

情報技術系スタートアップ企業の起業支援モデルとベンチャーファイナンス実務の進化



森・濱田松本法律事務所 弁護士

増島 雅和

■ 1. はじめに

ドットコムバブルがはじけた2000年から10年余りの間に、情報技術（IT）系スタートアップ企業を取り巻く起業環境は劇的な変化を遂げた。これは、情報技術業界自身が生み出したテクノロジーの急速な進歩と新たなプラットフォームの出現、そしてそれらを踏まえて開発された新たな起業支援モデルの出現と、ベンチャーファイナンス実務の進化が有機的・連続的に発生することによって生じた現象である。

— <目次> —

1. はじめに
2. 背景
3. 新たな起業支援モデル
4. ファイナンス実務の進化
5. 我が国の現状

本稿では、こうした変化を生み出した背景と新たな起業支援モデルの概要を説明しつつ、これらもたらしたベンチャーファイナンス実務への影響について、主としてシリコンバレーを中心とする米国の状況を解説し、最後に我が国の現状について概説したい。

なお、本稿のうち意見にわたる点は筆者個人のものであり、所属する団体等のものではない。

■ 2. 背景

情報技術系スタートアップ企業を取り巻く環境変化の根本的な要因は、情報技術業界自身が生み出したテクノロジーの劇的な進歩によるものである。具体的には、起業コストが大きく低下したこと、顧客獲得のためのアプローチが容易になったこと、マネタイズの仕組みが整備されたことの3つが大きな要因と考えられている（注1）。

第1の起業コストの低下は、主としてハードウェアとソフトウェアの利用コストの低下を要因とする。たとえば、1995年から2000年にかけてのドットコム時代には、情報技術系分野で起業するためには、まずもってサーバを自ら調達する必要がある、そのための資金調達が必要であった。現在は、仮想化技術の進展により、スタートアップ企業はもはやこうしたコンピュータリソース（資産）を自ら所有する必要がなくなり、これらのリソースをインターネット経由で利用量に応じて調達すれば足りるようになった（注2）。

また、開発や事業に用いるソフトウェアについても、従来は各従業員に有償のソフトウェアライセンスを購入する必要があったが、現在は、高品質のオープンソースのソフトウェアが広く普及し、開発面でも事業面でも無償の有用なソフトウェアを手にすることができる。

さらに、従来のスタートアップ企業の重要な固定費項目としてオフィス賃料があったが、現在は、フリーアドレス制で自身のコンピュータを持ち込んで仕事することを前提としたコワーキングスペース（共有・協業オフィス）が各所に開設されたことにより、オフィス賃料の負担も軽減されている。

その結果、固定費項目は実質的に人件費に限られるというのが、現在の情報技術系スタートアップ企業の実態である。これについても、開発メンバーを創業メンバーに絞り、当面の間従業員を雇用しないことにより、起業に必要なコストは、ファイナンスに至るまで

の間の創業メンバーの生活費程度にまで削ることができる。

第2の顧客獲得のためのアプローチの変化は、オンライン広告の普及にある。たとえば、Google AdWordsは、検索結果に連動した広告を極めて安価に表示させることができるし、Facebook広告は、Facebookページを通じてファンを獲得し、これを顧客に転化させるための仕組みを提供する。これまでは、顧客獲得のために自らキャンペーンの場を用意し、そこに顧客を誘引するための仕掛けを考案する必要があったが、こうした検索エンジンやSNS（ソーシャルネットワーク）のサービス提供者のプラットフォームを利用することで、顧客獲得コストを大きく下げることができるようになった。これらは、基本的にインターネット上で行うことができるため、高いインターネット技術があれば、対面での営業能力は必ずしも問われない。

第3のマネタイズの仕組みは、様々なインターネット上の課金プラットフォームや資金決済サービスの登場に関連する。すなわち、ショッピングカートなど電子商取引のシステムは、現在はAPI（注3）として誰でも安価に導入することができるし、ゲームその他のコンテンツは、AppleやGoogleなどのアプリケーションストアで容易に販売することができる。また、資金決済についても、PayPalやクレジットカードによる決済代行業者のサービスを利用することにより、スタートアップ企業でもユーザから直接対価の支払いを受ける

