



## 米国における資金調達方法ガイドブック

本書は、米国で働くことのできるビザを保有する日本人起業家等が、米国で資金調達を行おうとするケースを念頭に置いて、米国の資金調達環境や米国での資金調達方法等について解説しています。

本書の内容は一般情報として提供されており、特定の案件に対する個々の状況に適したアドバイスではありませんので、ご了承ください。個々の状況に適したアドバイスが必要である場合は、専門家にご相談ください。

なお、本書は、4S Consulting の中山由紀子氏の御協力を得て作成したものを、ジェトロ サンフランシスコセンターにおいて、ベンチャーキャピタル(VC)、エンジェル、投資銀行等から得た情報を踏まえて、改訂したものです。

2009年7月吉日

ジェトロ サンフランシスコセンター / US-Japan Business Innovation Center

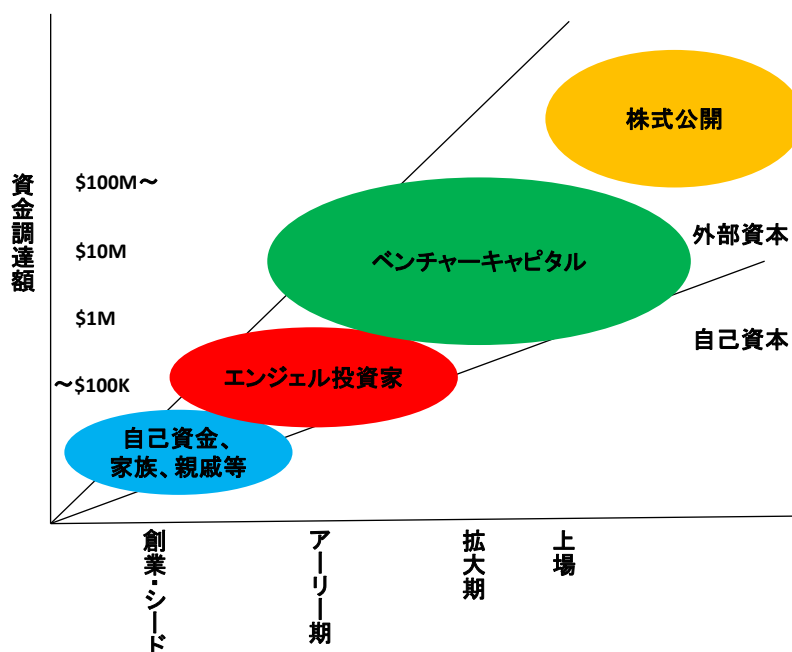
### <免責事項>

ジェトロは、本報告書の記載内容に関して生じた直接的、間接的、あるいは懲罰的損害および利益の喪失については、一切の責任を負いません。これは、たとえ、ジェトロがかかる損害の可能性を知らされていても同様とします。

|  |    |
|--|----|
| 0. 米国の資金調達環境.....                                    | 3  |
| 1. 初期資金の計算例.....                                     | 5  |
| 1-1. 初期資金の計算方法.....                                  | 5  |
| 1-2. インターネット関連ソフトウェア開発企業.....                        | 6  |
| 1-3. 半導体チップ開発企業.....                                 | 7  |
| 1-4. 創薬系バイオ企業.....                                   | 7  |
| 2. 米国での資金調達方法.....                                   | 9  |
| 2-1. 資金調達の種類.....                                    | 9  |
| 2-2. 投資ラウンド.....                                     | 10 |
| 2-3. 自己資金.....                                       | 10 |
| 2-4. 家族、親戚、友人、知人、以前の雇用主からの借金、贈与、株式投資.....            | 11 |
| 2-5. エンジェルからの資金調達.....                               | 12 |
| 2-5-1. エンジェルの種類.....                                 | 13 |
| 2-5-2. エンジェル組織による投資の特徴.....                          | 14 |
| 2-5-3. エンジェル投資家による投資の特徴.....                         | 15 |
| 2-5-4. エンジェル投資家から投資を受ける際のプロセス.....                   | 16 |
| 2-5-5. 資金調達後のモニター、次ラウンド、エグジット.....                   | 20 |
| 2-6. ベンチャーキャピタル(VC)からの資金調達.....                      | 20 |
| 2-6-1. ベンチャーキャピタル(VC)の種類.....                        | 21 |
| 2-6-2. ベンチャーキャピタル(VC)による投資の特徴.....                   | 21 |
| 2-6-3. ベンチャーキャピタル(VC)が重視する点.....                     | 23 |
| 2-6-4. ベンチャーキャピタル(VC)から投資を受ける際のプロセス.....             | 24 |
| 2-6-5. 資金調達後のモニター、次ラウンド.....                         | 26 |
| 2-6-6. エグジット.....                                    | 26 |
| 2-7. 銀行、その他金融機関からの資金調達.....                          | 31 |
| 2-8. SBA (Small Business Administration)からの資金調達..... | 32 |
| 2-9. SBIR/STTR による資金調達.....                          | 33 |
| 2-10. ブート・ストラッピング (Bootstrapping).....               | 33 |
| 3. 資金調達の例.....                                       | 35 |
| 3-1. インターネット関連ソフトウェア開発企業.....                        | 35 |
| 3-2. 半導体チップ開発企業.....                                 | 35 |
| 3-3. 創薬系バイオ企業.....                                   | 36 |

## 0. 米国の資金調達環境

御存知の通り、スタートアップ企業は、その成長段階に応じて外部からの資金調達を行うこととなります。さまざまなケースがありますが、一般的には、自己資金、家族、親戚等からの借入、エンジェル投資家からの投資、ベンチャーキャピタル(VC)からの投資、そして最終的には株式公開による資金調達という順序になると考えられています。



(出所)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」報告書等

米国のエンジェル投資家(約 26 万人)による 2008 年の投資額は約 1 兆 9,000 億円<sup>1</sup>、米国の VC による 2008 年の投資額は約 2 兆 8,000 億円<sup>2</sup>(いずれの数値も 1 ドル=100 円で換算)とされています。2008 年の日本のベンチャーキャピタル(VC)の投資額は 1,000 億円程度と予想<sup>3</sup>されていますので、米国におけるリスクマネー供給量の規模の大きさがわかります。

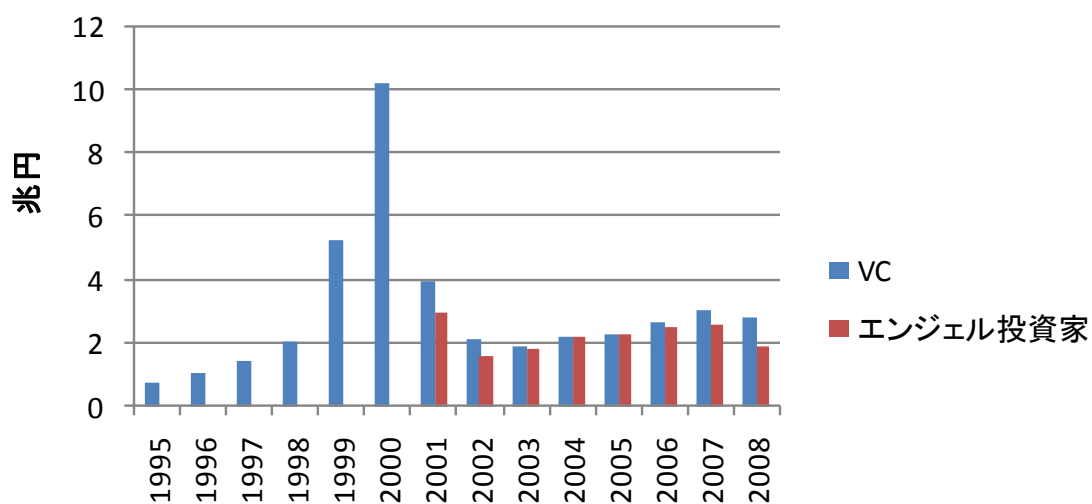
ただ、このような米国の資金調達環境は、時期、地域、米国政府の施策といった諸々の要素によって変わってきますので、資金調達を検討する際には、常に最新の状況について把握しておくことが不可欠です。

<sup>1</sup> <http://www.unh.edu/news/docs/2008AngelReport.pdf>

<sup>2</sup> <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/index.jsp>

<sup>3</sup> <http://www.vec.or.jp/2009/01/28/001-24/>

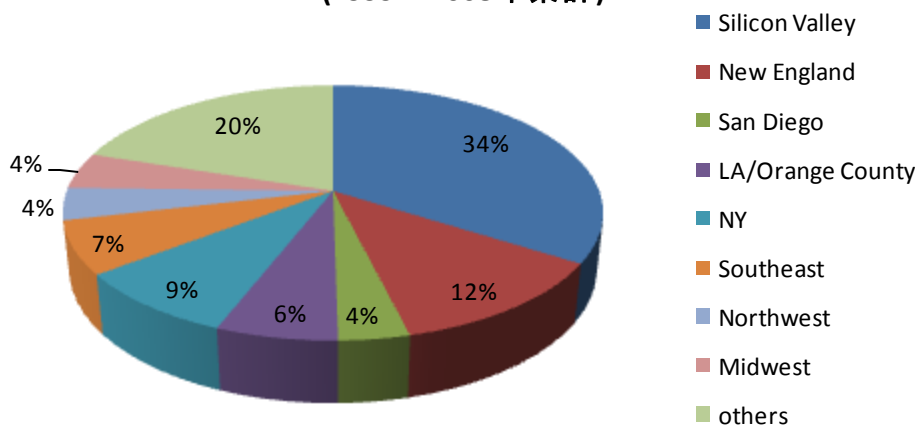
## 米国VC/エンジェル投資家の投資額推移



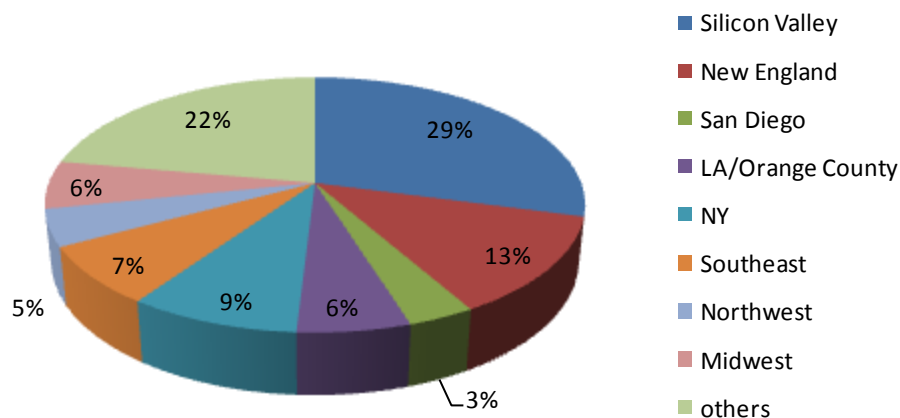
(注)1\$=100円で換算、エンジェル投資家データは2001年以降のみ

(出所)PricewaterhouseCoopers “Money Tree Report”、Center for Venture Research 調査

## 米国ベンチャーキャピタル投資額の地域別シェア (1999～2008年累計)



米国ベンチャーキャピタル投資件数の地域別シェア  
(1999～2008年累計)



(出所)PricewaterhouseCoopers “Money Tree Report”

## 1. 初期資金の計算例

### 1-1. 初期資金の計算方法

米国での事業開始から、事業が軌道に乗るまで(バイオテクノロジー企業の場合はライセンスアウトまで)の間の当面の資金については、自己資金を準備するか、外部資金を調達することが必要となります。

一般的には、以下のように、事業開始時に必要な「一時費用」と、月々必要な「オペレーション費用」を算出し、あらかじめ用意すべき初期資金を計算します。

通常、事業開始時に必要な一時費用としては、以下の項目が挙げられます。

- ・ 会社設立関連費用(法務、税務、ビジネスライセンス)
- ・ 事務所の賃貸費用(デポジット)
- ・ 事務所設備機器
- ・ 広告宣伝費用(会社のロゴ作成、WEB サイト作成)

次に、一般的なオペレーション費用は以下のようなものです。

- ・ 人件費
- ・ 事務所の賃貸費用
- ・ 電話代、光熱費等
- ・ 保険
- ・ セールス、広告宣伝費用

# JETRO

上記を元に、スタートアップ企業の初期資金を計算すると、以下のようになります。

$$\text{初期資金} = \text{一時費用} + \text{オペレーション費用} \times \text{立ち上げに必要な月数}$$

## 1-2. インターネット関連ソフトウェア開発企業

例えば、コミュニティーサイト中心のインターネット企業が、具体化されたコンセプトをもとにサイト開業までに費やす期間は、半年程度であると言われていました。

コミュニティーサイトの代表格である MySpace と同様のサービスを提供するサイトを開発すると仮定した場合、現在ではインド等の企業へアウトソースをすることにより、\$40K から \$75K 程度で開発可能と言われています。もちろん開発サイトの仕様によって開発費用は変動しますので、複雑なサイトの構築には \$100K 程度かかる場合もありますが、数百万ドル単位の開発費を要していた数年前と比較すれば、開発コストは大幅に下がっています。その理由として、開発要員を米国内で調達せず、ほとんどの場合、インド、中国、東南アジアといった地域にアウトソースし、エンジニアにかかるコストを抑えていること、オープンソースが増え、設備投資額やインフラコストも低下していることが挙げられます。

