



TMI Associates

Startup Insights Vol.1 April 2022

2021 Japanese Global Investment Activity

Powered by
 PitchBook

はじめに

コロナ禍が世界中に拡がりはじめた 2020 年末から 1 年がたった 2021 年。コロナ禍は収まるところを知らず、期中から広まったワクチン接種により一時は収束に向かうかと思われたものの、オミクロン株の流行もあり、世界中が引き続き振り回された 1 年であったように感じられます。

そのような中でも、「スタートアップ」という切り口から覗いた世界は、コロナ禍の当初に予想せざるを得なかった、「ドットコムバブルやリーマンショック後に数年にわたって続いた苦難の時期」とは全く違う世界が広がっていました。世界中で当たり前のように行われるようになったリモートワークに必要な・有用な SaaS の隆盛に加え、コロナ禍を契機として世界各国で行われた財政出動に伴う豊富な資金を背景に、Emerging Companies には、「Before COVID-19」よりもむしろ多くの資金が流入することとなり、業界全体として活況を呈した一年になったと言えます。

当事務所が関与する機会をいただいた日本並びに米国及びイスラエルやアジア、アフリカ等の諸外国におけるスタートアップに対する投資案件や買収案件も、このような状況の影響を受けて、2021 年はその数が飛躍的に伸びることになりました。また、以前はあまり一般的でなかった日本のスタートアップによる海外投資家からの資金調達への圧倒的な増加など、その内容も多岐にわたっており、法律実務家の肌感覚としても、スタートアップ界隈は引き続き活況を呈していた一年であったことを実感しています。

このような肌感覚を含めた法律実務家の視点を、実際の案件データとともに言語化・視覚化し、日本のスタートアップ業界の発展の一助となることはできないだろうか——このレポートは、常日頃スタートアップ実務に従事する当事務所のチームメンバーから自然と湧き上がってきたこのような意見を基に、編集されたものです。

当事務所シリコンバレーオフィスが所在するスタートアップの聖地ともいべきシリコンバレーでは、スタートアップ実務をサービスの柱に据える法律事務所が規模の大小を問わず多数存在し、法令情報のみならず、実務動向、資金調達動向、マーケット情報等々、数多の情報を日々発信し、スタートアップのエコシステムにおいて大きな役割を演じています。本レポートの執筆者の一人である竹内が約 2 年半にわたりお世話になり、当事務所シリコンバレーオフィスの実務の礎を築くチャンスを提供してくれた Wilson Sonsini Goodrich & Rosati をはじめ、Cooley、Fenwick West、Goodwin、Gunderson Dettmer に代表されるスタートアップ業界で名声を響かせる法律事務所が、自身のクライアントが関与した資金調達案件の情報を整理してその動向をまとめたり、データ提供会社と共にレポートを公表したりするなど、積極的に情報発信に努め、スタートアップのエコシステムに貢献している姿は、同じ法律家として尊敬すべき姿勢であり、当事務所も貴重な知見や示唆を得ているところです。

ひるがえって、日本のスタートアップシーンを見てみると、日本の弁護士によるスタートアップ・エコシステムへの貢献は、まだまだ存在感が薄く、よく言えば可能性に満ちている、と言えます。もちろん、スタートアップに関するブティック事務所や大規模事務所の中の一部の弁護士の中には、スタートアップ実務に積極的に取り組み、様々な情報発信を試みている方々も見受けられ、それらの中には大変に参考になる情報も見られるところですが、特にクロスボーダー案件の集積数が絶対的に多く、その知見やノウハウの蓄積がある大規模事務所が、組織的にスタートアップ実務に関する情報発信を行い、スタートアップ・エコシステムに貢献しようとする姿は、我々の知る限り、いまだ日本においては見受けられないところです。

そこで、大規模事務所の中でも、スタートアップ実務に力を入れており、投資家サイドにおいても会社サイドにおいても多くのスタートアップ案件を取り扱っていると自負している TMI 総合法律事務所のスタートアップ・プラクティスグループのメンバーが企画したのが、世界最大の Private Companies のデータベースである PitchBook 上のデータを活用した本レポートの定期的な刊行です。

完成度ではまだまだシリコンバレーの法律事務所の足下にも及ばず、日本のマーケットに関する情報については株式会社ユーザベースの提供する INITIAL や、フォースタートアップス株式会社が提供する STARTUP DB と比べ、PitchBook のデータは未だ不足する部分があるように感じられますが（INITIAL や STARTUP DB は、一般にアナウンスされている情報のみならず、登記簿上で確認できる情報までカバーする形で極めて充実したデータベースを提供しており、そのレポートも精度の高い内容で大いに参考になります。）、当事務所がご相談をいただく「少し先の未来」を描く起業家は、米国、イスラエル、シンガポール、中国はもとより、その他のアジア、アフリカ、南米等の諸外国など、まさに「グローバル」に活躍をしており、我が国のスタートアップのこれからを考えるにあたって、グローバルの視点は避けられない要素であると考えています。