ことができる。

こうした起業と事業化にまつわるコストやその他の周辺の課題が情報技術によって解決されたことにより、スタートアップ企業の競争力は、顧客に支持される製品・サービスをいかに早く開発できるかという本質部分が問われることになる。迅速な開発のためには、製品・サービスの開発・改良アイデアを持つ創業メンバーが、同時に開発技術を持っていることが必要となる。

このように、起業環境の変化は、スタートアップ企業の競争力を、これまで以上に創業メンバーの能力、特に情報技術能力の優劣に求める傾向を生んでいるといえる。

■ 3. 新たな起業支援モデル

既述のような起業環境のもと、シード・アクセラレータ・プログラムと呼ばれている、情報技術系スタートアップ企業に対する新たな起業支援モデルが生まれ始めている（注4）。

シード・アクセラレータ・プログラムの嚆矢は、シリコンバレーのマウンテンビューに本拠を構えるY Combinatorが2005年に開始した活動である。

Y Combinatorが登場する前のスタートアップ企業の起業支援（インキュベーション）機能は、大学などの公的な主体によって担われることが多かった。たとえば、Googleなどは、創業者であるラリー・ページ氏とサーゲイ・ブリン氏がスタンフォード大学博士課程

在学中、その研究成果をもとに設立されたのは有名な話である。これは、事業モデルを描く前の技術シーズ（アイデア、構想）しか存在しない段階では、有償の起業支援サービスの提供を望むことは難しいため、大学や地方自治体などの公的な主体が、オフィスや研究所などの施設支援や、パートナーとのマッチングなどの運営支援などを無償に近い形で提供することで、事業創出基盤を担っていたという事情がある。

これに対し、Y Combinatorは、情報技術系スタートアップ企業を取り巻く企業環境が、前述のとおり大きく変化したことを踏まえ、インキュベーション事業をシステム化し、いわばスタートアップ企業の工場となることを目指した。

すなわち、情報技術系スタートアップ企業ないしその起業家予備軍が集積するシリコンバレーで、年2回プログラム参加者を募集し、数十社程度（2012年夏期プログラムでは82社）の創業チームを選別、これに少額（平均18,000米ドル（注5））の投資を行うと同時に、約3ヶ月程度の教育プログラムを提供する。教育プログラムでは、主にハイエンドなプロフィールを持つ指導者（メンター）との人脈作りの支援から、事業プレゼンテーション（ピッチと呼ばれる）の技術指導、スタートアップ企業の運営に必要なファイナンスや税務・法務の知識の提供などを行う。教育プログラムの仕上げは、プログラム期間中に開発した製品・サービスをエンジェル投資家やベ

ンチャーキャピタルに対してプレゼンテーションする「デモデー」と呼ばれるイベントである。デモデーには、メディアも招待され、プログラム参加者のうち優れた製品・サービスの開発者は、投資を受ける機会を得ると共に、製品・サービスをメディアに取り上げられる機会をも得ることになる。

教育プログラムを同時期に多数のチームに提供するの、もちろんこれによってメンタリングを効率化することもあるが、同時期のプログラム参加チームが、デモデーに向けて切磋琢磨して製品・サービスの開発に取り組むことで、相乗効果を発揮することをも狙っているものである（注6）。

Y Combinatorのプログラムには、2005年の開始以降460社超が参加しており、プログラムを卒業したスタートアップ企業には、Airbnb、Dropbox、Herokuなど、成功を収めている企業が多く含まれている。なお、現在米国には、少なくとも60超のシード・アクセラレータが存在するようである（注7）。