また、サイト開業後のメンテナンス費用は、トラフィックの量により変動しますが、目安として月額 \$2,000 から \$5,000 程度を見積もればよいと言われています。

さらに、現在では、サーバーを会社でホストするのではなく、外部に委託するケースも多く、その場合、簡単なサイトは月額 \$15 から \$70 程度で維持可能です。

セールス・マーケティングについては、スタートアップ企業の場合、最初は、セールスフォースを雇うのではなく、CEO 自らが行うケースも多く見受けられます。

マーケティングに関しては、最初はインハウスのスタッフを雇う代わりに、外部のコンサルタントが代行するケースが多く見受けられます。代行する業務はマーケティングの資料作成、PR、マーケティングコミュニケーションといった内容ですが、スタートアップ企業の場合は、広告宣伝よりも、PR やマーケティング戦略に注力します。

以下に、インターネット関連ソフトウェア開発企業の初期資金の目安を示します。この費用には、創業者の報酬は含まれていません。多くの場合、創業者は生活のための資金を別途確保していますが、もし創業者の報酬も初期費用に含めるとすると、下記に、年間 \$100K 近くの額を上乗せすることになります。また、米国で開発を行う場合には、開発費は 4 倍近い額を見込む必要があります。

### 初期資金: \$300K (2年) (\*創業者の報酬を除く)

#### 経費の例(一部)

- ・ 開発費(インド等へのアウトソース): \$40K-\$75K/year
- ・ 会計士・弁護士費用: \$3K-\$5K/year
- ・ 設備投資: \$5K /year
- ・ サイトメンテナンス費: \$2K-\$5K/year
- ・ オフィス賃貸料: \$18K/year
- ・ 人件費: \$80K/year

# JETRO

## 1-3. 半導体チップ開発企業

半導体チップ開発企業は、一般的におよそ 2 年から 3 年の開発期間を要します。開発期間が長期にわたるため、人件費も膨大になり、さらに、設備投資にも多額の資金を必要とします。例えば、ファブレス半導体スタートアップ企業の場合では、一つのチップの製造の際に、ファウンドリへ製造委託するとして、1回当たり少なくとも\$5M 程度要します。

このような莫大な資金を投下して、最初に仕上がってきたチップに問題がなければよいのですが、たいていの場合、なんらかのバグがあることが多く、場合によっては、もう一度チップを作り直すこともあります。

ただし、ソフトウェア企業の例と同じく、米国以外のリソースを利用して(例えば、中国で)開発すれば、開発に要する人件費の削減が可能です。最近では、経験が豊富な中国の IC デザイナーも増えていますが、ファウンドリも台湾や中国にあることから、コミュニケーションの費用、エンジニアやシニアマネージャーの出張費用の削減、開発時間の短縮を図る観点から、半導体のスタートアップ企業が中国でオペレーションを行うケースが増えています。

### 初期資金: \$30M-\$35M (2-3 年) (\*米国での開発)

#### 経費の例(一部)

- ・ 開発費: \$20M から \$25M
- ・ 営業、開発後の技術サポート費用、ソフト開発等: \$10M
- ・ 人件費 (CEO と 5 名位の IC デザイナー): \$100K/person/year
- ・ 設備投資 (デザインツール): \$100K/ユーザーライセンス/year

上記は、一般的な半導体チップを、米国で開発することを前提とした費用です。開発を行う地域(国)、また開発するチップの複雑さ、規模、製造プロセスによって大幅に変動します。また、バグが見つかって作成し直す場合は、更に費用がかかります。

## 1-4. 創薬系バイオ企業

バイオテクノロジーの企業には色々なタイプの企業がありますが、ここでは創薬系のバイオテクノロジーの会社を例に挙げます。通常、一つの薬の開発には、トライアルエラーを含めると、およそ\$200M から\$800M 程度かかるため、スタートアップ企業が独自で製薬開発を完了することは稀です。スタートアップ企業は、FDA (Food and Drug Administration)から承認された臨床試験フェーズに入る時期にライセンスアウトし、ライセンスを引き受けた製薬会社が開発パートナーとなって、リソース(資金、人材)を提供することがほとんどです。これ以外の方法として、投資家からの投資を受ける、あるいは IPO をすることで資金を調達し、自ら開発に取り組むこともあります。

通常、創薬系バイオスタートアップ企業は、大学教授や研究室に勤務する研究者と、ビジネス経験者が共同で創業します。大学教授や研究者は、それまでのキャリアと製品のアイデアで、SBIR(Small Business Investment Research Program)や STTR(Small Business Technology Transfer Program)といった制度を利用して、NIH (National Institutes of Health)や DoD (Department of Defense)から\$100K-\$750K の研究助成金(グラント)を取得します。外国人は SBIR/STTR を利用できませんが、米国人をパートナーとしている企業であれば利用可能です。プログラム毎に応募規程は異なりますので、詳細は個別に確認する必要があります。

# JETRO

上記のグラントや、個人の資金を用い、知的財産権の申請、あるいは取得まで到達した後、VC より資金調達し、毎年\$2M から\$3M 程度の支出で、臨床試験フェーズまで進みます。その後は、製薬会社や大手バイオテクノロジー会社とパートナーを組んで製薬開発を行います。臨床試験前にパートナーを組むケースもあります。共同開発の契約内容もさまざまなケースが見受けられます。

## 初期資金: \$30M から\$65M (3-5 年) (\*ライセンスアウトまで)

### 経費の例(一部)

- ・ 人件費 (CEO、博士号を持つ科学者): 10M
- ・ 施設、装置: 10M
- ・ 試薬、消耗品: 10M
- ・ 事業開発: 5M

外部から資金調達を行うプロセスですが、最初はグラントを取得し、その後、\$5M から\$12M の VC の投資を受けます。その後、再び VC より追加投資で\$5M から\$12M の投資を受け、シリーズ C の段階で、\$20M から\$40M の投資を受けます。臨床試験では、大手の製薬会社やバイオテクノロジー企業とパートナーとなり、資金を拠出してもらうケースがほとんどです。前述の通り、製薬開発費全体では、\$200M から\$800M になります。

## 2. 米国での資金調達方法

### 2-1. 資金調達の種類

資金調達の方法は、いくつかありますが、以下が主な方法です。

1. 自己資金
2. 家族、親戚、友人、知人、以前の雇用主からの借金、贈与、株式投資
3. エンジェル（ローンまたは株式投資）
4. ベンチャーキャピタル(VC)
5. 銀行、その他金融機関
6. 米国政府プログラム(SBA、SBIR 等)

まず、米国での事業形態等により、資金調達先は変わってきます。

例えば、本社が日本にある米国の子会社について、当該子会社の運転資金を米国の投資家から調達することはまず不可能です。通常、子会社には知的財産等の資産がない、すなわち投資価値がないからです。このような場合は、日本国内での資金調達を優先的に検討した方が良いと思われます。

ただし、米国のVCによる日本の本社への投資ということであれば、VCが保有しているファンドの投資対象次第です。税務面や知識面での制約を背景に、米国に本社がある企業を投資対象とすることが多いですが、米国以外も含んだ地域を投資対象としているファンドも存在します。つまり、投資対象に含まれていれば、日本に立地する企業に(国境を越えて)出資する可能性はあるということです。

米国のエンジェル投資家やエンジェル組織の場合は、自宅や事務局から車で行ける範囲を投資対象としているケースがほとんどであり、日本に立地する企業が(国境を越えて)資金を調達することはまず不可能です。

なお、日本に立地する企業が既に外部資金を調達している場合、既存投資家と米国の投資家の間の、投資回収のタイムフレームについての考え方の相違など、いわゆる商慣行の差異に関わる調整も必要になってくると考えられます。

一方、米国の銀行からの融資について言えば、日本の本社による保証があれば、米国の子会社が融資を受けることが可能なケースもあります。日本の本社による保証が得られない場合、米国の大企業への売掛金や米国内の個人預金など、ある程度確実な担保を求められることになると思われます。

また、会社のフェーズによっても、必要な資金額や資金調達先は変わってきます。

最初の段階では、自己資金が中心となります。自己資金をベースに、事業を開始し、製品(プロトタイプ)作成時には、エンジェルなどから資金調達することが考えられます。この段階では、VCからの資金調達は、調達額が小規模すぎるため、不可能な場合があります。銀行についても、VCから出資を受ける時点でアプローチできるようになるケースが多いと言えます。以下は、会社のフェーズにおける資金調達先の目安です。

| フェーズ<br>(売上)<br>調達先 | 調査<br>(\$0) | ビジネス<br>参画開始<br>(\$0) | 製品開発<br>(~\$100K) | 製品出荷<br>(~\$100K) | 初期<br>(~\$500K) | 成長期<br>(\$500K-\$1M) | 過渡期<br>(\$1M-\$5M) | 成熟期<br>(\$5M~) |
|---------------------|-------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-----------------|----------------------|--------------------|----------------|
| 自己資金                | ×           | ×                     | ×                 | ×                 |                 |                      |                    |                |
| 家族、親戚等              |             |                       | ×                 | ×                 | ×               |                      |                    |                |
| エンジェル               |             |                       | ×                 | ×                 | ×               | ×                    |                    |                |
| VC                  |             |                       | ×                 | ×                 | ×               | ×                    | ×                  | ×              |
| 銀行等                 |             |                       | ×                 | ×                 | ×               | ×                    | ×                  | ×              |
| SBA 等               |             |                       |                   |                   | ×               | ×                    | ×                  | ×              |

## 2-2. 投資ラウンド

企業の成長段階(ステージ)に応じて、以下の投資ラウンドが発生することとなります。なお、調達資金額はあくまでも目安であり、業種等によって変動します。

### 【シード】:

シード資金は、最初のコンセプトからプロトタイプを開発しているステージの企業が募る資金です。その多くは家族、親戚等から調達しますが、エンジェル投資家やエンジェル組織、シードにもフォーカスしているVCから調達することもあります。

### 【シリーズ A(アーリーステージ)】

\$500Kから\$4M程度の資金を募ります。通常、VCからの投資はここから始まります。シードラウンドよりも、優先株にプレミアムをつけて売ることになります。VCは、優先株を取得することで、普通株による投資家よりも優先的な権利を持つことになります。

### 【シリーズ B(成長ステージ)】

\$5Mから\$20M程度の資金を募ります。会社の資金が枯渇しそうな場合や市場の変化に対応する必要がある場合には、追加で資金を調達することもあります。その場合、ビジネスプランを変更しなければならないこともあります。

### 【シリーズ C(レイターステージ)】

\$20Mから\$30M程度の資金を募ります。会社が成長している段階で、次のレベルへのステップアップを目指すための資金調達です。このラウンドがない場合もあります。

## 2-3. 自己資金

初期段階での資金調達において、最もポピュラーな方法は、自己資金です。自己資金としては、以下のようなものが考えられます。

## 1. 自己の給与

創業者が別の企業で勤務し、給与を受け取りながら、夜間などの自由な時間帯に、創業者自身のビジネスに取り組むことがあります。フルタイムからパートタイムの仕事へ変更することもあります。企業の初期の立ち上げ段階、調査段階、ビジネス参画の是非を判断する段階や最初の製品開発の段階で見られます。ただし、事業開始時に他の会社で勤務している場合、知的財産の帰属について問題となることがよくありますので、弁護士等の専門家にあらかじめ相談されることをお勧めします。

配偶者が職についている場合は、家計を配偶者の給与でまかなうこともあります。また、コンサルタント業を営みながら、その収益をスタートアップ企業の資金にしているケースもあります。

## 2. 自己の貯蓄等

例えば、シリコンバレーでは、以前経営していた会社を大手企業に売却することによって得た売却益で次の会社を興すことがよくあります。

## 3. 自宅を担保にしたローン

自宅を所有している場合は、家を担保にし、エクイティーローン(不動産担保融資)やセカンドモーゲージ(第二抵当)を組む方法もあります。商業銀行から借り入れるよりも簡単な方法ですが、個人の資産を失うリスクがあります。

## 4. 退職金を担保にしたローン

米国では会社によって 401K のプランを組んでいる場合があります。401K は退職に向けた積立金のプランで、税務上の利点があり、例えば個人の場合は IRA(個人退職勘定)で積み立てることができます。一定以上の年齢にならなければ、この積立金を引き出すことはできませんが、この積立金を元に、銀行やその他の金融機関から、借入れを行うことはできます。この方法は、ペナルティーを払わなければならない場合もありますので、専門家に相談することをお勧めします。IRS (Internal Revenue Service)に対する書類の提出も要求されます。

