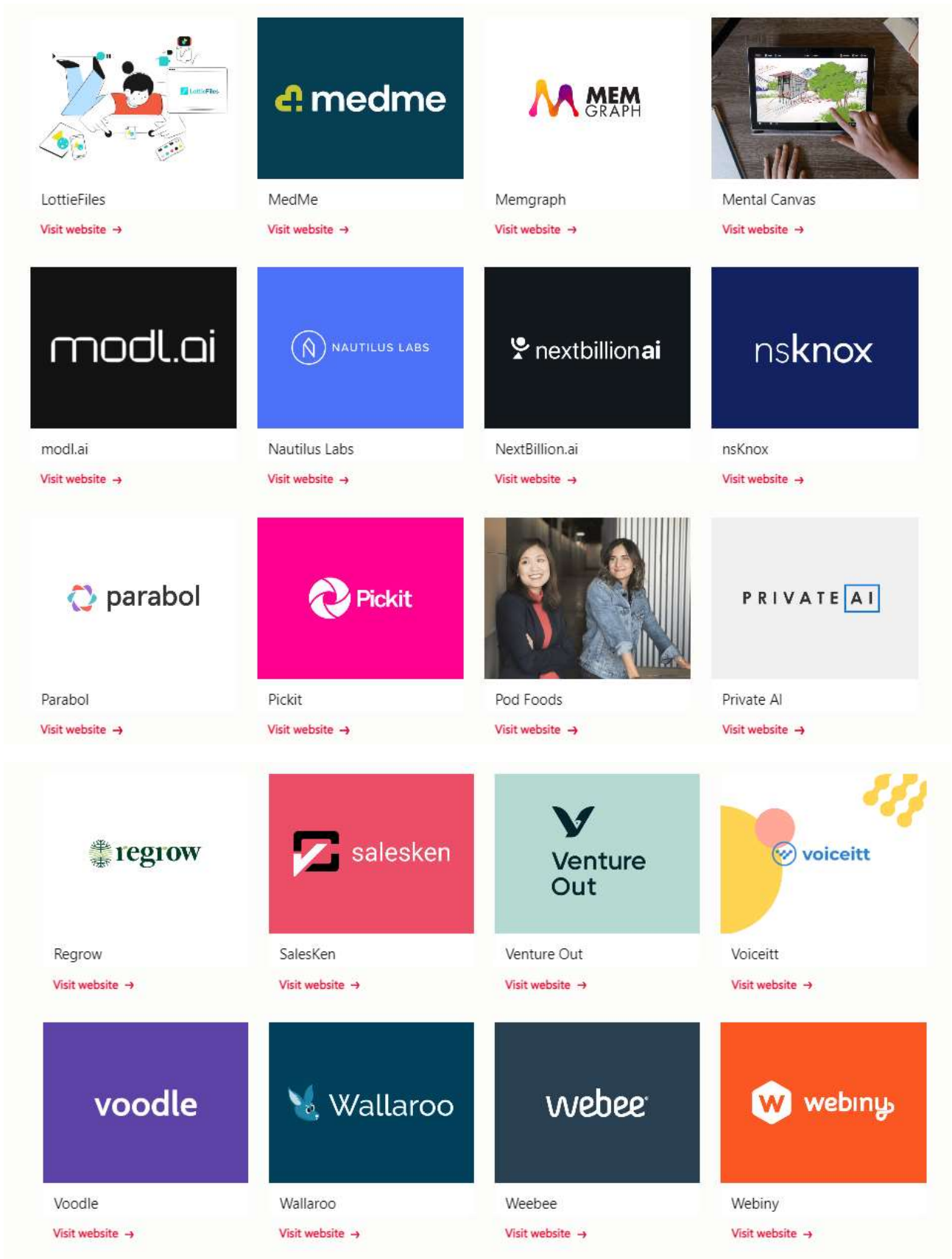


アーリーステージの投資先は以下の通り

(同社 HP より <https://m12.vc/portfolio/> 2023年2月21日閲覧)







3. M12 の特徴

M12 の特徴は、世界中の価値あると考えるテック企業に投資をし、投資した企業をマイクロソフトの巨大なエコシステムに取り込み、ユニコーンを作ることのように思われます。すでに 13 社のユニコーンを育てたそうです。その分野はクラウド AI、ビジネスアプリケーション、インフラ、セキュリティ、深層学習などに及びます。

M12 は創業の 2016 年以來、いくら投資したか、ファンドのサイズなどを全く開示してきていません。Crunchbase のデータによると、2016 年には、初年度の投資先として 15 社投資したとされています。2020 年には 55 社投資したようです。

M12 は、通常の CVC と異なり、ファイナンシャルリターンを最も重んじています。けっして Microsoft の社内に取り込むために投資するのではないのです。