■ 4. ファイナンス実務の進化

シード・アクセラレータによるインキュベーション事業の興隆は、既に高度な仕組みのもとに確立している米国のベンチャーファイナンスの実務に、更なる進化を促している。

(1) リーン・ファイナンス・モデル

事業創出は、一定の価値仮説に基づき策定

された新たな（しばしば既存の事業モデルを破壊するような）事業モデルの有効性を検証するフェーズと、検証された事業モデルを実践し、スケーラブルな（規模の利益を追求できる形態の）事業に成長させるフェーズとに分かれる。スタートアップ企業は、スケーラブルな事業への成長が見えてきた段階で、更なる投資を得るために資本市場にアクセスするべく、組織を整え、しかる後に上場にこぎ着ける。新たな事業モデルの有効性を検証する過程こそが、スタートアップ段階の企業の重要な活動である。

このような考えのもと、シード・アクセラレータが想定する情報技術系スタートアップ企業の典型的な事業戦略は、第1に、創業メンバーがユーザに認められると仮説付けている新たな価値が、本当にユーザが欲するものであるかどうかを、可能な限り早く、かつコストをかけることなく検証することに焦点が置かれる。

そのための方法論として、卓越した情報技術能力を持つエンジニアを創業メンバーに擁することを前提に、とにかく早期に最低限稼働する製品を制作し、これをアーリーアダプター（注8）に利用してもらって、そのフィードバックを得ながら迅速に製品の改良を続けることを求める。その過程で、仮説付けられた新たな価値がユーザに認められるものであるかの検証を、客観的な測定基準に基づいて行い、場合によっては市場を変えるなど事業モデルを変更しながら（ピボットと呼ばれ

る。)、ユーザ数を増やしていき、更なる投資を行えば収益化が可能であるという状態にまで事業モデルを練り上げることになる(いわゆるリーン・スタートアップ・モデル。リーンは、元々は「ぜい肉がなく引き締まった、痩せた」だが、ここでは「効率的な、スピーディな」の意)。

セグメント化されたユーザ基盤は、ユーザ自身に対して直ちに課金することができなくても、そのセグメントをターゲットとする他の企業にとって、潜在的に大きな価値を持つことがある。十分にスケラブルな事業として展開することが見込める事業であれば、更なる投資を募って株式公開を目指して事業拡大を行うことを考えるが、事業モデルによっては、株式公開に至るまでの時間やコストなども併せて考慮すると、他の企業への早期の統合が最適な事業戦略となる場合も多い。

ベンチャーファイナンスは、スタートアップ企業の事業戦略を実現するための資金を調達する手法であるから、スタートアップ企業の事業戦略が従来のものとは異なるのであれば、資金調達の戦略も、これに応じた変化を免れない。このような考え方から、設立当初は極力調達金額を小さくして、資金が枯渇する前に仮説検証のフェーズを完了させ、事業モデルの有効性が客観的な測定基準に基づき検証できた段階で、スタートアップ企業に有利なバリュエーションで、ベンチャーキャピタルから大型の資金調達を行うというファイナンス戦略が提唱されている(いわゆるリー

ン・ファイナンス・モデル)。リーン・ファイナンス・モデルに従ったファイナンス条件は、特に早期の事業売却によるエグジット(投下資金の回収)をにらんだものとなっている点にも特徴がある。

(2) シードマネーの調達方法

(ア) エクイティvs.

コンバーティブル・ノート

リーン・ファイナンス・モデルによる場合、当初資金(シードマネー)をどのような仕組みで調達するかについて、シリコンバレーを中心とする米国のスタートアップ業界で論争が巻き起こっている。

論争の契機は、Y Combinatorの創設者の1人であるポール・グレアム氏が2010年夏にTwitter上で、Y Combinatorのプログラムに参加したあらゆるスタートアップ企業がコンバーティブル・ノート(注9)によって資金調達を行ってきたことを背景に、シードマネーの調達方法としてコンバーティブル・ノートに軍配を上げたこと(注10)に端を発するといわれている。これを契機に、シードマネーは優先株式によって調達すべきか、コンバーティブル・ノートによって調達すべきかについて大論争が生じた。

(イ) エクイティによる調達の得失

米国を含む諸外国のベンチャーファイナンスは、これまで原則として優先株式によって行われていた。優先株式を用いる理由はいく

つかあるが、その主たる理由は、投資の対価として引き渡す株式を優先株式とすることで、優先株式の発行後における普通株式の価値を優先株式の価値よりも低くとどめ置き、これにより従業員らに付与する税制適格ストック・オプションの行使価値を、投資家が優先株式の取得のために支払った1株当たり価値よりも低く設定できるようにすることで、ストック・オプションが持つインセンティブを高く維持することにあると考えられる。