## 5. クレジットカード

場合によっては利率が年間 20%程度になる可能性があります。資金調達の方法として、クレジットカードを利用することがあります。ただし、この方法を利用するのは、あくまでも短期に限定し、長期的な資金は他の手段で調達すべきです。

## 2-4. 家族、親戚、友人、知人、以前の雇用主からの借金、贈与、株式投資

米国では、起業家が創業時の資金を家族や親戚等から集めることは一般的ですが、その金額はそれほど多くないようです。2008年11月に公表された調査結果<sup>4</sup>によれば、2004年に事業を開始したスタートアップ企業が家族や親戚等から調達した資金が総額(平均値は\$78,406)に占める割合は、貸与の形態が10~13%、株式投資の形態が2~3%とのことです。家族、親戚等からの資金調達については、以下のような方法があります。

### 1. 贈与(ギフト)

---

<sup>4</sup> [http://www.kauffman.org/uploadedFiles/Capital\\_Structure\\_Decisions\\_New\\_Firms.pdf](http://www.kauffman.org/uploadedFiles/Capital_Structure_Decisions_New_Firms.pdf)

# JETRO

贈与の場合、受け取った資金を返還する必要はありません。贈与する金額と、返還の必要無しという内容を記載した覚書を取り交わします。ただし、多額の贈与については、IRS から贈与税が課される可能性があります。2009 年では、一人当たり、年間\$13,000 までは贈与税が免除され、夫婦であれば、合計\$26,000 までは贈与税が免除されます。詳細は IRS のウェブサイト<sup>5</sup>を確認してください。

## 2. 貸与(ローン)

個人間の貸与では、融資契約書(プロミスリーノート)を取り交わします。家族や親戚等の間であっても、簡易なもので構いませんので、借用証書 (IOU) といった書類に条件を明記することが重要です。貸し手と借り手を記載し、貸与額、貸与金の返還条件を記載します。通常、返済時には、あらかじめ定めた利子を上乗せして月毎に返済します。この利子が極端に低い場合、IRS が贈与とみなし、贈与税を課す場合がありますので注意が必要です。

## 3. 株式投資(エクイティーインベストメント)

会社の株を投資の見返りとして受け取る場合は、この方法を採用します。会社の構成によっては株の発行が不可能な場合もありますので、会社の形態を決定する際には、将来の資金調達の方法を考慮しておくことが重要です。

### 2-5. エンジェルからの資金調達

エンジェルからの資金調達は、自己資金や家族、親戚等からの資金調達の段階と、VC からの資金調達の段階の中間で、発生することが多いと言えます。一般的に、VC は大きなディール(\$7 - 8 M のラウンド)に投資しますので、\$1M 以下の投資を募る場合には、エンジェルを検討します。実際、2008 年において、VC が\$28.2B を 3,884 のディールで投資<sup>6</sup>したのに対して、エンジェルは、\$19.2B を 55,480 社に投資<sup>7</sup>しています。あまり目立ちませんが、資金調達に関してはエンジェルも主要なプレイヤーです。

最近の VC の投資は後段階にシフトしており、レイターステージへの投資が更に多くなってきています。このことから、シード/アーリーステージのスタートアップ企業等は、エンジェルから資金を調達するのが現実的かも知れません。一般的な投資のスタイルを VC とエンジェルで比較すると以下のようになります<sup>8</sup>。

|              | エンジェル              | VC       |
|--------------|--------------------|----------|
| 投資するラウンドのサイズ | \$250,000 to \$ 2M | \$7 - 8M |
| 各投資家の投資金額    | \$25 and up        | \$3 - 4M |
| 典型的な投資ステージ   | アーリーステージ           | レイターステージ |

<sup>5</sup> <http://www.irs.gov/businesses/small/article/0,,id=108139,00.html>

<sup>6</sup> <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/index.jsp>

<sup>7</sup> <http://www.unh.edu/news/docs/2008AngelReport.pdf>

<sup>8</sup> [http://www.darden.virginia.edu/uploadedFiles/Navigate\\_Darden/Entrepreneurship/May-2009-02-06.ppt](http://www.darden.virginia.edu/uploadedFiles/Navigate_Darden/Entrepreneurship/May-2009-02-06.ppt)

# JETRO

なお、\$1M から\$5M の間にはキャピタルギャップと言われるギャップが存在しており<sup>9</sup>、例えば\$3M とした調達額のラウンドは難しくなります。したがって、投資についての専門家等と相談する、あるいは他の調達事例等を調査し、どういったストラクチャーで資金を調達すべきか、事前によく検討しておくことが重要です。

## 【参考】

「エンジェル投資家」とは、一般的には、スタートアップ企業の創業期に資金を提供する富裕個人のことを指します。

スタートアップ企業に資金を供給する主体としては、「ベンチャーキャピタル(VC)」もありますが、上述の通り、エンジェル投資家は会社の立ち上げ時点の初期段階で投資するのに対して、VC は立ち上げからしばらく時間が経過してから投資を行う傾向にあります。

米国の VC の起源には諸説があって、第二次世界大戦前まで遡るとも言われていますが、現在の産業形態が確立されたのは第二次世界大戦直後のようです。

当初、VC は初期段階の会社にも投資をしていたようですが、米国の法律改正によって、1980 年代から年金基金等から巨額の資金がVC に流入するようになり、年金基金等の意向も反映した安定的運用を志向した結果、多額の資金を必要とし、またリスクが比較的少ない後期段階での投資にシフトしていったようです。

また、VC が抱える投資担当者の数は限られており、案件の数を増やしてしまうとフォローできなくなってしまうので、この点からも小規模の投資を避ける傾向にあります。

エンジェル投資家は、このような VC の投資行動の変化によって生じた初期段階の資金的空白を埋めるために、1980 年代後半ぐらいから現われてきたと言われています。つまり、エンジェル投資家の方が VC よりも歴史的に新しい存在です。

## 2-5-1. エンジルの種類

エンジェルは、大きく二種類に分けられます。

**エンジェル投資家:** 個人で投資を行いますが、他のエンジェル投資家と共同で投資するケースも見受けられます。ただし、スーパーエンジェルと言われるエンジェル投資家があり、Ron Conway、Peter Thiel、Josh Kopelman などがその例です。スーパーエンジェルは、個人で数多くのベンチャーに投資します。また、投資額も\$1M 以下から\$10M と、普通のエンジェルよりも巨額の投資を行う資金力を持っているのが特徴です。

**エンジェル組織:** エンジェル投資家をメンバーとする組織で、たいていの場合、事務局の役割を果たすマネジャーがいて、プレスクリーニングを担当しています。スクリーニングに残ったスタートアップ企業がメンバーの前でプレゼンテーションを行い、その内容を踏まえて投資の決定が行われます。メンバー以外からも資金を集め、比較的大きなファンドを併設しているグループもあります。投資を検討するプロセスも VC のように詳細なプロセスを採るグループがほとんどです。ちなみに、ウェブサイトで申込みを受け付けているシリコンバレーの某エンジェル組織では、毎月約 100 件の申し込み

<sup>9</sup> [http://www.darden.virginia.edu/uploadedFiles/Navigate\\_Darden/Entrepreneurship/May-2009-02-06.ppt](http://www.darden.virginia.edu/uploadedFiles/Navigate_Darden/Entrepreneurship/May-2009-02-06.ppt)

# JETRO

がある中、メンバーの前でのプレゼンテーションに至るのは、2~3 件程度であり、投資にまで至るのは、そのうちの1件程度だそうです。以下のような組織が代表的なものです。

代表的なエンジェル組織<sup>10</sup>:

|                   |  |
|-------------------|--|
| Band of Angels    | <a href="http://www.bandangels.com">www.bandangels.com</a>           |
| Sand Hill Angels  | <a href="http://www.sandhillangels.com">www.sandhillangels.com</a>   |
| New Vantage Group | <a href="http://www.newvantagegroup.com">www.newvantagegroup.com</a> |
| Common Angels     | <a href="http://www.commonangels.com">www.commonangels.com</a>       |
| The Angels Forum  | <a href="http://www.angelsforum.com">www.angelsforum.com</a>         |
| Tech Coast Angels | <a href="http://www.techcoastangels.com">www.techcoastangels.com</a> |
| Investors Circle  | <a href="http://www.investorscircle.net">www.investorscircle.net</a> |

このようなエンジェル組織が存在する背景には、いくつかの理由があります。一般的にエンジェル投資家は、世間に名前を知られることでさまざまなスタートアップ企業からの申し込みが殺到することを嫌いますが、エンジェル団体を間に入れることで、比較的匿名性を保ちながら、選別された案件に自由に投資ができるというのも理由の一つです。その他に以下のような理由があります。

- ① 効率的な投資先の発掘と審査 (Due Diligence)
- ② 多額の資金を背景とした投資規模と交渉力の拡大・強化
- ③ 個人の知識・経験やネットワークについての相互補完効果

ちなみに、SEC(米国証券取引委員会)の基準では、純資産が\$1M 以上、年収が\$200K 以上の投資家を適格投資家 (Accredited Investor) としており、一般の個人投資家とは異なる規定が適用されるので、適格投資家の基準に合致すること等を入会資格とするエンジェル組織も多いようです。

エンジェル組織の数は増えてきており、米国では 1996 年に 10 しかなかったエンジェル組織が、現在は 300 以上<sup>11</sup>あると言われています。エンジェル投資家との大きな違いは、投資する額が大きくなる傾向にある(\$500K-\$2M<sup>12</sup>)こと、メンバーの幅広いネットワークを利用できること、場合によってはフォローアップの投資を行うこともあることです。

## 2-5-2. エンジェル組織による投資の特徴

たいていのエンジェル組織では、VC のようにある一定のクライテリアをもって投資しています。したがって、エンジェル組織にアプローチする場合には、事前に、どういった投資を行っているのか、また投資クライテリアはどのようなものであるか等を調査することが大切です。また、基本的に、投資対象を、エンジェル組織の場所から車で行ける範囲に立地するスタートアップ企業に限定しています。

以下、大まかにエンジェル組織の投資プロセスを紹介します。後述するエンジェル投資家とは少しプロセスが違ってきます。

---

<sup>10</sup> その他の組織については、[http://www.angelcapitaleducation.org/dir\\_resources/directory.aspx](http://www.angelcapitaleducation.org/dir_resources/directory.aspx)

<sup>11</sup> [http://www.angelcapitaleducation.org/dir\\_resources/directory.aspx#1](http://www.angelcapitaleducation.org/dir_resources/directory.aspx#1)

<sup>12</sup> <http://rochtel.wordpress.com/2009/02/09/essential-element-3-know-the-funding-community-angel-investors-vs-venture-capitalists/>

1. プレスクリーニング： アプリケーションを受理します。事務局において、アプリケーションが適切であるか、そのエンジェル組織の目的にあった投資であるか等について検討し、受理するかしないかを判断します。
2. スクリーニング： スタートアップ企業は、スクリーニングのために、エンジェル組織のメンバー(エンジェル投資家)と打ち合わせをします。このメンバーには、スタートアップ企業の分野に経験のある者が選ばれます。このメンバーでもう少し詳細なスクリーニングを行い、メンバー会議に招待するかどうかを検討します。この間に、スタートアップ企業は、メンバーの中で協力的な人を見つけることに注力します。
3. 投資会議： スクリーニングをパスしたスタートアップ企業をエンジェル組織のメンバー会議に招待します。スタートアップ企業は、会議の場で短時間のプレゼンテーションを行うこととなります。
4. 投資判断： スタートアップ企業のプレゼンテーションの後、投資するか否かが決定されます。投資方法には、個々のメンバーが直接投資する方法やメンバー全体でプールした資金から投資する方法等がありますが、エンジェル組織によって異なります。
5. Due Diligence： 2～3人のメンバーがスタートアップ企業の Due Diligence を行います。場合によっては、外部のエキスパートを雇うこともあります。Due Diligence の後、問題がなければ、実際に投資を行います。
6. 投資後のサポート： 担当メンバーがスタートアップ企業のボードに参加したり、アドバイスをしたりして、スタートアップ企業のサポートを行います。

(注)「Due Diligence(デューディリジェンス)」とは、英語で「当然なされるべき努力」という意味ですが、さまざま投資の際に行う、しっかりと実施される調査及び審査のことを指す言葉であり、投資の現場では頻繁に使われます。

### 2-5-3. エンジェル投資家による投資の特徴

エンジェル投資家は、自分でビジネスを築き上げた億万長者である場合がほとんどです。その特徴として、(1)自身でビジネスを興した経験がある、または、ビジネスや財務のバックグラウンドがある、(2)年齢的には40代から50代であり男性が多い、(3)大学卒以上の高等教育を受けている、といった点が挙げられます。

