

2012年3月29日

ジャパンベンチャーリサーチ(JVR)は本年1月、2011年は日本においてICTスタートアップ・アクセラレーターが多く生まれ、シードファイナンスが活況となった状況をレポートいたしました。このような動きは米国にも見られ、米国法律事務所 Fenwick & West LLP が2010年より米国のインターネット/デジタルメディア・ソフトウェア産業のシードファイナンスの詳細な調査・分析を行っています。この米国における調査・分析は日本のスタートアップ・アクセラレーター、またはベンチャー企業関係者にとって有益な情報であると考え、JVRでは当レポートを翻訳し公表することといたしました。

JVRでは翻訳にあたっては細心の注意を払っていますが、日米の投資用語、投資方式などの差異により翻訳内容を変更する場合があります、その場合はレポートを差し替えることがあります。レポートを参照される場合は最新版をご覧ください。

また、投資用語、投資方式に関して文面・翻訳へご意見やご不明点などございましたら、お手数ですが <http://www.jvr.jp/contact> までご連絡くださいますよう、ご協力をお願いいたします。

株式会社ジャパンベンチャーリサーチ

FENWICK & WEST LLP 2011年米国におけるシードファイナンス調査 —インターネット/デジタルメディア・ソフトウェア産業—

背景

インターネット/デジタルメディア・ソフトウェア産業では、起業家やベンチャーキャピタルにとってシードファイナンスの重要性が増していることを踏まえ、昨年 FENWICK & WEST LLP において初となるシードファイナンスの調査結果を発表した。

本レポートはその第二弾の調査結果となる。この調査では、2011年の情報を提供するのに加えて、トレンドを理解する助けとなるよう、2010年と比較も行っている。

この調査結果は2011年の56件、及び2010年の52件の取引に基づくものである。これらは大半がシリコンバレーに拠点を置く企業であるほか、シアトルやロサンゼルス地域の企業も含まれている。

シードファイナンス環境の概略

インターネット/デジタルメディア・ソフトウェア業界へのシードファイナンス環境は拡大しており、ますます多様化している。FENWICK&WEST が把握している範囲では市場規模を示す明確な数字はないが、事例証拠や外部機関調査データは、同市場が著しく成長していることを示している。以下はそれら外部機関の情報の一例である：

- Dow Jones VentureSource (“VentureSource”) は、シードラウンドにおけるベンチャーキャピタル投資が2010年から2011年にかけて52%増加したと報告した。
- VentureSource はまた、2011年第4四半期に最も活動的な米国のベンチャー投資家3社は、シードステージ特化型VC (500 Startups, SV Angel, First Round Capital) であったとも報告している。
- ニューハンプシャー大学のベンチャーリサーチセンターでは、米国でのエンジェル投資家による投資は2009年から2010年にかけて14%増加し、2010年前期と比較して2011年前期では4%増加したと

報告している。

- peHUB は、ロサンゼルス地域だけで、24 社以上のインキュベータ/アクセラレータが設立されていると報告している。
- Y Combinator は、2011 年のサマークラスで 63 社のスタートアップを受け入れ、これは 2011 年冬の 43 社、2010 年夏の 34 社よりも多くなっている。
- スタンフォード大学は、新たに起業家精神をテーマにした寮“eDorm”をオープンすると発表した。“eDorm”では、学生たちがスタートアップチームの立ち上げに集中し、ピーター・シエルが担当教授を務める。

シード投資は金額の増加だけでなく、資金源の多様性も同様に増している。シード投資の資金源は以下の通りである：

- 友人や家族
- プロのエンジェル投資家（かつての起業家あるいは成功を取めた企業の創業時の社員であることが多い）
- 自己資金を提供し共同で投資を行うエンジェル団体
- 組織的な創業支援、時には支援提供を行うインキュベータ/アクセラレータ
- シード投資家と起業家を結びつけるのを支援するリスティングサービス
- アーリーステージへの投資に特化したシードファンド
- 直接または別のファンドを通じてシード投資を行う、従来型のベンチャーキャピタル
- 今後実施される可能性のあるクラウドファンディング（現在、議会において促進法の制定を審理中である）

このシード資金の増加と資金源の多様化に伴い、以下の調査結果で説明するように、優先株式のバリュエーションや convertible note の利用、またその上限額 (cap) が上昇していることなど、シード取引の「レバレッジ」は、起業家の有利に傾いているようだ。この傾向は、レイターステージでの資金調達をしたインターネット/デジタルメディア・ソフトウェア企業も同様にバリュエーションが増加していることを示した、別のベンチャーキャピタル調査結果 (<http://www.jvr.jp/news-press-releases/jvr-news/20120306>) と一致している。