またダイバーシティ投資も 29 社に及んでいます。創刊号以來米国の CVC を追いかけていますが、どの CVC もダイバーシティ投資を行っていますね。

スタートアップ投資候補案件紹介コーナー 「シンクランド株式会社」

(担当) 株式会社 CF スタートアップス
投資銀行本部
エクイティ事業部長 佐藤 利洋

今回ご紹介するスタートアップは、肌に刺しても痛みをほとんど感じることはない注射針、「中空型マイクロニードル」の実用化に取り組んでいるシンクランド株式会社(以下「シンクランド」といいます。)です。

シンクランドは光学設計・実装技術と高速電気信号処理技術をコア技術として、2016 年より千葉大学及び北海道大学により開発された光渦レーザー加工技術におけるマイクロニードル作製に関する基本特許の独占的实施権許諾に基づく技術移転を受け、世界で初めて直径 100 μ m 程度の微小な中空型のマイクロニードルを開発する研究開発型ベンチャー企業です。

シンクランドが開発するマイクロニードルは、生体適合材料を用いた直径 100 μ m 以下の微細針

であり、無痛かつ中空部分から薬剤の適量注入が可能であることから、痛みのない次世代型の医療用 DDS としての応用開発を進めています。

従来のマイクロニードルでは、直径 100 μm 程度の微小な針に貫通孔を形成することが困難でしたが、シンクランドでは、特殊なレーザー加工技術を導入して、この貫通孔形成技術の確立に成功しました。貫通孔付きのマイクロニードルを使用すれば、投入したい美容液や薬液を、所望の量、経皮投与することが可能になります。すなわち、目的物質自体（例えばヒアルロン酸）を材料とするマイクロニードルに対して、貫通孔付きマイクロニードルには目的物質を選ばないという特長があります。医療分野では患者数の多い糖尿病患者様のインスリン治療や予防接種も含めてワクチン投与など、美容分野では美肌効果や育毛促進など、適用範囲が極めて広く、その早期実用化が期待されています。

現在同社の開発した中空型マイクロニードルによる皮内投与が、ワクチン等の投与に関して極めて有用な手段であることをラットを用いた動物実験で明らかにしました。

現状市販されている微小な中空型マイクロニードルは無いため、皮内投与は一般的な注射針を用いて行われますが、この場合、マントー法と呼ばれている皮膚に対して約 15 度の角度を保って皮内に投与する必要があります。しかし、この方法では、皮内の一定の深さに薬液を投与することは医療従事者でも極めて困難であり、また、皮下に投与してしまうといった失敗も少なくありません。今回得られた知見は、マイクロニードルを使用することにより、皮内投与が簡便になることに加え、投与液量を少なく出来る結果、投与液による物理的な痛みや、皮下への漏れを防ぐことができる可能性を示唆しており、患者の自宅での自己投与や遠隔医療の実現を期待させるものとなります。更に、抗原量を少なく出来るという知見は、より多くの患者に恩恵を与えることが出来るという多くの方々が挙げられているマイクロニードルの利点であり、日本の医療費高騰の傾向に対する一手になることが期待されます。

「投薬における痛み・恐怖・負担から人々を解放する」

世界で 4 億人を超える糖尿病患者は、日々のインスリン注射に伴う痛みや恐怖を抱えています。また、認知症を抱える高齢患者にとって、加齢に伴い嚥下機能が低下することで経口薬の服用は難しくなります。さらに、統合失調症などの CNS 障害を抱える患者に対しては、適切な服薬を患者自身で行うことは困難であり、患者の家族など第三者が服薬管理を負担しています。しかも、今後新型コロナがエンデミックを迎える上で、その現地で特有の病気に罹患した際に、世界中の人たちが同じように恩恵を受けられるようにすることが必要です。当社は、中空型マイクロニードルを DDS として実用化し、新たな経皮薬に適用することで、「投薬における痛み・恐怖・負担

から人々を解放する」ことを目指します。

これまで、ワクチンの商用化では日本は出遅れていましたが、マイクロニードルによる皮内投与の商用化は世界的にも未だされておらず、当社は、この成果を活かし、今後ワクチンを含む免疫領域でゲームチェンジャー的な存在になれる可能性を秘めております。

また、現在マイクロニードルを使った美容製品は現在世界中で利用されていますが、これまで市場に出ている商品は、針にあたる部分が、溶ける材料（ヒアルロン酸ナトリウム）であったり、薬剤が塗られたマイクロニードルパッチとは全く異なり、同社が発売する中空型マイクロニードル化粧品は、針を通して皮膚の内部に薬剤が注入できる「世界初の中空型マイクロニードル」を内蔵した化粧品です。現在、当社の美容業界への進出も既に 2022 年 4 月から行っているが、肌の角質層まで有効成分をダイレクトに浸透させる効果が期待できることから、当社では、中空型マイクロニードル化粧品を通じて、新たな美容の実現を目指して参ります。

シンクランドは、既存株主であるリアルテックホールディングス株式会社、AIS CAPITAL 株式会社、シミック CMO 株式会社に加え、新たに株式会社アートネイチャー、NBC エンジェルファンド 2 号投資事業有限責任組合、株式会社ダイアナ、個人投資家等をお迎えし、直近では 2021 年 5 月に第三者割当増資を実施し、総額約 4.2 億円の資金調達を完了しました。