ただし、若い年齢でも成功した人物がエンジェル投資家となる場合もあります。例としては、Vulcan Capital を創設したマイクロソフトの共同創業者である Paul Allen 氏等を挙げることができます。

エンジェル投資家が主にターゲットとする投資対象は、\$1M 以下のディールであり、従業員の数が100人以下の規模の会社です。会社の成長率は年20%から50%程度であり、売上げも年間\$5M 以下の場合がほとんどです。2008年におけるエンジェル投資家の投資金額の内訳で言えば、45%がシード段階、40%がアーリーステージ、14%が成長ステージの企業への投資となっています<sup>13</sup>。エンジェル投資家は、VCにとっては時期尚早であるディールに投資する傾向があります。

---

<sup>13</sup> [http://wsbe.unh.edu/files/2008\\_Analysis\\_Report\\_Final.pdf](http://wsbe.unh.edu/files/2008_Analysis_Report_Final.pdf)

# JETRO

ほとんどのエンジェル投資家は、\$500K以下の投資を行っています<sup>14</sup>。また、個々のエンジェル投資家による投資額の中央値(=値の大きさの順番で並べたときに中央にくる値)は\$50K、平均値は\$191K という調査結果もあります<sup>15</sup>。

さらに、一般的に、エンジェル投資家の投資コストは VC より低いため、期待するリターンも VC よりも低くなる傾向があります。また VC よりも Due Diligence のプロセスを簡素に行う傾向にあるため、プロセスにかかる期間も短く、通常、数週間から 3 ヶ月程度です。

以下にエンジェル投資家から資金調達する際のメリット、デメリットを簡単に記します。

## メリット:

- ・ 比較的小さなディールに投資する。
- ・ アーリーステージの企業に投資する。
- ・ どのような分野にも投資する。
- ・ 返済等に融通が利く。
- ・ 資金調達コストが低い。投資までのプロセスやディールの交渉が比較的短いので、これらに関連する費用が少なくすむ。
- ・ 多くエンジェル投資家は経営のバックグラウンドをもっているのでアドバイスが役に立つ。
- ・ どの地域にもエンジェル投資家は存在する。
- ・ 他のソース(銀行等から)から資金調達しやすくなる。
- ・ ローンの保証人になってくれる場合もある。
- ・ エンジェル投資家によっては、市場が若すぎて証明されていない分野でも投資をする。

## デメリット:

- ・ 同じ会社に追加投資をしない場合が多い。逆に VC は追加投資のために資金をリザーブしているので、次のラウンドに参加することも多い。
- ・ 投資した会社の経営に関わることが多く、起業家は、会社のコントロールをある程度失うことになる。
- ・ エンジェル投資家は知名度が低いことが多いため、M&A や IPO を進めようとする場合に、エンジェル投資家から投資を受けていることを、これらのプロセスで効果的に利用できないケースがある。
- ・ 投資よりも、他の目的、例えば最初から会社を乗っ取ることを目的とするエンジェル投資家もいる。

## 2-5-4. エンジェル投資家から投資を受ける際のプロセス

エンジェル投資家から投資を受けるまでには、いくつかのステップを踏む必要があります。以下の8つのステップを順に説明していきます。

1. エンジェル投資家を探す。
2. エンジェル投資家へビジネスプランを送付する。

---

<sup>14</sup> <http://rochtel.wordpress.com/2009/02/09/essential-element-3-know-the-funding-community-angel-investors-vs-venture-capitalists/>

<sup>15</sup> [http://sites.kauffman.org/pdf/angel\\_groups\\_111207.pdf](http://sites.kauffman.org/pdf/angel_groups_111207.pdf)

# JETRO

3. エンジェル投資家とミーティングを行う。
4. エンジェル投資家による Due Diligence が行われる。
5. デールを交渉する。
6. LOI(関心表明書)等の合意書を取り交わす。
7. タームシート(条件規定書)を取り交わす。
8. Stock Purchase Agreement (株式買収契約)/Convertible Note Purchase Agreement (株式転換ローン買収契約)を取り交わす。

## ステップ1 エンジェル投資家を探す

エンジェル投資家は VC やエンジェル組織と異なり、前面に出てくるのが少ないために、探すのに苦労することが多いと言えます。以下は、エンジェル投資家を探すいくつかの方法です。一方、エンジェル組織は、VC のようにウェブサイトを持ち、アプリケーションを受け付ける担当者もいるので、スタートアップ企業がアプローチしやすいようになっています。

### 1. パーソナルネットワーク

以前の会社の知人や友人に、自分のビジネスチャンスについて話すことで、エンジェル投資家を知っている人と知り合う機会が見つかる可能性があります。

### 2. プロフェッショナルネットワーク

弁護士や会計士は、日々の仕事を通じてエンジェル投資家を知っていることがあります。また地元の商工会議所などが開催するネットワーキングを通じてエンジェル投資家を知っている人と知り合うことができるかも知れません。

### 3. マッチングサービス

エンジェル投資家と起業家のマッチングの場を提供する会社があります。メンバーシップとして、一定の料金を支払い、そのような会社が主催するランチやフォーラムに参加し、エンジェル投資家と知り合うことができます。このようなイベントで出会うエンジェル投資家は、積極的にデールを探しており、資金も豊富なエンジェル投資家が多いようです。

### 4. エンジェル組織

エンジェル組織に所属するグループメンバーは個人でも投資することができます。エンジェル組織に投資を申し込むことを通じて、エンジェルメンバーに知り合える可能性があります。

### 5. ベンチャークラブ

VC のクラブに、エンジェル投資家も参加している場合があります。クラブは、定期的に投資家と起業家の出会いの場を提供しています。そのような場で、エンジェル投資家が起業家に対してプレゼンテーションの技法等を教えていることもあります。起業家のプレゼンテーションを聞きながら、スクリーニングをしていることもあります。

### 6. マッチメーカー

エンジェル投資家と起業家の間の個別のマッチングを行う個人や会社があります。このような会社等は Wall Street Journal 等で探すことができます。マッチングサービスを提供する組織と異なり、こちらは個人で経営するケースが多く、また、調達した資金の一定割合(3-5%)をコミッションとして要求するようです。

## 7. 高額所得者リスト

エンジェル投資家には高額所得者が多いため、高額所得者のリストを入手し、コンタクトする方法も考えられますが、返事が来る可能性は極めて低いと思われます。

### ステップ2 エンジェル投資家にビジネスプランを送付する

ビジネスプランをエンジェル投資家に送付する際には、できる限り、エンジェル投資家が信用している人から送付してもらうようにします。また少なくとも1度は、エンジェル投資家と会った上で、ビジネスプランを送付すべきです。ビジネスプランのみで投資を決定することはありませんが、その内容を見て、起業家が市場を理解し、緻密に計画・調査しているかをチェックするという意味で、実質的には最初のスクリーニングになりますので、ビジネスプランは大変重要です。エンジェル投資家は、特に以下の点に注目します。

- A) その会社に対し、エンジェル投資家が自らの経験やスキル等で貢献できるか
- B) スタートアップ企業が差別化できる市場であるか
- C) 健全な財務予測を行っているか
- D) エンジェル投資家が会社の立ち上げに関与できる余地があるか
- E) 会社がエンジェル投資家の住まいの近辺にあるか

ビジネスプランには、いろいろなフォーマットがありますが、記載する内容にあまり変わりはありません。ビジネスプランの記載内容等については、以下の各サイトで参考情報が入手できます。

[http://www.sba.gov/smallbusinessplanner/plan/writeabusinessplan/SERV\\_WRITINGBUSPLAN.html](http://www.sba.gov/smallbusinessplanner/plan/writeabusinessplan/SERV_WRITINGBUSPLAN.html)

[http://www.bplans.com/Sample\\_Business\\_Plans/index.cfm](http://www.bplans.com/Sample_Business_Plans/index.cfm)

[http://www.score.org/template\\_gallery.html](http://www.score.org/template_gallery.html)

<http://www.businessplans.org/businessplans.html>

<http://www.myownbusiness.org/plans/>

ビジネスプランは、エンジェル投資家に売り込む際の大切なツールの一つです。また、ビジネスプランはできる限りプロフェッショナルに見せる必要があります。以下はビジネスプランを書く際の留意点です。

1. 自分で記述する。
2. できるだけ手短かに、的確に記述する。
3. 投資家の目からどう見えるかを念頭において記述する。
4. 最初のエクゼクティブサマリーの1ページ目は、できるだけ投資家の興味を引くような文章に仕上げる。
5. 投資家に対し、起業家がターゲット市場について理解していることを示す。企業が現在の市場に存在するどのような問題を解決するのか、どのようなポジショニングを行う予定なのかを明確にする。
6. 技術用語を避ける。
7. ビジネスプランで使用した前提等を、きちんと理解し、把握しておく。
8. 現実的な財務や成長率等の見込みを記載する。
9. リスクや問題を提示し、どのように解決するのかを説明する。
10. 経営陣がバランスよく、経験豊富で、成功できる要素を備えていることを示す。
11. 現在までに達成したマイルストーンと将来のターゲットにしているマイルストーンを図表等の形で盛り込む。

# JETRO

12. いくら資金が必要で、どのようにその資金がビジネスに貢献し、その資金に対してどのような見返りが期待できるのか、プランがうまくいかなかった際の代替案は何であることを示す。
13. 次の資金が必要となる時期を示したタイムテーブルを示す。
14. エグジットの戦略について示す。
15. ビジネスプランをできるだけ多くの知人に見てもらい、批評をもらう。そして常に書き直す。

## ステップ3 エンジェル投資家とミーティングを行う

エンジェル投資家の最初のスクリーニングをパスした後は、エンジェル投資家とのミーティングに臨みます。エンジェル投資家は起業家の人柄や力量を、3つの視点で評価します。

1 つ目は、市場や製品の知識です。その起業家がターゲットとしている市場や製品についてよく理解しているかを見極めます。多くのエンジェル投資家は自分の経験のある分野に投資しますので、起業家の理解レベルを計り知ることができます。

2 つ目は、その起業家の力量、実際に仕事ができる人かどうか、本当に会社の立ち上げをできるか、といった点について判断します。この時、過去の実績(トラックレコード)が一つの目安となります。

3 つ目は、その起業家のゴール、例えばキャリア的なゴール、個人的なゴール、財務的なゴールはどこにあるのか、それは投資家のゴールと同じであるか、会社のエグジットに対してはどのように考えているのか、といった点に関して評価を行います。

## ステップ4 エンジェル投資家による Due Diligence が行われる

エンジェル投資家による Due Diligence が行われます。その起業家を熟知している場合は、ほとんど行わないこともあります。通常は起業家の提出するリファレンス以外に、自分でその業界の専門家やサプライヤー、会社の従業員、競合、顧客等をチェックします。

## ステップ5 デールを交渉する

エンジェル投資家と起業家の間でデールを交渉します。他のオファーの有無により状況は変わります。エンジェル投資家は、エグジットの影響、起業家のモチベーションへの影響、ダウンサイドプロテクション、アップサイドプロテクションといった4つのカテゴリで分析します。いずれも、弁護士等の専門家と相談しながら進めることをお勧めします。

## ステップ6 LOI(関心表明書)等の合意書を取り交わす

LOI によって法的に投資が決定されるものではありませんが、エンジェル投資家より口頭で投資する旨を伝えられた際に、LOI と署名をリクエストすることもあります。

## ステップ7 タームシート(条件規定書)を取り交わす

タームシートには、投資金額や条件が記載されます。ただし、これも、法的に投資を決定する書類ではありません。このタイミングで、条件が折り合わず、投資交渉が終了することもよくあります。

## ステップ8 Stock Purchase Agreement (株式買収契約)/Convertible Note Purchase Agreement (株式転換ローン買収契約)を取り交わす

投資の対価として株式を渡す場合には Stock Purchase Agreement を、株式転換ローンを渡す場合には Convertible Note Purchase Agreement を最終的な法的拘束力を持つ契約書として締結します。

### 【参考】

日本では投資家が普通株(Common Stock)を保有することが多いようですが、米国では、創業者の保有する株式や Stock Option に普通株を割り当て、VC やエンジェル投資家などには優先株

(Preferred Stock)を割り当てるのが通常です。

Stock Option に割り当てる株式の割合は、アーリーステージで全株式の 20%程度と言われており、段階が進むに従って、この割合は低下していく傾向にあります。こういった「相場観」は業種、周辺状況、時期等によって違ってきます。

また、シード／アーリーステージでエンジェル投資家から資金を調達する際、米国では、Convertible Note(株式転換ローン)の形で調達することが一般的になってきています。Convertible Note に加えてワラント(新株引き受け権)を付与することもあります。

Convertible Note とは、簡単に言えば、投資した資金を貸し付けの形にしておいて、将来、一定の条件で株式に転換するものです。投資ステージが進んでVCが出資しようとする際に株式シェアをめぐる問題が良く発生したため、これを回避するために米国で発達した手法<sup>16</sup>です。