このような観点を踏まえつつ、どのような情報発信を通じて日本のスタートアップ・エコシステムへ貢献していくかという検討を経た結果、私たちは、「スタートアップ x グローバル」の観点を一つの柱にした情報発信をしていきたいという想いを強く持ちました。

当然のことながら、日本のスタートアップ・エコシステムの皆様にお読みいただくことを想定しているため、日本の実務やマーケットとの比較という視点を外すことはありませんが、グローバルのスタートアップ投資情報を参照できる PitchBook のデータを利用することを通じ、スタートアップ実務に日本とグローバルという複数の視点をかけ合わせる形で、これから情報発信をしていければと考えています。

本レポートはまだまだ稚拙な内容であり、実験的な取り組みの域を出ないところですが、前向きにとらえるならば、今日では広く一般的なものとなった「プロダクトを早く世に送り出し、マーケットの声を反映させてブラッシュアップをする」という手法に沿った取り組みであるとの気概に基づき、グローバル・レベルでスタートアップ実務に携われることに喜びを感じる一人の実務者として、「まずは始めてみよう」という心意気の下で編んだものです。

今後、採り上げるトピックや分析の方法など、たくさんのフィードバックをいただき、より良いものを読者の皆様と作っていければと考えていますので、どうぞしばらくの間は、温かく見守っていただければ幸いです。

本号では、手始めに、「2021 Japanese Global Investment Activity」と銘打って、PitchBook のデータに依拠しつつ、**2021 年に行われた日本から世界のスタートアップに対する投資動向**について振り返り、併せて、2022 年の日本の投資家のグローバル・レベルでの投資動向や役割について占ってみようと思います。

私たちは、日本の法律事務所が読者の皆様と共に作り上げる新しいデータブックを目指し、取り組んでまいります。どうぞご期待ください。

TMI 総合法律事務所
スタートアップ・プラクティスグループ
事務局を代表して
シリコンバレーオフィス 竹内 信紀
東京オフィス 小川 周哉

Chapter I

2021年日本ベースの投資家による 国外スタートアップに対する投資動向

1. 総論

日本に本社を置く VC や事業会社等のいわゆるスタートアップに対して投資を行う日本の投資家（以下「日系投資家」という。）が、2021 年中に、Venture Capital、Accelerators/Incubators 及び Angel Investors から資金的支援を受けている事業体で日本以外にその本社を構えるもの（以下「国外スタートアップ」という。）に対し資金提供を行った案件を PitchBook 上でピックアップしたところ、その結果は、概要 **チャート 1** の通りであった。^{1 2}

¹本レポートデータで PitchBook から引用しているデータは、すべて日本時間 2022 年 3 月 20 日から 24 日にかけて取得したデータである。

²PitchBook 上の金額データは、すべて米国ドルで表記されており、本レポートにおいて日本円で表記されている金額は、わかりやすさの便宜から、すべて 1 米国ドル = 100 円で換算している。