他方、シード投資においては投資家の意思決定は迅速に行われ、いくつかのケースにおいてはインキュベータ/アクセラレータの保証が付されているという事例も見受けられる。これもまた起業家にとって良好な環境であることを裏付けている。

市場にはいくらか「バブル」が見られることも否定できないが、シードキャピタル投資の増加には明確な合理的理由があると考えられる。

第一に、インターネットやそれに関連する新しいツールやテクノロジーにより、インターネット/デジタルメディア・ソフトウェア製品が市場に出るまでの時間と出費を根本的に減少させており、投資家が投じた

額に対しより多くの「当たり」と情報をもたらしている。

第二に、モバイル機器やインターネットの一般利用の増加が、これらアーリーステージ企業が開発を行っている製品や技術に対する需要を増加させてきた。そしてまさしくそれらの企業は莫大な利益を上げる可能性があるのだが、現在、10億ドル以上のバリュエーションを持つVC出資先のテクノロジー企業は30社以上に上っている。

第三に、シードで調達をした企業が次のラウンドで資金を得るためのハードルはかなり高いと思われる（FENWICK & WESTの調査によると、2010年にシードファンドを得た企業のうち、18ヶ月以内にベンチャーファンドを得た企業は半数以下にとどまっている）。これは、シードファンドを得た企業数の増加により、より高額な資金を提供される次のステージでの投資では慎重な評価が行われることを示している。

2010年シードファイナンス調査企業 その後の状況

2010年に調査した企業がシードラウンドでの資金調達を行ってから平均して18ヶ月が経過した。これらの企業のその後の状況は以下の通りである。

ベンチャーキャピタルから資金調達を行った	45%
追加のシードラウンドの資金調達を行った	12%
業務継続しているがまだ増資していない	21%
買収された	12%
操業停止	4%
データ入手不可	6%
合計	100%

2011年シードファイナンス調査 結果の概略

2011年調査で目立った傾向としては以下の通りである。

- convertible note の利用は10%増加、同様に優先株式の利用は10%減少した。
- convertible note の取引額の中央値は662,500ドルから100万ドルに増加する一方、優先株式の取引額の中央値は概ね100万ドル近辺で推移した。
- 優先株式による資金調達での増資前バリュエーション（pre-money valuation）は、インターネット/デジタルメディアセクターでは340万ドルから400万ドルへ、ソフトウェアセクターでは270万ドルから350万ドルへ、それぞれ上昇した。
- convertible note の上限額（cap）の中央値は400万ドルから750万ドルへ上昇した。
- 次回のエクイティファイナンス時にディスカウントでの転換条件が付された convertible note の割合は67%から83%へ増加した。
- 買収時（転換前）における convertible note の投資家の権利は概ね向上した。

一般的に、convertible note の利用増加や convertible note の上限額の上昇、優先株式バリュエーションの上昇は起業家フレンドリーな傾向であり、ディスカウント条件付き convertible note の利用増加や買収時における保有者の権利強化は投資家フレンドリーな傾向と考えられるが、起業家フレンドリーな傾向の方がより重要性は高いと思われる。

2011年シードファイナンス調査の結果詳細

	2010	2011
<u>業種別</u>		
インターネット/デジタルメディア	71%	75%
ソフトウェア	29%	25%
<u>リードインベスタータイプ別</u>		
シードファンド	43%	46%
プロフェッショナルエンジェル	31%	28%
ベンチャーキャピタルファンド	26%	27%
<u>調達形態別</u>		
優先株式	69%	59%
Convertible note	31%	41%

投資額平均規模

下記は10万ドル以上投資した投資家について、優先株式と convertible note の投資額の平均を投資家タイプ別にみたものである。

	2010	2011
<u>優先株式</u>		
プロフェッショナルエンジェル	\$310,000	\$163,000
シードファンド	\$392,000	\$423,000
ベンチャーキャピタルファンド	\$591,000	\$516,000
<u>Convertible note</u>		
プロフェッショナルエンジェル	\$182,000	\$244,000
シードファンド	\$140,000	\$424,000
ベンチャーキャピタルファンド	\$290,000	\$501,000

優先株式によるシードファイナンス分析

	2010	2011
● 増資前バリュエーション（中央値）		
インターネット/デジタルメディア	\$3,400,000	\$4,000,000
ソフトウェア	\$2,700,000	\$3,500,000
● 調達額（中央値）	\$1,056,000	\$1,000,000
● 非参加型残余財産優先分配権付き優先株式利用割合	90%	91%
● 参加型残余財産優先分配権付き優先株式利用割合	10%	9%
● 投資家が取締役就任	72.5%	70%