24 年度での IPO を目指すべく、シンクランドの挑戦に皆様のお力添えをいただけますと幸いです。

参考：<https://think-lands.co.jp/index.html>

今月の国内 CVC 関連最新ニュース（2023/1/1~2/28）

このコーナーでは、国内で報道されたCVC関連ニュースを、各報道ソースから紹介しています。詳細は各報道ソースを参照下さい。

- デンカ、CVC ファンド設立のお知らせ

最先端の技術、製品、ビジネスモデルを有するベンチャー企業との提携が必要であると
考え、米国シリコンバレーを拠点としたファンドを設立いたします

(同社 広報 HP))

2023/1/11

- アジラ、シリーズB 資金調達ラウンドの 2nd Closing として阪急阪神不動産の CVC ファンド、
鎌倉投信より資金調達を実施

(PR TIMES)

2022/11/11

- 住友商事の CVC が、五常・アンド・カンパニーへ出資

(PR TIMES)

2022/11/9

- 松竹 CVC のアクセラレータープログラムで採択企業 8 社が決定！

(PR TIMES)

2022/11/10

- 世界の CVC が注目「コーポレート・ベンチャー・イン・ブラジル 2022」開催

(JETRO)

2022/11/16

- デジタルガレージと横浜銀行、CVC ファンド「Hamagin DG Innovation Funda」の増額を発表

(PR TIMES)

2022/11/18

- 世界の CVC つなぐ「GCV Asia Congress」開催（日本）

(JETRO)

2022/11/30

- NIPPON EXPRESS ホールディングス株式会社と SBI インベストメント株式会社によるコーポ
レートベンチャーキャピタルファンドの共同設立に関するお知らせ

(SBI Holdings のサイト)

2022/12/9

- マイクロアド、CVC 事業における第一号投資案件として、インドネシアの Health Tech 企業「PT Medifa Infoyasa Suryantara」への出資を決定
(PR TIMES)

2022/12/22

CVC 豆知識

～「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」～ (公取委・経産省)

株式会社 CF スタートアップス

CVC 戦略研究所所長 福田 徹

今回は、令和 4 年 3 月 31 日に出された「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」について考えてみたいと思います。

1 CVC の事業シナジー投資

CVC は、出資に際しては、事業提携契約をセットとすることで、事業シナジーの実現を図ることは可能です。しかしながら、スタートアップをコントロールすることはできません。創業者は起業時の解決課題に注力をするために創業をしているケースがほとんどだと言えます。上場企業は交渉力の格差を利用して、出資者側に一方的に有利な契約条件は公取委も独占禁止法上問題視をしています。例えば、共同研究の成果に基づいて、知的財産を事業会社のみにも帰属させることなどです。そこで、出されたのが公取発表の指針となります。

2 指針策定までの経緯

政府の成長戦略実行計画でスタートアップ企業と出資者との契約の適正化に向けて、新たなガイドラインを策定するというを受けて、公正取引委員会と経済産業省の連名でスタートアップへの出資に関する指針を策定しました。内容は公取委の実態調査で明らかになった問題について、公取委が独占禁止法上の考え方を示して、経産省が解決の方向性を明らかにしたものです。

3 指針の主なもの

いくつか事例の概要を見ていきましょう。NDA（秘密保持契約）を締結しないまま、営業秘密の無償での家事を要請された事例が明らかになり、それに対して独禁法上の考え方では、それは優越的地位の濫用の恐れがあると判断し、解決の方向性は以下の通りの指針が出ています。この場合は、スタートアップ側のリテラシー不足であり、また同時に出資者側もリテラシー不足であるとし、出資についての具体的な検討が始まる際に、必要に応じて、双方が管理可能な方法でNDAを締結することが重要であるとしてきました。

次の事例は、NDAに違反して営業秘密を他の出資先に漏洩し、その出資者が競合する商品等を販売するケースがありました。独禁法上の考え方としては、当然、競争者に対する取引妨害の恐れがあると判断しました。解決の方向性として、スタートアップのリテラシー不足、オープンイノベーション推進上望ましくない慣習だとして、NDAに違反した場合の法的責任の追及が具体的にできるように、責任追及の場面から逆算してNDAの各規定を検討することが重要であるとしてきました。さらに、無償作業、委託業務の費用負担、不要な商品等の購入、株式の買い取り請求権に関すること、研究開発活動の制限、取引先の制限、最恵待遇条件などの指針が出ています。

皆様もこういう事例はありそうだというものが多いと思います。事業シナジーを目的としたCVCの皆様にはぜひご一読をお勧めします。

参考 URL

<https://www.meti.go.jp/press/2021/03/20220331010/20220331010-1.pdf>

なお、当社、CFスタートアップスでは、上場会社等がCVCファンドを組成するにあたって、法令に準拠して、最適なファンド組成のサポートをサービスとして提供しています。その後、継続的なファンド業務指導を行っていますので、是非、ご活用ください。