なお、株式の発行は、法律・税務にも密接に関係しますし、「相場観」から乖離した株式の発行を行ったために、投資家や経営陣等の間で後日揉めるケースが数多く発生しています。あらかじめ弁護士等の専門家と相談されることをお勧めします。

## 2-5-5. 資金調達後のモニター、次ラウンド、エグジット

通常、エンジェル投資家は、スタートアップ企業のビジネスに参加したいという動機がありますので、何らかの形でエンジェル投資家が貢献できるタスクを求めてきます。多くのエンジェル投資家は、ビジネスコンタクトの紹介や資金調達等の側面で力になってくれます。ただし、前述の通り、エンジェル投資家は同じ会社への追加投資を行わない場合が多いため、次のラウンドでの投資は望めないというデメリットがあります。(エンジェル組織の場合には、次のラウンドでの投資もあり得ます。)

スタートアップ企業のエグジットの方法は IPO が買収ですが、エンジェル投資家は、エグジットに関して明確なゴールを持ってないこともあります。一方、VC はエグジットの時期を計算等した上で投資します。

## 2-6. ベンチャーキャピタル(VC)からの資金調達

通常、VC は、規模の大きい案件を投資対象とします。また、VC は、成長性の高い若い企業の未公開株と引き換えに、銀行が融資しないようなリスクの高い案件にも投資をしますが、その分、高い見返りを要求します。

VC にとって投資額が小さすぎる場合に、案件をエンジェル投資家やエンジェル組織に紹介し、企業が一定程度成長した段階で VC が投資する等、互いに協力することもあります。

米国の VC がスタートアップ企業への投資を判断する際、基本的に、資金調達を受ける企業に知的財産等の資産があること、主要経営陣が当該企業に在籍していること、また、経営者のトラックレコードが確認できることが、前提条件となります。例えば外国人が経営する米国法人であって、当該外国人に米国での職歴が乏しい場合、米国の VC がトラックレコードを確認できない可能性があります。これは VC に在籍している投資担当者のバックグラウンドや経歴にも依存し、投資担当者が当該外国人経営者の

<sup>16</sup> <http://ameblo.jp/kigyouka100/entry-10008903257.html>

# JETRO

母国に幅広い知見やネットワークを有している場合には、トラックレコードを確認できる可能性は高くなります。

経営者のトラックレコードを確認できなければ、VC が投資を決断する可能性は低いため、自己資金、家族、親戚等からの資金調達、エンジェル投資家やエンジェル組織からの資金調達等、他の方策の検討をお勧めします。

なお、前述の通り、通常、米国の VC は優先株を通じて投資します。

## 2-6-1. ベンチャーキャピタル(VC)の種類

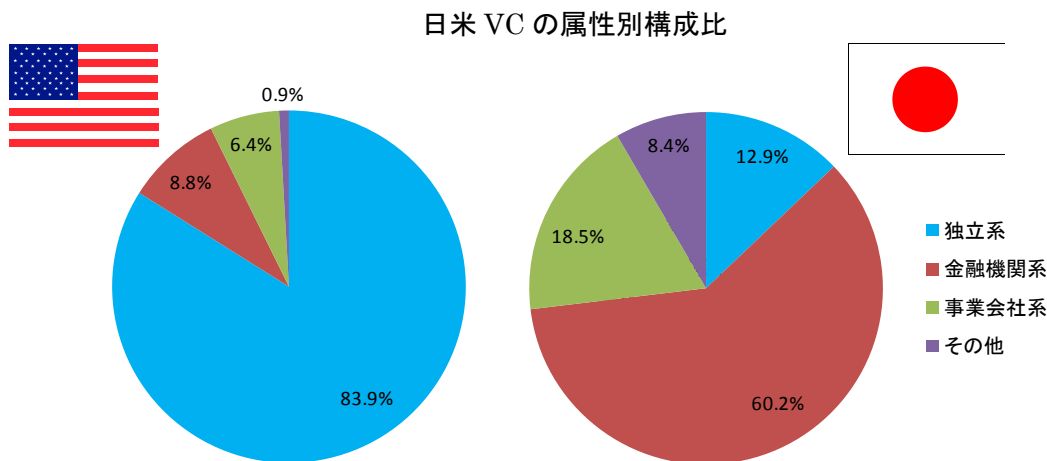
VC は、経営母体等によって以下のような種類(属性)に分けることができます。

独立系 VC: 機関投資家から集めた資金を元手に、投資を行います。

ROI といったパフォーマンスを重視し、高い見返りを期待します。

事業会社系 VC: 事業会社(非金融)系の VC で、親企業の戦略的技術に関係のある分野を中心に投資を行います。通常、投資資金は親企業が提供します。

金融機関系 VC: 銀行、保険会社、証券会社といった金融系の VC で、機関投資家や親企業の顧客の資金等を元手に、投資を行います。



(注)投資残高の属性別構成比(2006年末)

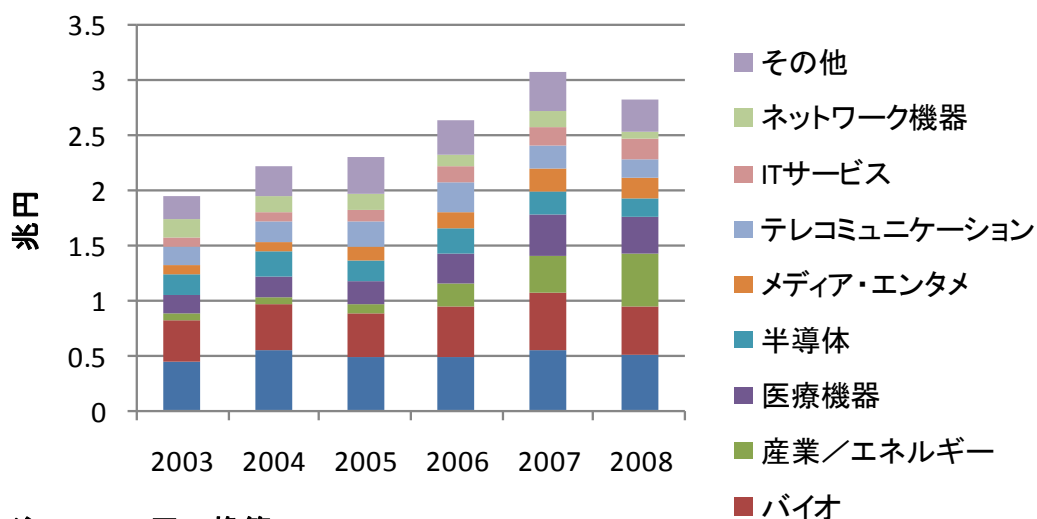
(注)投資残高の属性別構成比(2007年3月末)

(出所)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」報告書

## 2-6-2. ベンチャーキャピタル(VC)による投資の特徴

VC はさまざまな分野のスタートアップ企業に投資します。VC の投資担当者は各分野のエキスパートである場合が多く、大規模な VC であれば、ほとんどの分野をカバーします。

## 米国ベンチャーキャピタルの分野別投資額推移

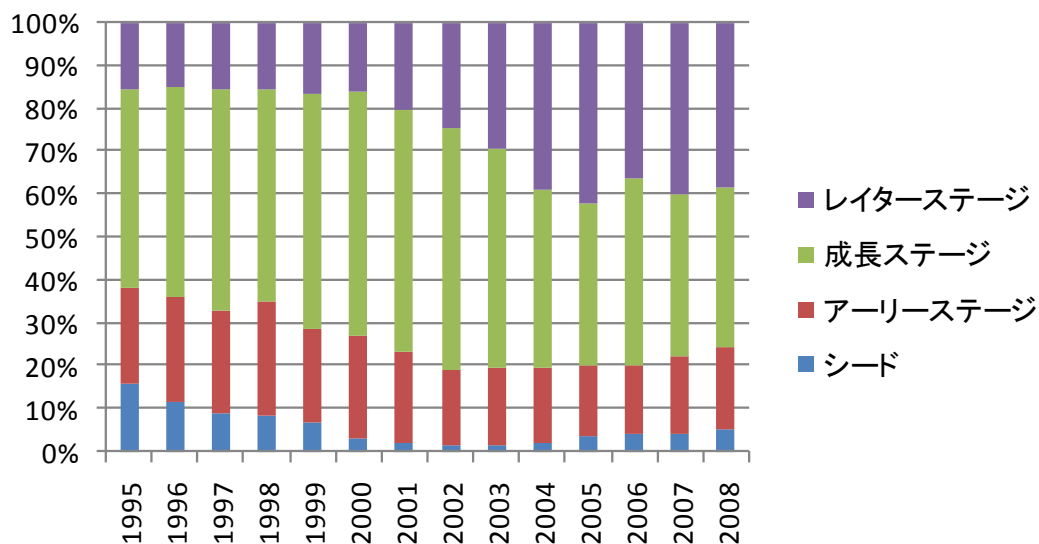


(注)1\$=100円で換算

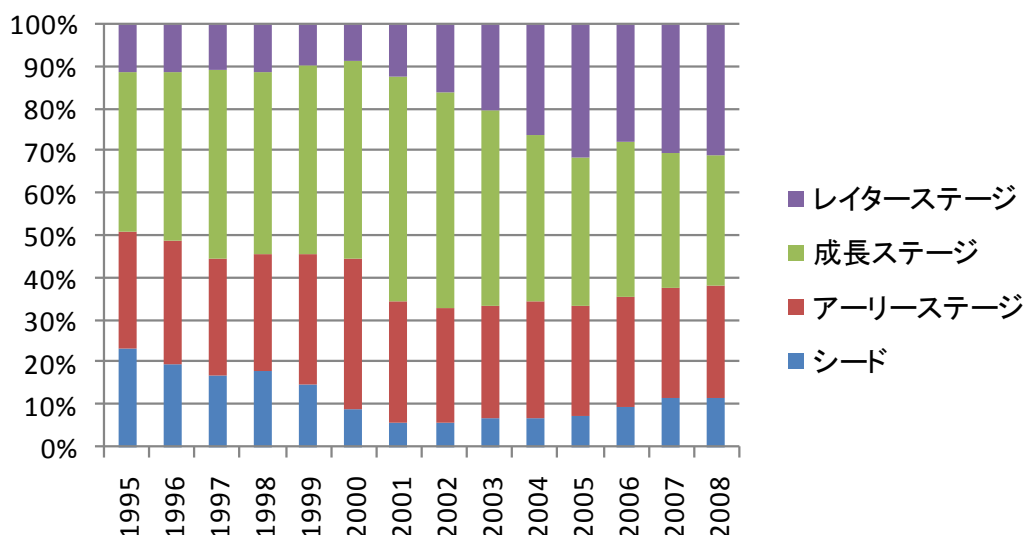
(出所)PricewaterhouseCoopers “Money Tree Report”

VCの方針によって相違がありますが、全体としては、VCの投資額、ディール件数ともに、特にレイターステージの割合が増加する傾向にあります。

## 米国ベンチャーキャピタルの投資ステージ別シェア(投資額)



## 米国ベンチャーキャピタルの投資ステージ別シェア(件数)



(出所)PricewaterhouseCoopers “Money Tree Report”

VC が投資する際、1 回の投資の中でマイルストーンを設定することがよくあります。例えば、VC から \$3.5M の資金調達に成功したとして、最初に投資されるのは \$0.5M、その後、マイルストーンに到達すると \$1M が支払われ、次のマイルストーンに到達すると \$2M が支払われるといった具合になります。

企業が、マイルストーンを達成していれば、多くの場合 VC は次のラウンドにも参加します。また、一般的に VC は、地理的に近く、目の届く範囲の企業に投資する傾向がありますが、地理的に遠くても、緊密にコミュニケーションが図れるようであれば、物理的な場所というのはさほど気にしない VC もあります。

### 2-6-3. ベンチャーキャピタル(VC)が重視する点

VC は、アイデアや技術よりも人に投資すると言われていしますので、VC からの資金調達を実現する上で、一流の経営陣やボードメンバーがそろっていることは有利に働きます。このため、優秀なメンター(起業経験者)やアドバイザーに助言してもらい、経営陣やボードメンバーの候補者を紹介してもらうことも重要です。

また、米国では日本よりも短期的収益を重視する結果として、(英語での)統率力、戦略的思考力、交渉力、資金調達力など、CEO としての能力を兼ね備えた人物を、最初から一種の専門職として CEO ポストに配置する傾向にあります。このため、スタートアップ企業に投資した米国の VC が、創業者ではなく、自らの選んだ外部の人間を CEO として就任させたり、創業者が自分よりも適任と考える外部の人間を CEO として招聘することはめずらしくありません。