Convertible note によるシードファイナンス分析

	2010	2011
● 調達額（中央値）	\$662,500	\$1,000,000
● 将来の転換時における資金調達額（中央値）	\$1,000,000	\$2,000,000
● 転換価格の上限額が設定されている取引の割合	83%	82%
● 上限額（中央値）	\$4,000,000	\$7,500,000
● 転換価格にディスカウント条件が付されている取引の割合	67%	83%
● 初期ディスカウント率（中央値）	20%	20%
● ディスカウント率が期間経過とともに上昇する条件が付された取引の割合	25%	5%
● ディスカウント条件を付されていない取引うち上限額が設定されている取引の割合	100%	75%
● ワラント付き取引の割合	0%	0%
● エクイティによる資金調達前の買収に対する取り扱い		
投資額にプレミアムを上乗せした額を受け取る	50%	61%
その時のプレミアム（中央値）	投資元本×0.75	投資元本×1.0
決められた価格で転換する権利を持つ	33%	65%
転換権もプレミアムもない	17%	9%
転換権とプレミアムの両方あり	0%	35%
● 利子率（中央値）	6.0%	5.5%
● 期間（中央値）	18ヶ月	18ヶ月
● 担保付割合	0%	4%
● 投資家が取締役就任	8.3%	4%

調査に関する注意及び定義

当調査では、「シード」ファイナンスとは、初回の資金調達ラウンドであり、25 万ドルから 250 万ドルの間での調達に限定し、プロ投資家が中心的な役割を担うものと定義している。この定義では、アームスレングスの原則に基づく取引交渉が行われないケースが多い友人や家族からの調達や、十分な条件交渉がなされない可能性が高い少額調達については除かれていることに留意すること。前述のシードファイナンスの定義、また、調査企業すべてが当社（Fenwick）と関係がある企業であるという事実より、この調査は、より定評のあるシードインベスターから調達できる、より有望である企業にウェイトがかかりやすくなっているため、アーリーステージで投資を受けたすべての企業を表象しているものではないと思われる。

用語を次のように定義する

- (1) プロフェッショナルエンジェルとは、定期的に自己資金をアーリーステージ企業に投資をする個人または集団をいう。
- (2) シードファンドとは、アーリーステージ企業が初めてプロ投資家から調達する最初のラウンドで投資を行うファンドである。
- (3) ベンチャーキャピタルファンドとは、未公開企業の様々なステージに投資をするファンドである。

免責事項

ここに記載されている情報の作成にあたっては、前提条件、編集や分析が含まれており、情報の正確性について保証するものではない。Fenwick & West LLP 及びそのパートナー、アソシエイツ、スタッフ、エージェントのいかなる者もここに含まれる情報、その不正確性または不完全性について責任を負わない。当レポートの内容は法律上の助言や意見として意図されたものではなく、また考慮されるものではない。

本レポートは Fenwick & West LLP 作成のレポート “2011 Seed Financing Survey , Internet/Digital Media and Software Industries” を翻訳したものであります。株式会社ジャパンベンチャーリサーチでは、翻訳と翻訳物の公表にあたっては Fenwick & West LLP の許可を得ています。

ジャパンベンチャーリサーチでは翻訳にあたっては細心の注意を払っていますが、日米の投資用語、投資方式などの差異により翻訳内容を変更する場合があります、その場合はレポートを差し替えることがあります。レポートを参照される場合は最新版をご覧ください。

また、投資用語、投資方式に関して文面・翻訳へご意見やご不明点などございましたら、お手数ですが

<http://www.jvr.jp/contact> までご連絡くださいますよう、ご協力をお願いいたします。

■ Fenwick & West LLPについて

Fenwick & Westはテクノロジーやライフサイエンス業界に特化した総合的な法律サービスを提供する、米国の法律事務所です。シリコンバレーやサンフランシスコ、シアトル、ボイシに事務所を置き、約300名の弁護士が在籍しています。Fenwick & Westではグローバルなテクノロジー産業や案件にフォーカスし、革新的で費用効果の高い、実用的な法的サービスを提供しています。お客様の持つ技術や産業をとりまく環境、ビジネスニーズについて、一般に求められる水準より深い理解を持つことで差別化を図っています。

(Fenwick & West LLP Website: <http://www.fenwick.com/> より)

For additional information about this report please contact Barry Kramer at 650-335-7278; bkramer@fenwick.com or Steven Levine at 650-335-7847; slevine@fenwick.com at Fenwick & West.