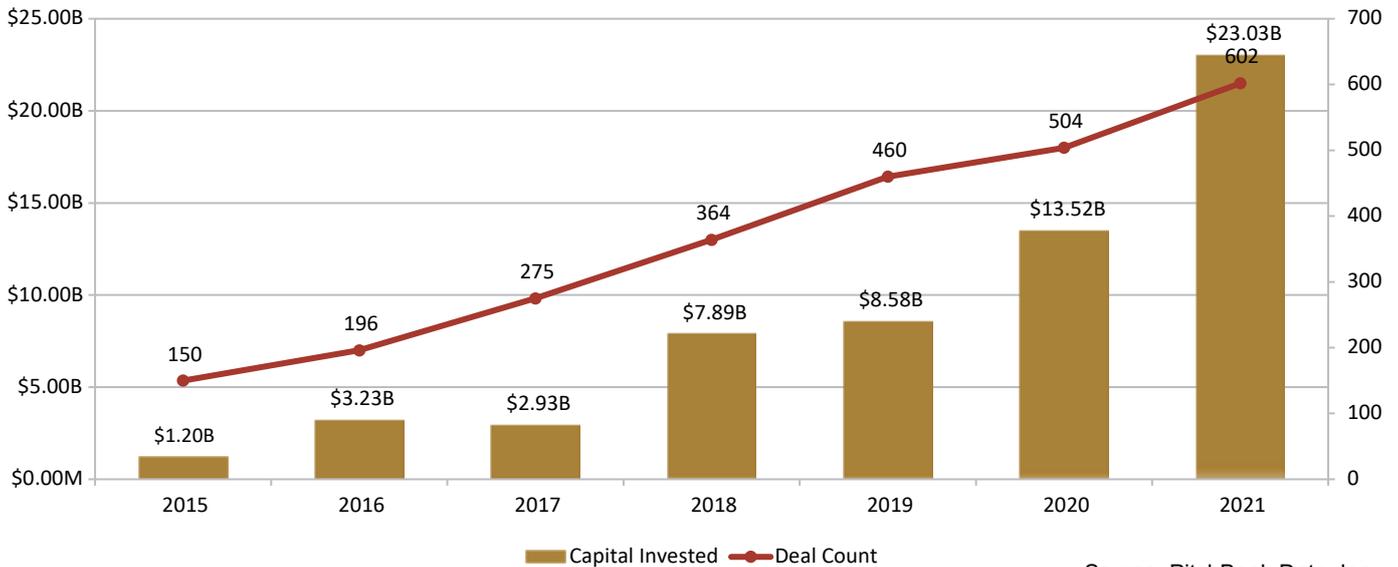


日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件数は、2015 年以降、まさに右肩上がり増加しており、コロナ禍の開始で先行きが不透明になった時期もあった 2020 年においても、少々その案件数の増加傾向が緩やかになったとはいえものの、引き続き増加傾向を維持していた。そして、コロナ禍に対する各国政府の対応が一巡し、ある程度先行きが見通せるようになった 2021 年においては、日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件数は、「再び右肩上がり」と評価すべき伸びを示すに至っている。

2020 年を除き、直近数年間は、日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件数が対前年比で 100 件前後の伸びを記録し続けており、日系投資家が、積極的に国外スタートアップに対する投資を進めている姿が浮き彫りになっている（**チャート 2**）。

もちろん、PitchBook による各国スタートアップについての調査結果は未だ完全なものではなく、特に、米国を中心とした北米以外の国・地域における調査カバレッジは、過去に遡るほど不完全になる傾向があるように思われるが、筆者らが日米において積極的にスタートアップ実務に参与しだした 2015 年の日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件数が 179 件であったことや、実際に、国外スタートアップに対する投資案件を受任する機会が本稿執筆現在と比べはるかに限られていたことを考えると、やはり、日系投資家の視線が世界のスタートアップに向きつつあるという傾向が顕著に感じられる（**チャート 2**）。

チャート 2



Source: PitchBook Data, Inc.

コラム 海外投資家の国内投資

これと正比例して、海外投資家の国内スタートアップ投資の件数、ボリュームも、かつてないレベルに到達しつつあります。本号では詳しくは採り上げませんが、海外投資家のうち、VCではなく元々は Buyout ファンドであったプレイヤーや、いわゆるグローバル PE ファンドの算入など、様相は変化しつつあります。これらの投資家の投資戦略の中には、VC とは考え方が根本的に異なる部分もあり、契約や株式の設計にもその差異が反映されることが少なくありません。当該投資家それぞれの特徴、考え方を踏まえた対応が求められるところです。

右記の **チャート 3** は、2015 年 1 月 1 日から 2021 年 12 月 31 日までの 7 年間に、日系投資家が投資を行った国外スタートアップが調達した資金調達額のトップ 20 を列挙したものである。³ 一見して分かる通り、調達額 **Top 10 のうち 5 件が 2021 年に実行された投資案件であり、Top 20 に目を向けてみても、全体の半数以上を 2021 年の投資案件が占めている。** コロナ禍における経済対策として各国が行った、過去に例を見ないほどの金融緩和策の影響が、日本を含む世界レベルで生じていることの一つの証左であるように思われる。