さらに、VC は市場性を重視します。通常、約 \$1B 以上の市場規模がなければ、エグジットの際に、VC が期待する ROI を達成することは困難です。市場性が証明されていない段階では、VC から資金を集めるのは非常に難しいと思われます。VC は、10 年間に少なくとも \$100M 以上(バイオサイエンスの会社ではそれ以上)の売り上げの規模に育つようなスタートアップ企業を探しています。

## 2-6-4. ベンチャーキャピタル(VC)から投資を受ける際のプロセス

基本的なプロセスの手順は、エンジェルによる投資と同じです。

一般的に、VCの場合は、最初のコンタクトから投資までに半年から9ヶ月かかります。また、打ち合わせのための旅費や弁護士への支払いなどの費用が発生します。弁護士には\$50Kほど支払うことになります。

### ステップ1 VCを探す

起業家とVCは一種の「結婚」と言われることがあります。VCとの相性は、後々のビジネスを大きく左右します。

まず、スタートアップ企業の業界、製品、市場に精通しているVCを探ることが大切です。優れたVCは、情報が豊富で、経営手腕もあり、業界でのコンタクトも多く、スタートアップ企業が直面する問題についての解決策を持っています。また、製品の市場動向を良く把握しており、マーケティングについてもアドバイスしてくれます。優秀なVCは資金だけでなく、このような経験やコネクション等も提供してくれます。

具体的に、VCを探す際には、Pratt's Guide といったVC関連の出版物、Venture One<sup>17</sup>、PricewaterhouseCoopers<sup>18</sup>といったデータベースを利用することにより、VCのポートフォリオ企業を確認し、競合に投資していないVCを探すのはもちろんのこと、どのVCがどういった企業に投資しているのか、VCのパートナーがどのような企業のボードになっているのかなどを調査します。また、ある業界で既に数多くのスタートアップ企業に投資しているVCの場合、既存ポートフォリオ企業のフォローで手一杯となり、同一業界での新規投資を控えるケースもあります。さらに、運用しているファンドの規模によって、各ディールでの投資額も変動します<sup>19</sup>。

### ステップ2 VCとコンタクトする

VCとコンタクトする際、まず行うことは、VCが信頼する人物からの推薦を得ることです。例えば、ターゲットとするVCのポートフォリオの中で成功した企業、一流の弁護士事務所や会計事務所、銀行等に、VCの信頼する人物がいる可能性があります。こういった人物からの推薦付きでVCを紹介してもらう、あるいは、VCにエクゼクティブサマリー等を送付してもらう等しない限り、多忙なVCが、郵送されてきたビジネスプランやエクゼクティブサマリーなどの書類に目を通すことはありません。

地域によっては、起業家とVCのネットワーキングをサポートする団体や会合もあり、投資家とのネットワーキングを目的としたイベントが多数開催されています。例えば、シリコンバレーでは、AAMA<sup>20</sup>やSVASE<sup>21</sup>といった組織がVCと交流できる機会を提供しています。このような場で、プレゼンテーションを行うことができれば、参加していたVCと後日の面談のためのアポイントメントを取り付けられる可能性が高まります。

---

<sup>17</sup> <http://www.ventureone.com/>

<sup>18</sup> <https://www.pwcmoneytree.com/>

<sup>19</sup> 例えば、ファンドの全体規模が小さい場合、VCは、ポートフォリオを適正化し、リスクを一定程度に抑える観点から、特定の業界／会社に多額の投資をすることは避けようとしています。

<sup>20</sup> <http://www.aamasv.com/>

<sup>21</sup> <http://www.svase.org/>

# JETRO

VC へ自社を売り込むためには、まずエレベーターピッチ<sup>22</sup>で VC の興味を引きつけ、彼らの質問を引き出します。エクゼクティブサマリーも準備しておく必要があります。

## ステップ3 VC へのプレゼンテーション

エクゼクティブサマリーとプレゼンテーション資料を用い、VC に自社を売り込みます。

最初のラウンドであるならば、製品開発等のスケジュールの遅延を考慮して、資金を多めに集めることを心がけるべきです。

エクゼクティブサマリーは、問題、解決策、市場規模、販売戦略とチャネル、競合、経営陣、3 年間から 5 年間の財務計画を盛り込んだ、2 ページ程度の事業計画書です。

プレゼンテーション資料は、8~12 ページ程度に収めます。分量的にプレゼンテーション資料に載せることのできない情報は、質問が出た際にすぐに回答できるよう、バックアップデータとして手持ちで用意しておきます。バックアップデータは、多すぎることはありません。

VC に対して、技術的な実現可能性と市場性を説明することは不可欠ですが、そもそも自社の製品／サービスが、どういった人々の抱えている、どのような問題を解決することができ、また、その問題の解決はどの程度緊急性があるのか(「あった方がよい」のか「至急必要」なのか)等を説明することが肝要です。顧客については、既に一定の顧客層をつかんでいることが望ましいと言えます。経営陣や開発チームの構成・能力、特許によってどの程度、どの範囲まで技術を保護できているか等についても説明を求められます。また、市場での競合についても聞かれますが、不用意に「競合はいない」という回答をすると、VC 側に①市場の将来性が乏しいから競合がないのではないか、あるいは②競合の調査が全くできていないのではないかと受け止められる可能性があることに注意が必要です。

なお、VC とのミーティングで注意すべき点は、VC が競合への投資を考えている可能性があること、また相手の関心を引き付けられなかった場合には、投資しない可能性があることです。VC は普通 NDA(秘密保持契約)の締結には応じませんので、ミーティングにおいて、どこまで機密情報を開示するかについても考えておく必要があります。

## ステップ4 VC による Due Diligence が行われる

VC は、起業家のリファレンスチェックを入念に行います。多くは独自でリファレンスのデータベースを持っています。Due Diligence も時間をかけて入念に行います。エンジェル投資家と違い、VC はチームで行います。顧客や技術の専門家とのミーティングを行うこともあります。最終的には、VC の GP (General Partner) が最終的な判断を下します。通常、Due Diligence には 2 ヶ月から 6 ヶ月かかります。

## ステップ5 デールを交渉する

条件が複雑な場合は、VC は企業の所有権をより多く要求します。

## ステップ6 タームシート(条件規定書)を取り交わす

交渉の最終段階で、取り交わします。通常、VC の場合は、エンジェルによる投資の場合よりも、条件が複雑になります。その他、いくつかの書類が取り交わされます。必要な書類等については、弁護士のサポートを受けることが重要です。

## ステップ7 Stock Purchase Agreement (株式買収契約)を取り交わす

---

<sup>22</sup> エレベーターに乗っている間のような極めて短い時間でアイデアを説明し、先方の関心を引くプレゼンテーションを行うこと。

# JETRO

これにより株を引き渡すこととなります。最終的な法的拘束力を持つ契約書です。

## 2-6-5. 資金調達後のモニター、次ラウンド

投資後の VC は、スタートアップ企業の経営陣と、通常 1 ヶ月に 1 度ボードミーティングを行います。このようなことも、取り交わす書類に記載されます。

米国では創業者が自らの判断で CEO に就任しないこともありますし、VC が投資の条件として、創業者の CEO からの退任を求めることもあります。創業者が CEO のポストにとどまったまま VC からの投資を受けることができたとしても、その地位を維持できるかは、期待されているマイルストーンを達成できるか次第です。米国では、マイルストーンを達成できなかった創業者 CEO を VC が解雇し、新しい CEO に差し替えることはめずらしくありません。

最初のラウンドが成功している場合、一般的に、2 回目は最初のラウンドよりも割り増しで資金を集めることができます。また、事業が順調な場合は、最初のラウンドに参加した VC が次の回にも参加し、次のラウンドの全体の 25% から 50% の資金を出す場合もあります。

次のラウンドに入る前に資金が枯渇したり、次のラウンドを少し待つことで会社の価値上昇が見込める場合には、その間の資金をつなぐために、ブリッジと呼ばれるローンを組む場合もあります。ブリッジのローンを提供する投資家は、利息やワラントを受け取りますが、通常、次のラウンドで優先株に変更されます。

ラウンドが変わる場合、前回のラウンドのリードインベスターが再度リードインベスターに選ばれることはなく、多くの場合、新しく参加する VC の中から、そのラウンドのリードインベスターが選ばれます。Due Diligence はラウンド毎に行われます。

## 2-6-6. エグジット

VC の出資を受けたスタートアップ企業のエグジットは、IPO か売却のどちらかになります。これまでは、IPO をエグジットとしたモデルが普通でしたが、最近は IPO が難しくなっていることから、最初の時点から M&A などの売却をエグジットとしたモデルを考えるケースもめずらしくありません。VC は投資のリターンやいつエグジットができるかを見越して投資しています。エンジェルの場合は、スタートアップ企業に対して自分がどの程度付加価値を与えることができるかといった、投資のリターン以外の要素も考慮して投資しますので、スタートアップ企業のエグジットを長期的なイベントとみなす傾向があります。IPO には周期があり、株式市場の状態、つまり、その時期の経済状況や関連規制の動向による影響を受けます。

## 米国VCが投資した企業のエグジット

| 四半期／年   | M&A総数 | 買収額が開示されたM&A数 | 開示M&A買収額総額(百万ドル) | M&A買収額の平均(百万ドル) | 株式公開数 | 公開額総額(百万ドル) | 公開額平均(百万ドル) |
|---------|-------|---------------|------------------|-----------------|-------|-------------|-------------|
| 2003年   | 284   | 119           | 7,496.1          | 63.0            | 29    | 2,022.7     | 69.8        |
| 2004年   | 346   | 188           | 16,043.8         | 85.3            | 94    | 11,378.0    | 121.0       |
| 2005年   | 350   | 164           | 17,342.5         | 105.8           | 57    | 4,485.0     | 78.7        |
| 2006年Q1 | 107   | 52            | 5,607.5          | 107.8           | 10    | 540.8       | 54.1        |
| 2006年Q2 | 107   | 40            | 4,018.5          | 100.5           | 19    | 2,011.0     | 105.8       |
| 2006年Q3 | 94    | 43            | 3,512.0          | 81.7            | 8     | 934.2       | 116.8       |
| 2006年Q4 | 63    | 26            | 5,630.8          | 216.6           | 20    | 1,631.1     | 81.6        |
| 2006年   | 371   | 161           | 18,768.8         | 116.6           | 57    | 5,117.1     | 89.8        |
| 2007年Q1 | 88    | 31            | 4,640.3          | 149.7           | 18    | 2,190.6     | 121.7       |
| 2007年Q2 | 88    | 36            | 3,910.3          | 108.6           | 25    | 4,146.8     | 165.9       |
| 2007年Q3 | 106   | 54            | 11,203.7         | 207.5           | 12    | 945.2       | 78.8        |
| 2007年Q4 | 93    | 46            | 9,725.8          | 211.4           | 31    | 3,043.8     | 98.2        |
| 2007年   | 375   | 167           | 29,480.2         | 176.5           | 86    | 10,326.3    | 120.1       |
| 2008年Q1 | 108   | 42            | 4,885.2          | 116.3           | 5     | 282.7       | 56.6        |
| 2008年Q2 | 84    | 26            | 3,293.4          | 126.7           | 0     | 0.0         | 0.0         |
| 2008年Q3 | 88    | 32            | 3,080.2          | 96.3            | 1     | 187.5       | 187.5       |
| 2008年Q4 | 62    | 17            | 2,385.9          | 140.4           | 0     | 0.0         | 0.0         |
| 2008年   | 342   | 117           | 13,644.7         | 116.6           | 6     | 470.2       | 78.4        |
| 2009年Q1 | 62    | 14            | 657.3            | 47.0            | 0     | 0.0         | 0.0         |
| 2009年Q2 | 59    | 13            | 2,570.1          | 197.7           | 5     | 720.7       | 144.1       |
| 2009年上期 | 121   | 27            | 3,227.4          | 119.5           | 5     | 720.7       | 144.1       |

(出所)National Venture Capital Association<sup>23</sup>

### IPO

前ページの表は米国のVCから投資を受けたスタートアップ企業のIPO及びM&Aの推移を示したものです。これを見ると、2008年以降はIPOの数が大きく減少するなど、年によってIPOの数にかなりの変動があることがわかります。

IPOを成功裏に行うためにはタイミングが非常に重要なファクターですが、各業界の株式市場の状態による影響を受けますので、タイミングは業界によって異なります。ある業界の株式市場のリターンがよかった時期の直後に、その業界のIPOが増える傾向にあります。

近年、スタートアップ企業が最初の資金を調達してからIPOにかかるまでの時間が、ますます長くなる傾向にありますので、IPOをエグジットに想定する場合には、長期的な視野を持つことが重要です。ハイテク分野に投資している某VCの話によれば、最近のハイテク分野のスタートアップ企業のIPOには、8年から10年かかるということです。また、バイオテクノロジーの分野では、大半がM&Aをエグジットとしているとのことです。