株式を発行する場合、投資額に対して何株の株式を割り当てるかを決定しなければならないため、当然のことながら1株当たりの発行価値を決定する必要がある。ベンチャーファイナンスにおける1株当たりの発行価値は、投資の直前における企業価値（プレマネーバリュエーション）を完全稀釈化後の株式数で除して算出されるから、株式による資金調達を実施することは、すなわちその時点の企業価値を投資家との間で合意する必要があることを意味する。

しかしながら、シード段階でまだ事業モデルの有効性も検証されていないスタートアップ企業に対して、投資家と起業家はその企業価値につき合意に至ることは難しい（注11）。シード段階で企業価値を過大評価してしまった場合、次のファイナンスでシード段階よりも企業価値が低くなってしまう可能性があり、このような事態（ダウンラウンドファイナンス）に陥ると、次のファイナンスの難易度が上がってしまうという問題もある（注12）。

また、優先株式による投資のための契約関連書類はそれなりに複雑なものであり、調達額にかかわらず一定の弁護士費用がかかることになるが、リーン・ファイナンス・モデルによる場合、その調達額の少なさから、優先株式の契約関連書類の作成に必要な弁護士費用の支払いに合理性を保ちづらいという事情もある。

（ウ） コンバーティブル・ノートによる 調達の得失

従来型の優先株式による資金調達をリーン・ファイナンス・モデルに当てはめた場合に生ずる問題点を克服するために考案されたのが、コンバーティブル・ノートによるシードマネーの調達である。

ベンチャーファイナンスの実務において、コンバーティブル・ノートは、たとえばシリーズA優先株式を発行後、シリーズB優先株式を発行する前の段階で資金繰りに困難が生じた場合に、将来のシリーズB優先株式によるファイナンスに際して、一定のディスカウント価値でシリーズB優先株式に転換することができるコンバーティブル・ノートを発行するという、ブリッジファイナンス（つなぎ融資）の目的で用いられるのが一般的であった。コンバーティブル・ノート方式は、これをシードマネーの調達に応用しようとするものである。

コンバーティブル・ノートを用いる利点として、第1に、証券発行時に企業価値につき投資家と合意する必要がないことが挙げられ

る。すなわち、コンバーティブル・ノートは負債であるため、(少なくとも米国の実務では)発行時には元本額と利率、そして満期が決まっていればよい。その上で、将来における優先株式ファイナンスの際に、新規投資家との間で合意した企業価値から算出される優先株式1株当たりの発行価額に一定のディスカウント(たとえば20%)をした額を、コンバーティブル・ノートの投資家に対する1株当たりの発行価額と定めることによって、スタートアップ企業のバリュエーションに関する問題を将来に先送りすることができる。

第2に、コンバーティブル・ノートは満期までの期間が比較的短く(1年から1年半程度)、またエクイティと異なり、転換が生じるまでの間、元利金の返済に関する権利を留保することになるため、企業の外部ガバナンスに関する条件を仔細に決定する必要性が乏しいことなどから、契約関連書類が優先株式の場合と比べて相当程度シンプルであることが挙げられる。これにより、書類の作成にかかる時間も短く、弁護士費用も低額ですむ。この点で、リーン・ファイナンス・モデルのもとで迅速に少額投資を募る場合のフォーマットとして、コンバーティブル・ノート方式は適格的であるといえる。

以上、コンバーティブル・ノートによる調達には、バリュエーションの問題を回避できること、契約関連書類の作成コストが低額であること、すばやく投資を受けることができることといった利点が認められ、これらはリ