³「調達額」は、各国外スタートアップが日系投資家から調達した金額を含む全体の調達額を記載したものである。

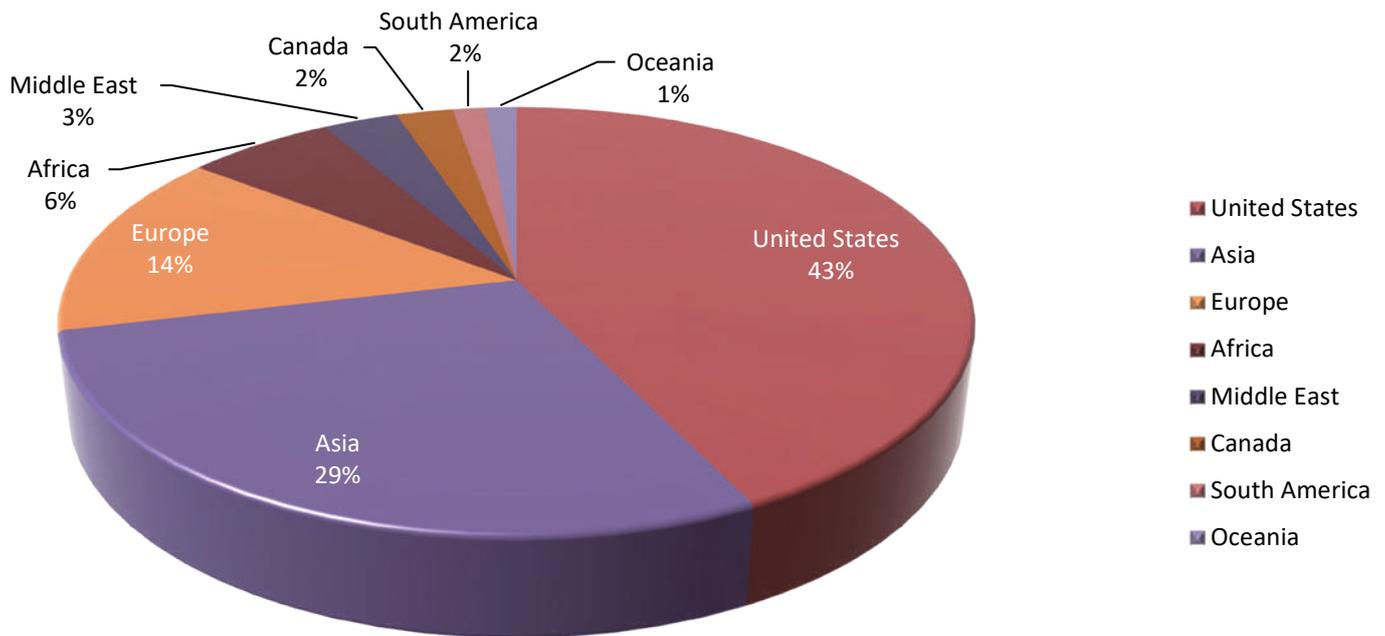
チャート 3 ※ は 2021 年のファンディング

	会社名	本社所在国	調達額	日付
1	Gojek	インドネシア	3,000 億円	2020年 3月17日
2	Epic Games	米国	1,780 億円	2020年 9月18日
3	Epic Games	米国	1,000 億円	2021年 6月 2日
4	SZ DJI Technology Company	中国	1,000 億円	2018年 4月 6日
5	Instacart	米国	871 億円	2018年12月13日
6	Trax (Business/Productivity Software)	シンガポール	642 億円	2021年 4月 7日
7	Nuro (Road)	米国	600 億円	2021年10月 6日
8	Gojek	インドネシア	550 億円	2016年 8月 4日
9	ElevateBio	米国	525 億円	2021年 3月15日
10	Jobandtalent	スペイン	502 億円	2021年12月 1日
11	Discord	米国	500 億円	2021年 9月16日
12	Momenta (China)	中国	500 億円	2021年 4月 8日
13	Momenta (China)	中国	500 億円	2021年 9月15日
14	Nuro (Road)	米国	500 億円	2021年 3月25日
15	Rappi	コロンビア	500 億円	2021年 7月16日
16	Pony.ai	米国	462 億円	2020年 2月25日
17	Paytm Mall	インド	453 億円	2018年 4月 4日
18	QuintoAndar	ブラジル	420 億円	2021年 8月18日
19	Horizon Robotics	中国	400 億円	2021年 1月 7日
20	Vuori	米国	400 億円	2021年10月13日

2. 地域別・国別

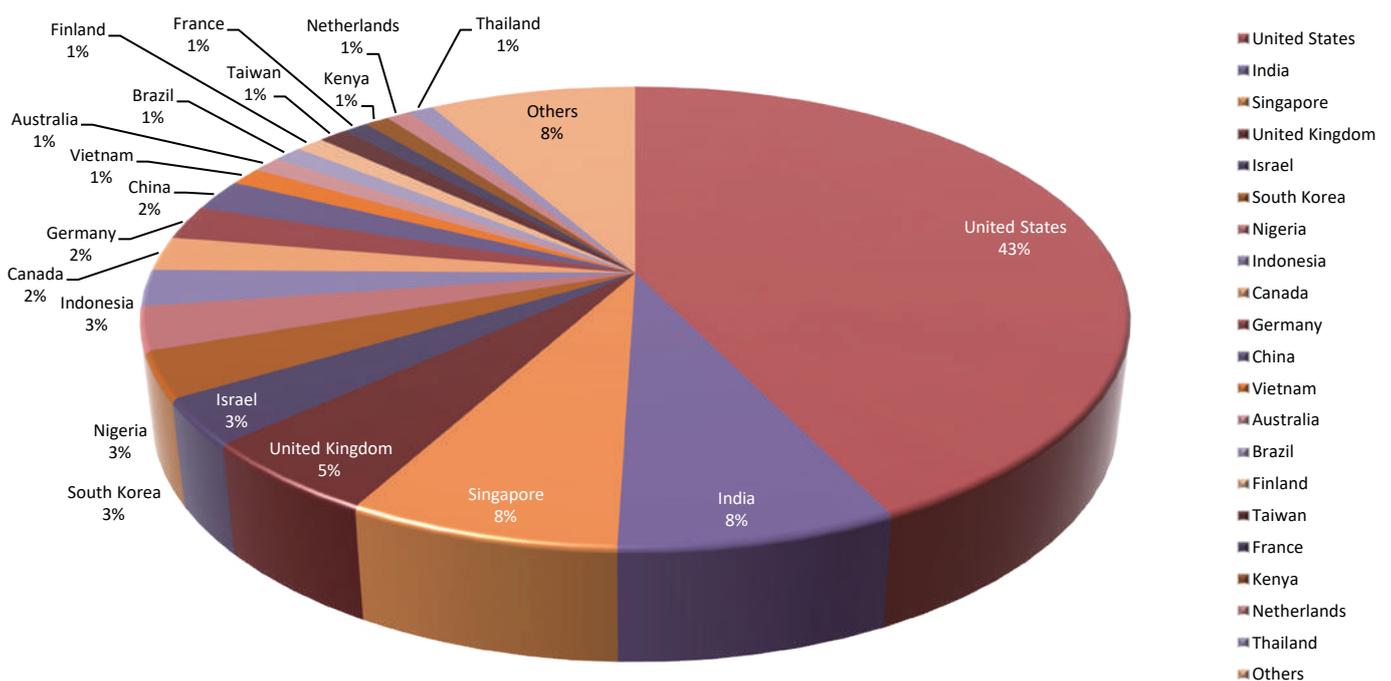
このような日系投資家による国外スタートアップ投資の投資案件を、主な地域別にまとめたものが **チャート 4-1**、国別にまとめたものが **チャート 4-2** である。