IPOにかかるコストも増加しており、1,000万株で\$100Mを調達するケースでは、\$8.4Mから\$8.8M<sup>24</sup>かかると言われます。主なコストはアドバイザー等に支払われる固定費なので、額の低い資金調達を

<sup>23</sup> [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=464&Itemid=93](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=464&Itemid=93)

<sup>24</sup> The IPO Decision (p37), Jason Draho

# JETRO

する場合、IPO はあまり効率的な選択肢ではありません。さらに、上場後にかかるコストも増加しています。業界関係者の話によると、IPO 後にも年間\$2M から\$3M のコスト(上場会社に係る法規制へのコンプライアンスに関連するコスト等)がかかるために、最低\$100M の売り上げがないと難しいということです。このような周辺事情により、スタートアップ企業が M&A をエグジットとすることはよくあります。

IPO そのものも相当時間がかかるプロセスですので、だいたい 2 年前から準備します。最初のステップは幹事証券会社、弁護士事務所、会計事務所を含む IPO チームを選択することです。

幹事証券会社の仕事は、およそ3つに分かれます。一つ目はオリジネーションとアドバイザーです。具体的には、目論見書(潜在的投資家に対するディスクロージャー書類)を準備し、IPO のタームを決定するためのアドバイスをします。二つ目は、発行に際してのリスクをとることです。実際には、最初の数日のトレードで価格が大きく変動しないようにコントロールする働きをします。三つ目はデストリビューションで、発行株式を販売し、注文をとります。米国での主要な幹事証券会社には、Citigroup、Goldman Sachs、Merrill Lynch 等があります。

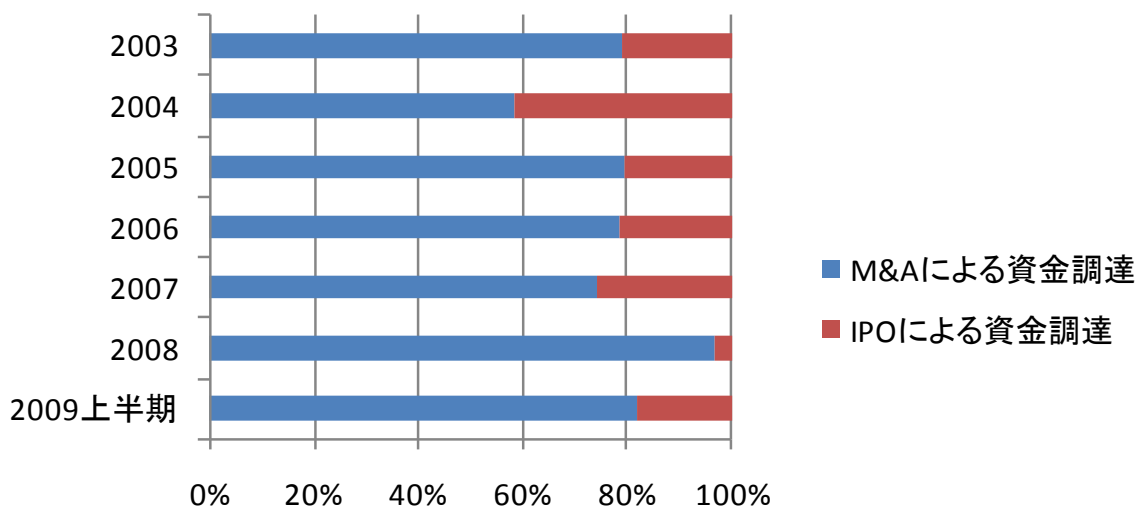
## <IPO のステップ>

1. IPO チームを選択する
2. 同意書の署名をする
3. クワイエットピリオドの開始 (企業が目論見書に掲載されていないことについて発言することを禁じる期間、通常 IPO をしてから 25 日後まで続く)
4. オールハンズ(All-hands)会議の開催 (IPO に関してのスケジュールや IPO チームの役割分担について議論をする会議)
5. 米国証券取引委員会に登録する書類の準備をする
6. 米国証券取引委員会に登録する
7. 米国証券取引委員会が、登録された書類に対してコメントを返す
8. 最初の目論見書を投資家に配布し、ロードショウ(投資家を募るための説明会ツアー)を始める
9. シンジケート(IPO の株を引き受ける証券会社の集まり)を結成する
10. 最終的な登録書類を米国証券取引委員会に提出し、米国証券取引委員会が公募を有効と発表、公募価格の決定をする
11. 上場開始の日
12. クワイエットピリオドの終了

## **M&A**

近年のスタートアップ企業のエグジットの大半は M&A によるものです。下図は、IPO と M&A の資金調達額を比較したのですが、M&A の割合が高いことがわかります。業界によってこの割合は違ってきます。VC にとっては、必要な時期に一定のリターンさえ得ることができれば、IPO にこだわる理由はないので、IPO が難しいと判断した場合には、M&A を選択する傾向にあると考えられます。

## 米国vcが投資した企業のエグジット方法別資金調達割合



出所：National Venture Capital Association

### <M&A のステップ>

(M&A の進め方についての詳細情報は、JETRO が別途作成・公表している「米国での M&A と事業投資に関するガイドブック<sup>25</sup>」を参照してください。)

1. M&A コンサルタントあるいは投資銀行の中から適当な仲介者を選択する。
2. M&A のプロセスタイプの選択をする。
3. 関係資料の準備： M&A コンサルタント／投資銀行は、売却企業とともに「インフォメーションメモランダム」(売却企業の内容をある程度詳細にまとめた資料)を準備します。この中には、売却企業の市場、製品、技術、その他の情報(経営陣の履歴、従業員の数、知的財産、財務状況等)が含まれます。また、最初の打ち合わせに必要なプレゼンテーション資料も作成します。
4. 買収企業候補へのコンタクト： M&A コンサルタント／投資銀行が見込みのある買収企業候補へコンタクトをします。興味を示した買収企業候補に、インフォメーションメモランダムを送付します。
5. 打ち合わせ： インフォメーションメモランダムを送付した後、M&A コンサルタント／投資銀行が売却企業との打ち合わせを設定し、打ち合わせの場で売却企業の経営陣がプレゼンテーションをします。そこで、買収企業候補が興味を示した時には、さらにフォローアップの会議を開きます。
6. タームシート・ネゴシエーション： ある時点で、買収企業候補が最初のオファーを提示します。たいていの場合は LOI の形式を採り、この LOI に基本的なタームや守秘義務／ノンショッピリオド等の条項が含まれることとなります。最初のオファーのままで決まることはほとんどなく、最終決定までには何らかの修正が加えられることとなります。
7. Due Diligence： LOIへのサインの後、買収企業候補は、売却企業についてのDue Diligence

<sup>25</sup> [http://www.jetrosf.org/bic/jp/download/report\\_ma.pdf](http://www.jetrosf.org/bic/jp/download/report_ma.pdf)

# JETRO

を行います。デフィニティブアグリーメント(買収契約書)のドラフトも作成します。これらは、順番に行われる場合と、同時に行われる場合があります。Due Diligenceとしては、通常(1)Business Due Diligence(事業の実態の把握、外部環境の分析、事業構造や業績構造の分析、ビジネスプロセスの分析、競争環境の分析、経営者・経営陣の資質の見極め等)、(2)財務Due Diligence(事業計画の分析、不良資産・簿外債務・偶発債務に係る分析、顧客の集中度に関する分析、追徴課税の可能性や内部統制に関する分析等)、(3)法務Due Diligence(第三者との契約条項についての問題点、ライセンスの取得状況、訴訟関係、コンプライアンス状況に関する分析等)の3つを行います。この過程で問題点がみつかり、買収企業候補は売却企業に対して買収価格の引き下げを求めるか、買収の取りやめを検討することになります。

8. 買収契約書の締結: 買収契約書に署名します。場合によっては、買収企業による M&A のパブリックアナウンスメントが行われます。買収契約書を締結すると、法的に M&A を遂行する義務が発生します。
9. クロージング(経営権の移転、対価の支払い): 買収契約書の締結後、買収監査や種々の法的手続きを完了し、その他契約書にサインを行い、対価の受け渡しなどクロージング条件を履行します。株主承認の取得などもありますので、たいていの場合は数週間かかりますが、大きな Deal になると、政府の承認が必要となるために、数ヶ月かかる場合もあります。
10. クロージング後のインテグレーション: クロージングが終了した後、買収企業は、売却企業を統合します。単体として経営を独立させる場合もあれば、吸収する場合もあります。インテグレーションのプロセスは迅速に行う必要があり、M&A を頻繁に行う会社はインテグレーションの特別チームをもっています。

また、大まかに言って、M&A には以下のような手法があります。

## 【オークション】

典型的なオークションでは、“ブック”という売却企業の概要を詳細に説明したビジネス書類を作成して、買収企業になりそうな複数の会社へ送付します。この際、大まかなタームと締め切りを提示します。興味を示した会社へ、もう少し詳しい内容の情報を提示し、双方の経営者による打ち合わせが行われます。そして、複数の買収企業候補が締め切りまでにオファーを提出して、その中から、もっとも魅力のあるオファーを売却企業が受けるという形式になります。

## 【ターゲットされたソリシテーション】

まず、買収企業になりそうなターゲットのリストを作り、少しずつ順番にコンタクトをして、買収の話を持ち込みます。M&A コンサルタント／投資銀行が直接ターゲットにコンタクトをとり、興味がありそうな会社には、インフォメーションメモランダムを送付します。その後、双方の経営者が打ち合わせを行います。数社が興味を示した時点で、M&A コンサルタント／投資銀行が買収企業候補にオファーを提出するように求め、その後、交渉を始めます。

## 【コントロールセール】

コントロールセールは、オークションとターゲットされたソリシテーションの中間のアプローチと言えます。例えば、売却企業が想定外のオファーを受けて、本格的な M&A のプロセスを続けたくないときに、他の見込みのある買収企業候補にコンタクトするような場合です。

## 【その他の方法】

# JETRO

以上に述べた方法以外に、サトルアプローチがあります。最初はM&Aの話を持ち出さずに、両社を紹介し、その後、お互いに興味があるようであれば、M&Aへと展開する方法です。また、デュアルパスと言われる方法は、資金をVCから調達すると同時に、戦略的パートナーからの投資を募る手法であり、戦略的パートナーとの関係を築いた上で、M&Aへと展開する方法です。これらの方法を採用すれば、最初からM&Aの方法に限定することなく、買収企業候補の関心や意図について調べることができます。優れたM&Aコンサルタント／投資銀行というものは、おしきせのプロセスではなく、顧客のニーズに応じてカスタマイズすることで実力を発揮します。

M&Aにも時間がかかります。財務状態は交渉に影響してきますので、スタートアップ企業は、資金が尽きる前に、早めに判断することが大切です。また、IPOの場合と違って、経営者の大半が変わることになるので、会社のモラル維持や、従業員の引き留め策も重要になります。

なお、M&A以外の手段で資金調達を行う場合、以下のような手法も活用されています。いずれの場合も専門家に相談し、十分理解した上で最適な手法をとることが重要です。

## 【ジョイントベンチャー】

中長期的にお互いの会社のリソース(資金、人材)を共有し、新しい法的な組織を創設します。技術力のある小さな会社が、資金のある大きな会社とのジョイントベンチャーにより、資金、製造能力、販売力等を補完・強化してビジネスを成長させることもあります。

## 【フランチャイジング】

フランチャイズを組織することにより、会社のリスクを軽減しながら、ビジネスを拡大することができます。ただし、ある程度、ビジネスに成功していることが前提となるので、スタートアップ企業には向かない場合があります。

## 【ライセンスング】

契約書を取り交わして、会社の技術や商品を他社にライセンスすることで、リスクを低減しながら迅速に市場へ製品や技術を展開することができます。

## 2-7. 銀行、その他金融機関からの資金調達

銀行やその他金融機関から資金を調達する際には、スタートアップ企業への貸し出しを行っている銀行や金融機関から調達することになります。これら機関は、一般的に\$200K から\$10M の融資をしています。

シリコンバレーのスタートアップ企業が資金を調達する銀行／金融機関と言えば、投資銀行である Silicon Valley Bank や、商業銀行である Comerica Bank、Bridge Bank 等を挙げることができます。ただし、例えば Silicon Valley Bank の場合、同行とのつながりのある VC からの紹介を受けて融資を行うケースがほとんどであり、原則 VC による出資が行われた後に融資を行い、ワラントも求める等、機関によって融資方法に違いがあります。