ーン・ファイナンス・モデルのもとでの資金調達が持つべき性質に適合的なものといえる。

他方で、コンバーティブル・ノートは結局は負債である。シードファイナンスにおけるコンバーティブル・ノートの典型的な条件には、①満期前にエグジット事由が発生した場合には、ノートを普通株式に転換することができ、ノートの元利金相当額を、あらかじめ定められたキャップ金額をその時点の完全希釈化後株式数で除した数の普通株式を、ノート投資家に対して発行すること、②満期前に一定金額以上の資金調達(適格資金調達)を行う場合、新規投資家に対して発行する優先株式の1株当たり価額の一定割合(たとえば20%)のディスカウントをした額か、又はキャップ金額をその時点の完全希釈化後株式数で除して得られる額のうちのいずれか低い価額で、新規投資家に対して発行する株式と同じ種類の株式(又はこれと普通株式の組み合わせ)を、ノートと転換することができる旨が規定されている(注13)。これらのイベントのいずれも生じず、かつ満期までに元利金を返済することができない場合には、ノート投資家は、契約上、ノートをデフォルトさせた上で、その元利金の返済を請求することができることになる。通常、スタートアップ企業は返済原資を持っていないから、このような請求がなされた場合、企業は債務超過のまま倒産し、その資産は投資家ら債権者に対する債務の返済原資に回る。以上のような権利義務関係にあるため、ノート投資家は、スター

トアップ企業の倒産に替えて、起業家や従業員等が保有するすべての普通株式をスタートアップ企業が無償取得した上で、ノートを普通株式に転換する取引（いわゆる100%減増資）を事実上強制しうる立場にある。

開発が一定程度順調に進んでいる場合、有利子負債が想定どおり株式に転換しさえすれば、財務内容が改善し、そのバリュエーションはともかく新たな投資を受け入れて再び成長軌道に乗る可能性がある事業を、ノート投資家は起業家の損失のもとで丸々手に入れることが可能ということになる。

シリコンバレーにおけるベンチャーエコシステムに長期的にコミットしているノート投資家は、自らの評判の低下を危惧してそのような行動には出ないことが暗黙の了解事項となっているが、ノート投資家はその暗黙の了解事項に従うことが仕組み上十分に担保されていない点に、コンバーティブル・ノート方式の欠点が存在するということはいえそうである。

また、前述のとおり、シードファイナンスに標準的なコンバーティブル・ノートには、エグジット時及び適格資金調達時のバリュエーションにキャップ金額がかかっている。スタートアップ企業が想定以上に高く評価された場合、転換比率を算定するためのバリュエーションにキャップ金額がかかる結果、エグジット時又は適格資金調達時の実際のバリュエーションが高ければ高いほど、ノート投資家は有利な条件で株式への転換が認められる

ことになる。この条件をもって、コンバーティブル・ノート方式は起業家に不利であるという見解も存在する（注14）。

（エ）新たな流れ

以上のとおり、シードマネーの調達手法として検討されてきた優先株式方式、コンバーティブル・ノート方式のいずれも利害得失があり、いずれがリーン・ファイナンス・モデルにおける調達方法として適切かは、一概に言いえない状況にある。

シリコンバレーでは、近時、上記の得失を踏まえて、優先株式方式、コンバーティブル・ノート方式の双方から、それぞれの欠点の一部を解消するような修正を施した調達方式が提唱されている。

第1に、優先株式方式について、これまでのベンチャーファイナンスの契約関連書類を再度見直し、リーン・ファイナンス・モデルを念頭に、重要性が低い条項を極力削ってスリム化したもの（シリーズAA優先株式などと呼ばれる。）が提唱されている（注15）。これによって、契約関連書類の作成コストを削り、かつ迅速な優先株式ファイナンスを実現することを狙ったものと考えられる。

但し、株式を発行するものである以上、この方法ではバリュエーションの問題は解消されない。また、優先株式の契約関連書類は、シードラウンドのみならず、その後のラウンドにおいても、その内容が修正されて用いられることになる。シードラウンドの都合のみ

によってスリム化すると、そのしわ寄せはその後のラウンドの契約書作成費用に転嫁されることになる。そのようなファイナンス方式が、スタートアップコミュニティ全体にとって望ましいものであるかどうかについては、議論の余地があると思われる。