チャート 4-1 日系投資家による国外スタートアップに対する主な地域別投資案件数（2021）



Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 4-2 日系投資家による国外スタートアップに対する国別投資案件数（2021）



Source: PitchBook Data, Inc.

上記 **チャート 4-1** 及び **チャート 4-2** から分かれるとおり、日系投資家の国外スタートアップの投資先として圧倒的な数を誇っているのは、やはりアメリカである。2015 年以降の年ごとの国外スタートアップ投資案件の地域分布 (**チャート 4-3**) を見ても、日系投資家によるアメリカに対する投資は、常に 40% 台を占めていることが分かる。日系投資家にとって、アメリカが引き続きイノベーションの中心地と認識されていることは明らかである。

コラム アメリカ=シリコンバレー?

5、6 年前と比較して大きく変化したのが、投資先米国スタートアップの所在地です。

以前は、相当に多数と言って良いレベルでカリフォルニア、特にシリコンバレー界隈のスタートアップがその投資対象となっていました。近時は、東海岸はもとより、テキサスやアトランタのような地域に所在するスタートアップへの投資案件も少なくありません。

所在地そのものには大きな意味はありませんし、以前と異なり VC も「1 時間以内にクルマで駆けつけられる場所」のスタートアップにしか投資しない、といった話も聞こえなくなりましたが、このことは、日系投資家の米国におけるスタートアップ探索アンテナが広がっていることに加え、シリコンバレーのスタートアップへの投資機会獲得競争が激化の一途を辿っているということも、背景にあるのかもしれない。

もっとも、全世界のスタートアップ投資家による全世界のスタートアップに対する投資動向を地域別にまとめた **チャート 4-4** からわかる通り、アメリカに対する投資に大きな関心が集まっているのは世界的な傾向と言って良く、日本の投資家だけが突出してアメリカに対して関心を寄せているわけではない。ただ、その割合は、30% から 35% 程度にとどまっており、40% 台をキープしている日系投資家の傾向は強く、日系投資家の「アメリカ」に対する関心は、世界的に見ても相対的に高いと言えそうである。

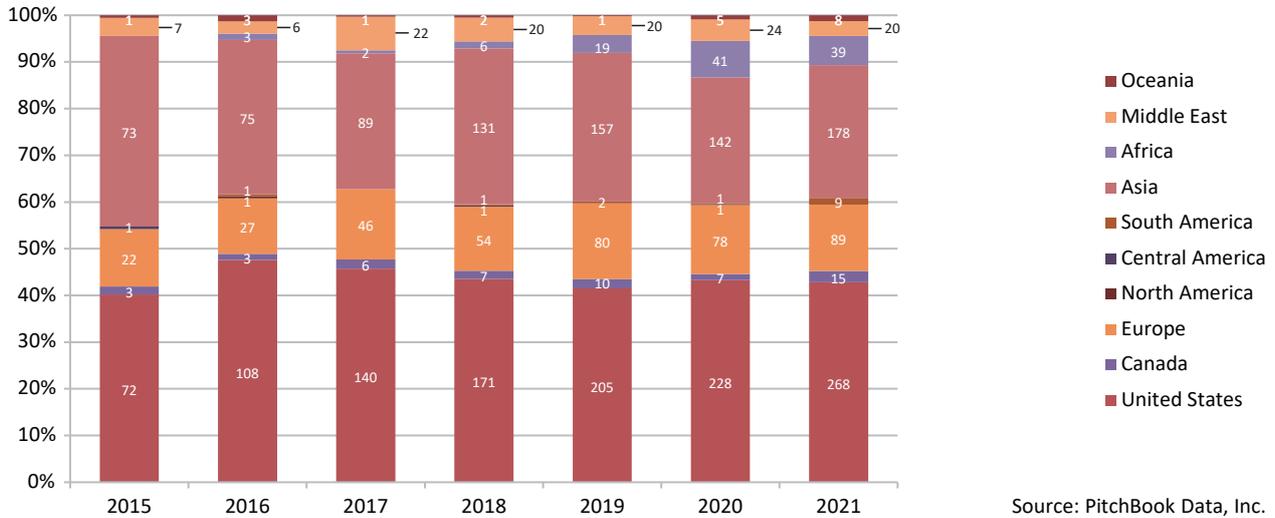
また、2021 年の地域別・国別投資案件数の分布を見ると、アメリカに次いで投資が多いのはアジア及びヨーロッパであり、アジア各国に対する投資は、近年少々減少傾向にあるように感じられる部分はあるものの (**チャート 4-3**)、それぞれ安定して 30% 前後、15% 前後の投資案件数を占めているとのデータがある。