銀行等から資金を調達する際には、以下の事項について精査されます。

- ・ キャッシュフロー
- ・ 担保(創業者の個人的な資産や売掛金等)
- ・ 返済能力

・ 当該産業における経験

銀行等から資金を調達した場合、当座比率、最低資本が健全か、また黒字経営となっているか等を常にチェックされ、計画の達成度もチェックされます。

スタートアップ企業に対する融資の中で、一般的に利用されるものを、以下の表にまとめました。個々の詳細につきましては、銀行にお問い合わせください。

|   | 種類                                     | 目的   | 融資期間                  |
|---|--|--|-----------------------|
| 1 | 担保ローン(Secured Loan)<br>(現金担保、不動産担保)    | 預金や不動産を担保に、運転資金を借入する                                   | 長期:24-36ヶ月間<br>短期:1年間 |
| 2 | 資産担保貸付<br>(Asset Based Lending)        | 主に、売掛金を担保に、運転資金を借入する(請求書毎に融資することもある)                   | 1年間                   |
| 3 | 無担保融資<br>(Unsecured Line of Credit)    | クレジットカード方式で運転資金を借入する                                   | 1年間                   |
| 4 | 設備機器用ローン<br>(Equipment Loan)           | 機器購入や機器リースのための資金を借入する                                  | 24-60ヶ月間              |
| 5 | スタンバイ信用状<br>(Standby Letter of Credit) | オフィスの大家からオフィス賃貸料の支払い保証や、取引先から契約履行保証を求められた場合に提示する       | 支払い不履行時に、担保から支払われる    |
| 6 | つなぎ融資<br>(Bridge Loan)                 | 長期のローン契約やVC資金の調達が確実な場合に、それらの資金が入るまでの短い期間に必要な運転資金を借り入れる | 最長6ヶ月間                |

## 2-8. SBA(Small Business Administration)からの資金調達

SBA は小規模の米国企業の支援を目的とする米国政府機関の一つです。小規模企業への融資はリスクが高いため、銀行は積極的ではありません。SBA は、直接融資を行うのではなく、小規模の米国企業に対する貸付金に係る債務保証を通じて、銀行等による小規模米国企業への融資を促進しています。以下が SBA の主要プログラムです。

まず、7(a)融資保証プログラムは、当該プログラムに参加する各地の商業銀行等を通じて融資されます。SBA が行う融資保証は貸付金の一部であり、例え利用資格を満たす場合でも貸し手の商業銀行等が貸し付けを拒否した場合には、この制度は利用できません。既存の借入金の返済には使用できないなど用途には一部制約があり、不動産投資業やねずみ講などの一部の業種も対象外となっています。審査においては、企業のビジネスプランと、企業の責任者がチェックされます。企業の責任者が米国人である必要はありませんが、ビザのステータス、クレジットヒストリーは審査されます。また、企業の責任者が自己資金を当該企業に投資していることも求められます。

審査期間として、1ヶ月から3ヶ月を要します。このプログラムにおける最大融資額は\$2M(SBA の最大融資保証額は\$1.5M)であり、月賦で返済していきます。借入期間は運転資金が通常7年(最長10



年)、固定資産は最長 25 年(不動産以外は耐用年数を上限とする)で、返済方法の詳細は貸し出し機関によって決定されることになります。

その他には、融資額が小規模(最大\$250K)である場合に 7(a)融資保証プログラムの審査期間を短くした SBA Express とよばれるローンや、地域の経済発展のために、各地の認定開発会社(CDC: Certified Development Company<sup>26</sup>)を通じて、小規模米国企業の成長や近代化に必要な不動産・設備の購入のための長期融資を行う 504 融資プログラムがあります。さらに、非営利組織を通じて提供される\$35K までの 7(m)融資プログラム(Microloan)もあります。

詳細は SBA のウェブサイトを確認してください<sup>27</sup>。

## 2-9. SBIR/STTR<sup>28</sup>による資金調達

SBIR(Small Business Innovation Research Program)は、ハイテク分野のスタートアップ企業等<sup>29</sup>が利用できますが、外国人は利用できません。SBIR では、米国の 11 政府機関が小規模企業向けに R&D 予算を確保しており、申請した小規模企業が審査に合格すれば、関係政府機関から、第 1 フェーズは最大約半年間で\$100K、第 2 フェーズは最大 2 年間で\$750K の助成金(グラント)を受けることができます。

2006 年には SBIR を通じて\$2.6B もの助成が行われましたが、大変競争が激しいと言われています。申込みから実際にグラントを受けるまで、9 ヶ月から 1 年近くかかることもあります。特にバイオテクノロジーやバイオメディカル分野のスタートアップ企業が、このプログラムを利用しています。

STTR(Small Business Technology Transfer Program)では、米国に立地する研究機関と共同研究するハイテク分野のスタートアップ企業に対して、米国の 5 政府機関が、SBIR と同様の助成を行いますが、SBIR と同じく、外国人は利用できません。SBIR、STTR とともに、米国人を経営パートナーとしている場合に考えられる資金調達方法です。

## 2-10. ブート・ストラッピング(Bootstrapping)

ブート・ストラッピングとは、個人の資金で会社を起し、投資家の助けを借りずに独力で会社を拡大していく方法です。ハイテク分野のスタートアップ企業の中で、この方法で大きく成長した会社はあまりありませんが、事例としてはデルコンピュータが挙げられます。以下、ブート・ストラッピングによる立上げの例を紹介します。

1. マネージメント層がさまざまな役割を兼務する。
2. 必要設備は、中古の家具や装置を購入、もしくはリースする。
3. オフィスは別の会社のオフィススペースを間借りし、その会議室なども利用する。
4. 複数のクレジットカードを利用し、短期ローンの代わりにする。

---

<sup>26</sup> SBA は CDC の発行する債券を 100%保証。

<sup>27</sup> <http://www.sba.gov/services/financialassistance/sbaloantopics/snapshot/index.html>

<sup>28</sup> <http://www.sba.gov/SBIR/>

<sup>29</sup> 従業員 500 名以下。

# JETRO

5. サラリーを支払う必要のないインターンや引退した経営者を雇う。Service Corps of Retired Executives (SCORE)<sup>30</sup>などで紹介してもらう。
6. リースの契約は短期とし、できるだけ長期の契約は避ける。
7. 大口の顧客に装置を購入してもらい、その装置を顧客からリースバックする。
8. サプライヤーやベンダーに対し、代金の代わりに株で支払う。
9. サービスを物々交換する。

---

<sup>30</sup> <http://www.score.org/>

## 3. 資金調達の場合

### 3-1. インターネット関連ソフトウェア開発企業

インターネット関連で IPTV 市場をターゲットとするソフトウェア企業 A 社は、2001 年に、CEO の自己資金でオペレーションを始めました。最初の年は創業者の給与はゼロ。1 年目と 2 年目を通じて、総額 \$300K の自己資金を投入しました。そのほとんどが、従業員の給料に使われ、その他は事務所の賃貸料と設備等に費やされました。売り上げが出始めたのは 2 年目でした。この間、順次従業員を増やしましたが、ほとんどの開発はマレーシアで行ったため、コストを大幅に削減できました。

プロトタイプができ始めた頃に、CEO の知人のエンジェル投資家 3 名より、合計 \$1.5M の資金調達に成功しました。エンジェル投資家から資金調達するまでのプロセスは 1 ヶ月程度で、コンタクトをしたエンジェル投資家の全員が投資を決定したため、それ以上の資金調達活動は必要ありませんでした。その後、会社は数年で黒字化し、追加資金の必要はなくなりました。

### 3-2. 半導体チップ開発企業

画像関連の半導体チップを開発している A 社は、1997 年に設立されました。設立当初は \$200K の資金をエンジェル投資家より調達し、その後 1997 年後半のシリーズ A で複数の VC から \$3M の資金を調達しました。シリーズ A の資金調達には 8 ヶ月程度かかりました。その後、1999 年にシリーズ B で \$17M の資金を VC から調達しましたが、調達期間は 3 ヶ月程度でした。その後もラウンドを重ね、最終的には総額で \$84M の資金を調達しました。

A 社の CEO によると、シリーズ A の資金調達が一番困難であったとのこと。ビジネスプランは創業者と財務担当者で作成し、VC にコンタクトしましたが、最初のプランが通ることはなく、VC からのフィードバックを受けながら、ビジネスプランを変更していきました。

同社のシリーズ A の資金調達においては、ビジネスプランはもちろん、創業者の人間性や、チームの結束力、柔軟性、困難な局面を乗り越えられるかといった点を VC が重視したとのこと。

人間性を変えることは困難ですが、VC と起業家が、ある一定期間、同じ夢を追求する良好な関係を維持できることは重要です。A 社の CEO は、「VC 側が創業者を審査するのと同時に、創業者側もその VC を信頼できるか、相性が合うかといった点をよく見るべきである。」と述べています。

ネットワーク関連の半導体チップを開発している B 社は、シリーズ A で \$15M を調達し、シリーズ B で \$14M を調達しました。その後、シリーズ C では \$15M を調達し、合計約 \$44M の資金調達を行いました。

無線関連の半導体チップを開発している C 社は、最初に シードラウンドで \$1M を調達し、シリーズ A で \$15M の資金を調達しました。つまり、製品も出荷されていないアーリーステージで、合計 \$16M の資金調達が必要だったということです。これらの例からも、半導体チップ開発企業は、インターネット関連のソフトウェアを開発する企業に比べて、多額の資金を必要とすることがわかります。

### 3-3. 創薬系バイオ企業

創薬系バイオ企業である A 社は、2004 年のシリーズ A でエンジェル投資家と VC から \$2M の資金調達をしました。この時は、30 の VC にコンタクトするなど、資金調達までに約 1 年を費やしています。臨床試験にたどり着くまでに、更に \$30M 程度の追加資金が必要になるとのことです。

A 社の CEO は、大学入学時に渡米、博士号取得の後、大手製薬会社で経営に携わった経験があります。退職後に事業を興しますが、最初のシード資金の調達に成功するまでの 6 ヶ月間は、自らの貯蓄 (\$70K) を切り崩して会社を運営しました。エンジェル投資家や VC には、知人を通じてコンタクトしたそうですが、資金調達にあたっては、日常の経営に費やす時間に加え、投資家一人一人とパーソナルな関係を築いていくための時間が必要となり、時間の管理に一番苦勞したそうです。

同社が資金調達する際に VC が重視した点は、現在までのマイルストーンを達成できているのか等のトラックレコードと、複合型のビジネスモデルであったため、どのタイミングで、どの製品を出せるかといった点でした。

A 社の CEO は、「科学者は技術にフォーカスしがちであるが、投資家との関係構築に注力することも忘れてはならない。また、ビジネスプランの内容も、技術要素だけではなく、市場性や市場戦略にもフォーカスする必要がある。」と述べています。

現在、医薬品製造受託を手がける B 社の創業者は 1986 年に渡米し、バイオケミストリーの修士号を取得後、大学や有名な製薬会社の研究者として経験を積みました。その後 MBA を取得し、バイオ系スタートアップ企業で数年間コンサルタントとして働いた後、2003 年に起業しました。最初の資金調達の開始は起業から 2 年後であり、調達額は \$1M でした。

同社は、当初、創薬系バイオ企業としてスタートしましたが、過去にビジネスモデルを 3~4 回変更し、医薬品製造受託というビジネスモデルに至っています。

VC からの資金調達に成功するまでは、創業者とチームの個人的な資金を使って、事業を進めてきました。創業者は、平行してコンサルタント業を営み、そこで得た収入の一部を会社の資金に充当しました。出資を受けた VC は、エンジェル投資家が 7 人集まって設立した組織で、ファンドを運用しており、その中の 1 人がリードインベスターとしての役割を担っています。

B 社の創業者は、「起業の際の計画よりも、資金は 3 倍、時間は 3 倍予定しておくべきである。またビジネスプランも、順調に進まない場合は、柔軟に修正していくことが大切である。」と述べています。

たんぱく質に関連したソリューションをバイオテクノロジーの会社に提供し、また自社で創薬の研究開発を行っている C 社の創業者は、医師免許を中国で取得した後、米国で修士号と博士号を取得しました。その後、大学の教授等を経て、大手製薬会社の R&D 担当 Director となり、大手製薬会社のスピンオフの CEO を勤めた後に、1998 年に起業しました。

シード資金としては、知人からの投資と自己資金で、合わせて \$165K 程度を用意しました。1 年間の開発の後、さまざまな企業に IP のライセンスを持ちかけました。その結果、中国企業 1 社とジョイントベンチャー (JV) を設立し、\$300K 相当の株を取得しました。その JV が開発費を負担し、製品開発を行いました。

2000 年のシリーズ A では、エンジェル投資家から約 4 ヶ月かけて \$1M を調達しました。その後、2002 年のシリーズ B では、2~3 ヶ月かけて、エンジェル投資家と VC から \$2M を調達しました。その際、ビジネスモデルも変更しました。2003 年のシリーズ C あたりから利益が出るようになりました。

C 社の創業者は、「資金調達においては、チームが経験豊富であり、トラックレコードがあり、人物的にも問題ないことを証明するのが大変だった。確実に知的財産が保護できているかという点に加え、優れ

# JETRO

たビジネスプラン、すなわち明確な市場性、チームの競争力、技術の優位性や価値、タイミングが説明されているビジネスプランが重要である。」と述べています。