第2に、コンバーティブル・ノート方式をベースに、その条件から満期と利息の概念を取り除いたコンバーティブル・エクイティという方式が提唱されている(注16)。このエクイティは、あたかも我が国における匿名組合出資のように、株式ではないエクイティの性質を有する有価証券と位置付けられている。これにより、次のラウンドまでバリュエーションの問題を先送りしつつ、株式への転換がなされなくてもデフォルトを起こさない資金調達が実現できるとされている。

コンバーティブル・エクイティ方式は、2012年8月31日に公表されたばかりの資金調達方式であり、本稿執筆時点ではまだ十分な批判的検証にさらされていない。なお、本稿執筆時点の条項を見る限り、スタートアップ企業は解散してしまえば、エクイティ・ホルダーに対し、元本返済義務を負わず、かつ残余財産の分配義務も負わないようにも見えるため、スタートアップ企業の機会主義的な行動を防止する観点から、支配権移転事由の発生時のみならず、解散等の清算事由が生じた場合にエクイティ・ホルダーが保有する権利を明記することは考えられるだろう。

■ 5. 我が国の現状

我が国においても、ここ2年程度の間、シード・アクセラレータの事業モデルを強く意識した投資機能を持つベンチャー支援業者が次々に出現している(注17)。いずれも、起業家ないしその予備軍を掘り起こし、起業に必要なファイナンス、法務、税務知識の提供、ネットワーキングイベントやピッチコンテストの開催などを通じて、インキュベーション機能を果たしており、事業者によってはコワーキングスペースを提供するなど、施設支援にまで乗り出している事業者も存在する。

これらベンチャー支援業者の投資条件は、我が国における旧来型のベンチャー投資スタイルである普通株式による投資、米国におけるコンバーティブル・ノート方式を参考にした株式転換性負債による投資、優先株式による投資など様々であるが、米国におけるものほど合理的にはできていないものも散見される。

我が国において、シリコンバレーにおけるような投資手法の高度化やイノベーションが十分に生じない理由の一つとして、シリコンバレーで一般的に見られるような、(投資家側ではなく)起業家側の利益を擁護するプレイヤーや専門家が不足していることが挙げられる。ベンチャーファイナンスは、新たな事業モデルを追求することによる損失リスクとアップサイドの利益を投資家と起業家・従業

員等との間でどのように分配するかを定めるものであり、その均衡は、ベンチャーコミュニティ全体のエコシステムが持続可能な形で回り続けられる点に求められる必要がある。この均衡点の模索は、投資家側と起業家側の双方が、エコシステム維持・確立の観点から望ましい条件を提案し、双方がそれを検証していく中で行われるべきものと考えられる。資金リソースが少ない起業家サイドの利益は、かつてのスタートアップ起業家でありエグジットまでたどり着いた成功者たる起業家が、その擁護者として適任であるが、必ずしも十分な形でそのような機能を果たしているとはいえないというのが我が国の現状であるように思われる。

情報技術の飛躍的發展により、現在、世界的に情報技術系分野で新事業創出のための活動が活発に行われている。我が国の製造業を中心とする既存産業が構造的な比較劣位に置かれつつある中で、新事業創出のための持続可能なシステム作りは、我が国の産業・経済の復活を期する上での再重要アジェンダの1つであると考えられる。

本稿が、念いを同じくする読者に少しでも新たな視点を提供するものとなれば幸いである。

(注1) Paul Miller and Kirsten Bound “The Startup Factories—the rise of accelerator programmes to support new technology ventures,” 2011, NESTA (<http://www.nesta.org.uk/library/documents/StartupFactoriesv18.pdf>)

(注2) たとえば、アマゾンウェブサービス (AWS) が提供するクラウドサービスでは、一定範囲のコンピュータリソースを1年間無償で提供している。

(注3) API (application program interface) とは、ソフトウェア (アプリケーション) を作成するに当たって、そのプログラムの手間を省くために用意された命令・関数のセット集 (正確には、集合) をいう。