同じ観点で全世界のスタートアップ投資家による全世界のスタートアップに対する投資動向を見ると、ヨーロッパ各国に対する投資案件は、直近の 2021 年では全体の 20 数% 程度を占めるにとどまっているものの、おおむね 30% 前後で安定しているが、アジア各国のスタートアップに対する投資案件数はやや減少傾向にあるようである。全世界のスタートアップ投資家による全世界のスタートアップに対する投資動向を国別にまとめた **チャート 4-5** を見ると、その原因として、中国のスタートアップに対する投資が減少したことが影響していることは明らかである。近年、米中関係の緊張が高まっていることが、スタートアップ投資の面にも影響しているものと思われる。

さらに、**チャート 4-3** からは、2021 年における、日系投資家の関心は、アフリカや南アメリカのスタートアップにも向けられていたことが分かる。特に、アフリカへの投資案件数が、イスラエルが属する中東地域に対するそれよりも多いことは、認識しておく必要があるだろう。日本においてアフリカ・マーケットに対する注目が高まっていることが窺われる一つの証左と言える。

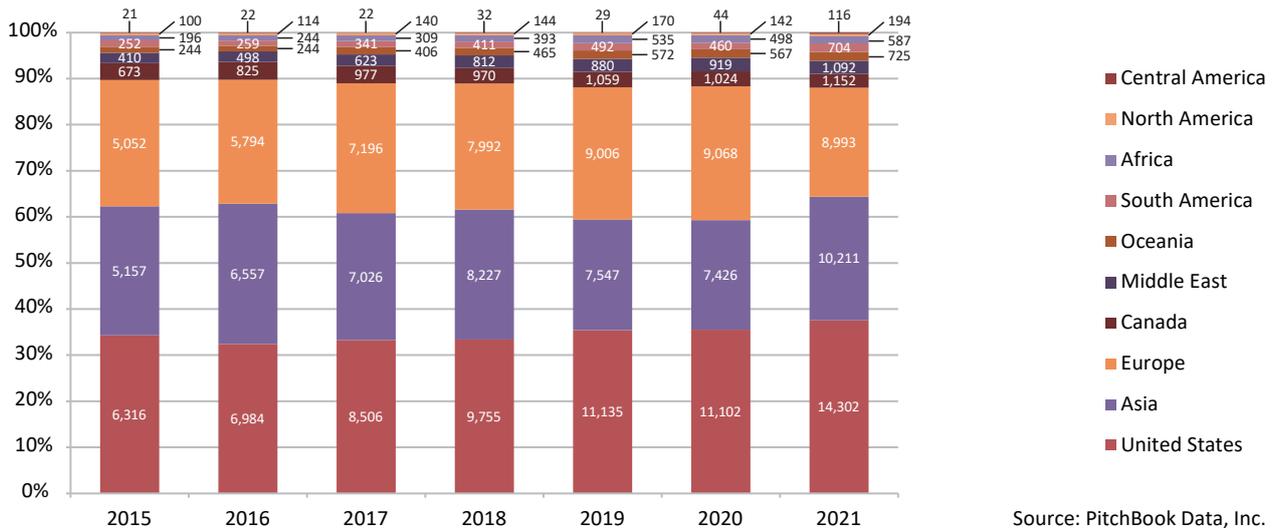
実際、**チャート 4-3** を見ても、日系投資家によるアフリカや南アメリカに属する国のスタートアップに対する投資は、年を追うごとに目立つようになってきており、関心が徐々に高まっていることが窺われる。日系投資家におけるアフリカの国々に属するスタートアップ投資案件の占める割合は、**チャート 4-4** から見てとれる全世界の投資家による世界各地における投資案件数の推移におけるアフリカ投資の割合よりも、明らかに高い水準にある。

チャート 4-3 日系投資家による国外スタートアップに対する地域別投資案件数 (2015-2021)