■ ジャパンベンチャーリサーチについて

日本は、かつての高度成長時代から新たな世代による新しい社会作りが必要となっています。そのイノベーションを実現するために、ベンチャーあるいはスタートアップと呼ばれるテクノロジーやビジネスモデルにチャレンジする新しいパワーが求められています。株式会社ジャパンベンチャーリサーチは、特定非営利活動法人Japan Venture Research* (以下、NPO法人JVR) が掲げる活動理念を実現し、ベンチャー、スタートアップが「生まれ」、「育ち」、「成長」するエコシステムの基盤を担い、新たなイノベーションの創造に貢献することを企業理念とします。そして、ベンチャー企業支援を目的としたネットワークシステム、「ニュースの発信」、「人材採用」、「資金調達」、「アライアンス」、「投資家への情報サービス」など、起業・成長のための活動を通して、日本におけるベンチャービジネス活性化に貢献することを目指します。

ベンチャー、スタートアップ、そして、ベンチャー支援者に対し、以下のサービスを提供、事業化を計ります。

- ・ 起業家の誕生・育成・支援プログラム
- ・ 資金調達支援
- ・ 人材採用支援
- ・ ブランドのPR
- ・ ビジネスのグローバル化
- ・ 既存企業・ベンチャーとのアライアンス
- ・ IPOに限らないExit戦略
- ・ これらを実現するための情報ネットワークシステムとデータベースシステムの提供

*特定非営利活動法人Japan Venture Research (NPO法人JVR)

日本ではベンチャー企業に対し毎年1,000億円から2,000億円もの投資が行われているにもかかわらず、その実態は明らかにされることはありませんでした。どのような分野でベンチャーが誕生し、その成長過程でどのような資金が提供され、誰が出資し、その結果どのような企業成長をしているのか、このような情報が不透明な中でベンチャー企業支援の施策・制度化が行われています。

NPO法人JVRは、未公開企業の資本政策情報のデータベース化という日本で初めてとなる活動に着手し、ベンチャー企業の成長と投資される資金、投資家の実態、そして投資の際に極めて重要となる企業価値評価を成長過程の時間軸でデータベース化しています。これらデータベース化された情報を、起業家、ベンチャー企業、投資家や支援者の方に有効利用していただき日本におけるベンチャー企業育成のエコシステムの基盤となることを目指しています。

■ 代表者プロフィール

代表取締役会長 北村 彰 (きたむら あきら)

日立でSEとしてメインフレームの開発に携わり、その後 日本IBMに13年間在籍し、プロダクトマネジメント、営業、副社長補佐など数多くの経験をする。1991年より日本オラクルの立ち上げに参画、製品開発、OEM事業などを担当し日本全国、海外で活躍する。

1994年 日本グプタを設立(現イーシステム ヘラクレス上場)、そして2000年 セールスフォースドットコムを設立、それぞれ社長を務め、CRM市場の拡大発展、クラウドサービスの幕開けに貢献する。

これまでのベンチャー企業立上げや事業再生、IPO経験を活かし、現在はサンブリッジの取締役を務める傍ら、特定非

営利活動法人Japan Venture Researchの代表理事、そして、株式会社ジャパンベンチャーリサーチの代表など、数社の役員を兼任する。

代表取締役社長 林 耕平（はやし こうへい）

卸商社の海外営業部で北米、アジア、ヨーロッパへの輸出業務、営業を経験した後、2003年音楽マネージメント会社のアスペンに入社。イベント企画・営業、音楽家のマネージメント、さらにツアーマネージャーとして海外ミュージシャンのコンサート・ツアー条件交渉、招聘など、年間10数本のプロジェクト制作・管理を担当する。2006年アメリカに渡り、Babson College Two-Year MBA Programに参加。MBA取得後に日本へ帰国し、株式会社オーディアを設立、代表を務める。オープンソース系CMS、開発フレームワークによるシステム開発サービスやSaaSのスタジオ予約システムなど事業を立ち上げる。2010年にはピクメディアの立ち上げに参画し、システム構築や、戦略立案、経営指標分析などにおいて急成長型のベンチャーを支援する。

■ 本件に関するお問い合わせ

株式会社ジャパンベンチャーリサーチ 村上

お問合せ： 問合せフォームからお願いいたします。 <http://www.jvr.jp/contact/index.html>

URL: <http://www.jvr.jp>

- ・ 本資料に掲載されている情報は、株式会社ジャパンベンチャーリサーチが信頼できると判断した情報源を基に株式会社ジャパンベンチャーリサーチが作成・表示したものです。その内容および情報の正確性、完全性について、株式会社ジャパンベンチャーリサーチは保証を行わず、当該情報により生じた損害に対して、いかなる責任も負いかねます。
- ・ 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、投資の勧誘、推奨を目的とするものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容は、予告なく変更する場合があります。
- ・ 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。本資料の全文または一部を転載する場合、内容を引用する際は、株式会社ジャパンベンチャーリサーチによる承諾が必要です。ご希望の際は担当までお問合せください。