(注4) シードは、元々は「種 (たね)」の意だが、ここでは起業の最も初期の段階を指す。

(注5) 5,000米ドルに、創業者メンバー1名当たり5,000米ドルを投資し、Y Combinatorは2から10%程度の持分を取得する。

(注6) Y Combinatorのプログラムの詳細については、同社ウェブサイト (<http://ycombinator.com/atyc.html>) を参照。

(注7) 2012年7月にJed Christiansen氏により、シード・アクセラレータに関するデータベースが公表された (<http://www.seed-db.com/accelerators>)。同サイトによると、データベースは、テクノロジー系ウェブメディアのTechCrunchが運営するCrunchBase (<http://www.crunchbase.com/>) の提供するAPIを利用して作成されている。

(注8) 新製品を完成度が十分でないことを許容した上で一般人よりも早期に利用することを厭わない、技術感度の高いユーザーを指す。

(注9) 我が国の会社法でいうところの転換社債型新株予約権付社債 (いわゆる転換社債) に相当する株式転換性負債であるが、シリコンバレーのき

わめて柔軟性の高いコンバーティブル・ノート
を転換社債と表記することには実務的に違和感を感じ
るため、本稿では「コンバーティブル・ノート」
の用語を用いている。

(注10) “Convertible notes have won. Every
investment so far in this YC batch (and there
have been a lot) has been done on a convertible
note.” ([https://twitter.com/paulg/statuses/
22319113993](https://twitter.com/paulg/statuses/22319113993))

(注11) 起業家は、その事業モデルの有効性を確信
しているからこそリスクをとって起業に踏み切っ
ているのであり、その有効性が検証されていない
ことによる不確実性を根拠に大幅なディスカウ
ントをして企業価値を算定する投資家と、価格の上
で折り合うことが困難なのはある意味当然とい
える。

(注12) 優先株式の条項に稀釈化防止条項が組み込
まれているのが一般的である。同条項は、将来の
資金調達で発行価額を下げたファイナンスを実施
すると、既存優先株式の普通株式への転換比率を
既存優先株主に有利な形で調整する旨が定められ
ている。ベンチャーファイナンスは、原則として
完全稀釈化後の株式数を前提として投資家に様々
な権利が付与されているため、稀釈化防止条項が
トリガーすると、起業家ら普通株主の権利が少な
からず稀釈化することになる。当然のことながら、
既存投資家と新規投資家の企業価値の取り分への
対立も先鋭化するため、そのファイナンスの実現
の難易度は上がることになる。

(注13) シード段階のファイナンスに用いられるコ
ンバーティブル・ノートの条件の詳細については、
拙稿を集めたウェブサイト「Startup Innovators」
(<http://startupinnovators.jp/>) 中の「シード段
階のブリッジファイナンス」の記事を参照。

(注14) たとえば、Mark Suster氏の投稿 ([http://
techcrunch.com/2012/09/05/why-convertible
-notes-are-sometimes-terrible-for-](http://techcrunch.com/2012/09/05/why-convertible-notes-are-sometimes-terrible-for-startups/)

startups/) を参照。

(注15) Y Combinatorが提唱するシリーズAA優先
株式 (<http://ycombinator.com/seriesaa.html>)、
Founder Instituteが提唱するプレーン優先株式
(<http://fi.co/posts/69>)、Fenwick & Westが提唱
するシリーズシード優先株式 ([http://www.
seriesseed.com/](http://www.seriesseed.com/)) などがある。

(注16) 具体的な条件は、これを提唱するFounder
Instituteのウェブサイト (<http://fi.co/posts/690>)
参照。

(注17) 株式会社Open Network Lab ([http://onlab.
jp/](http://onlab.jp/))、MOVIDA JAPAN 株式会社 ([http://
www.movidainc.com/](http://www.movidainc.com/))、Incubate Fund ([http://
incubatefund.com/](http://incubatefund.com/))、B Dash Ventures株式会社
(<http://bdashventures.com/>)、株式会社サムラ
イインキュベート ([http://www.samurai-
incubate.asia/](http://www.samurai-incubate.asia/))、株式会社サンブリッジグローバ
ルベンチャーズ (<http://www.sunbridge-gv.jp/>)
など。