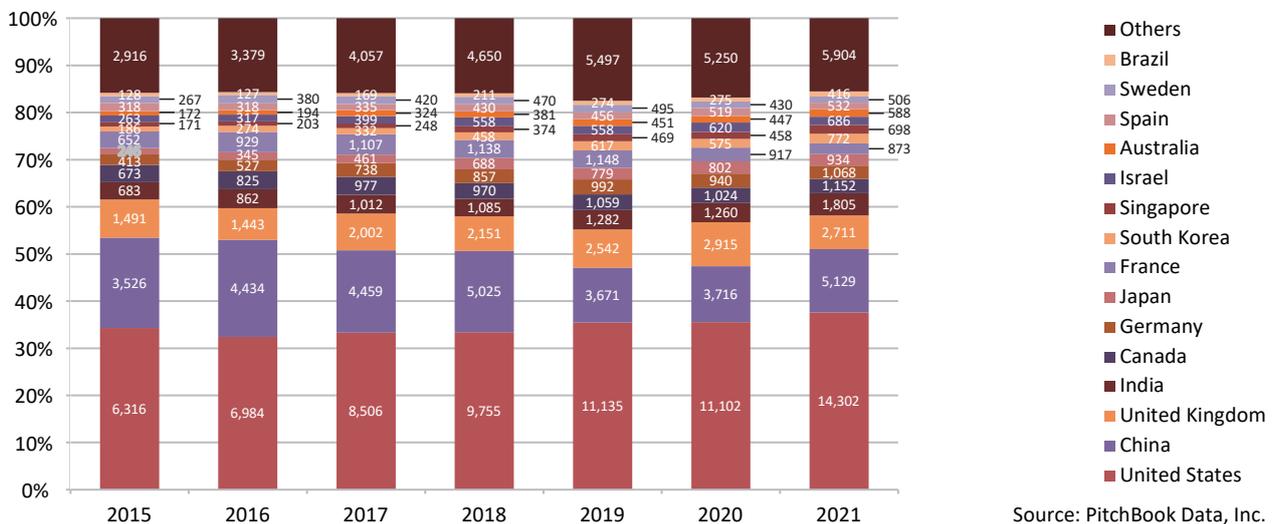
Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 4-4 全世界のスタートアップに対する地域別投資案件数 (2015-2021)



Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 4-5 全世界のスタートアップに対する国別投資案件数 (2015-2021)



Source: PitchBook Data, Inc.

3. 主要産業セクター別

以上のように、日系投資家の投資マネーは世界の多くの地域のスタートアップに流入している状況にあるが、ここでは、視点を変えて、そのような日系投資家による国外スタートアップ投資が、グローバルレベルでどのような分野にどれだけ振り向けられたのかを見ていきたい。

2021年の日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件を主要な産業セクターごとにまとめたものが、以下の **チャート 5-1** であり、他方で、日系投資家による日本国内に本店を構えるスタートアップ（以下「国内スタートアップ」という。）に対する投資案件を主要な産業セクターごとにまとめたものが、以下の **チャート 5-2** である。まずはこの両者の比較を見てみよう。

チャート 5-1 日系投資家による国外スタートアップに対する主要産業セクターごとの投資案件分布(2021年)

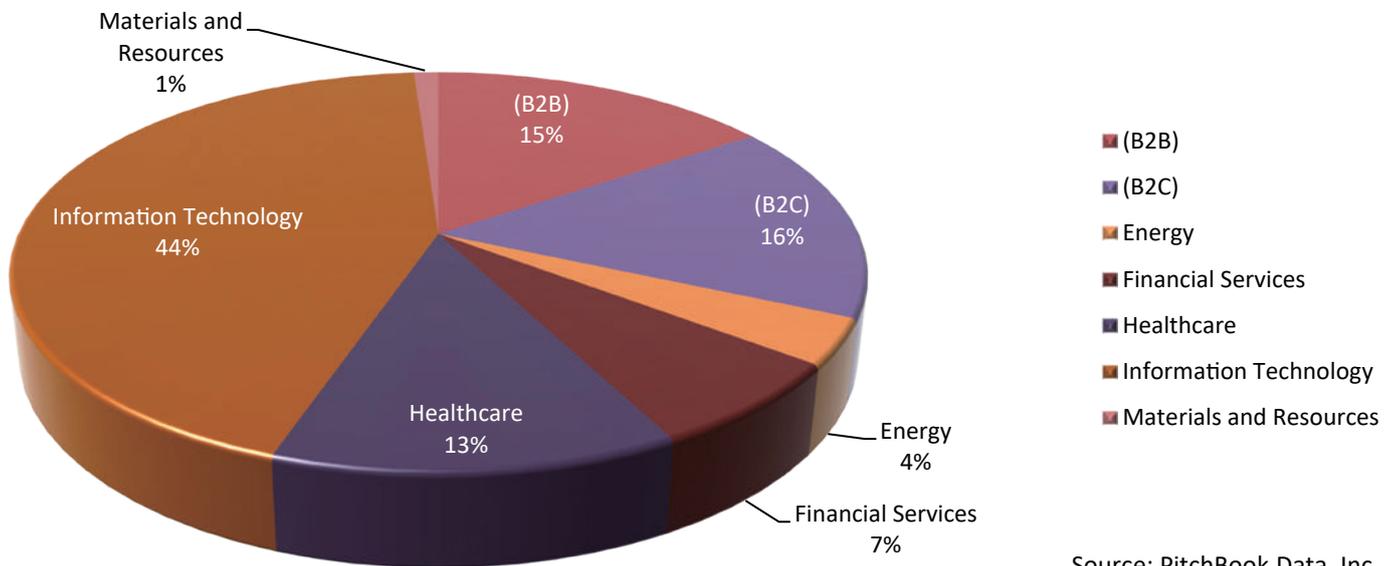
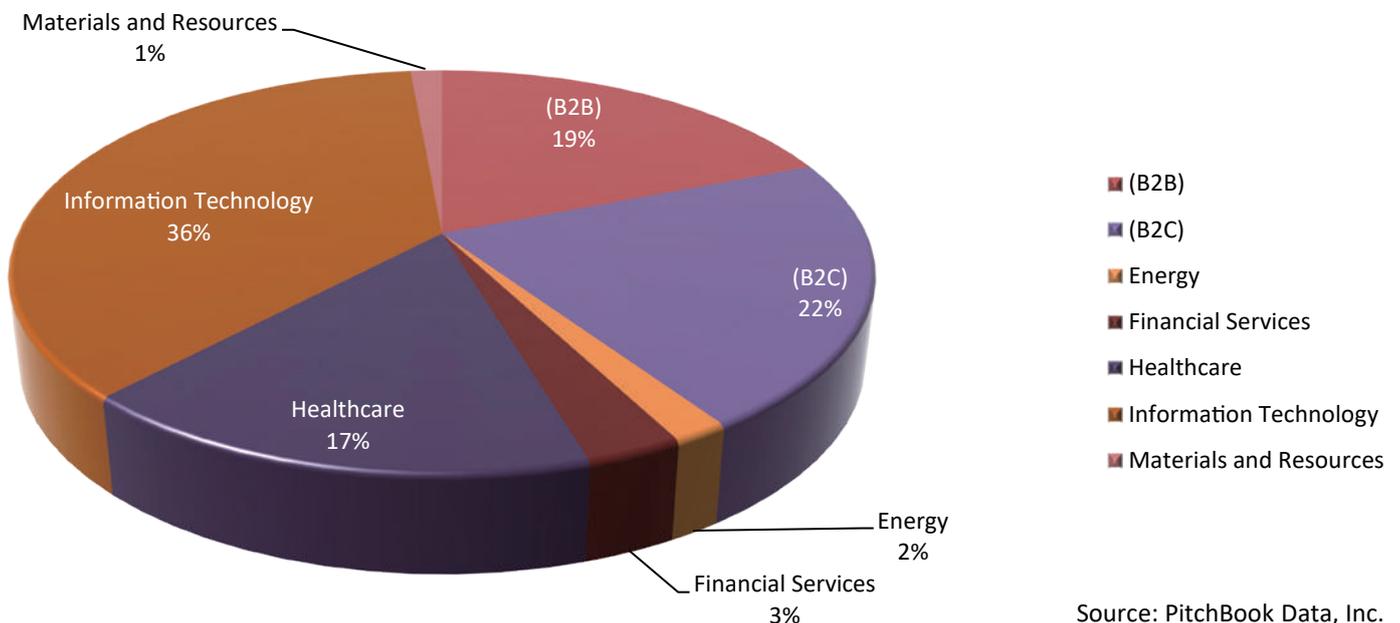


チャート 5-2 日系投資家による国内スタートアップに対する主要産業セクターごとの投資案件分布(2021年)



PitchBook のデータ上、**チャート 5-1** と **5-2** からは、グローバルと国内で比較しても投資先セクター分布は概ね似た構造になっている、ということがわかる。これは、その時点において投資が流れ込むスタートアップは、世界でも日本でも、大きな潮流としては同程度に生まれており、日本のスタートアップも世界のトレンドの中を生きている、ということなのかもしれない。ある意味予想通りではありながら、非常に興味深い。

もっとも、両者に差異がないわけではない。日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件も、国内スタートアップに対する投資案件も、ともに3分の1超を占めるのがITセクターであることには変わらないが、国外スタートアップに対する投資案件の方が、ITセクターに対する投資が相対的に大きい。それに対する形で、国内スタートアップに対する投資案件としては、B2B、B2C 及び Healthcare の各ビジネスが、国外スタートアップ投資におけるそれらより、それぞれ5%前後多くなっている。

特に、B2C ビジネスについては、国外スタートアップに対する投資案件に比べ、国内スタートアップに対する投資案件の方が6%程度多くなっているのは、**日本国内のスタートアップが注力する分野としてB2C ビジネスにやや偏りがあることを示唆するもので、興味深い**。米国では「B2B スタートアップを M&A で売却していく」という流れが一つの「王道」と思われるが、日本では、未だにC向け事業の魅力、すなわち成功したときの「爆発力」が、起業家を魅了するのかもしれない。

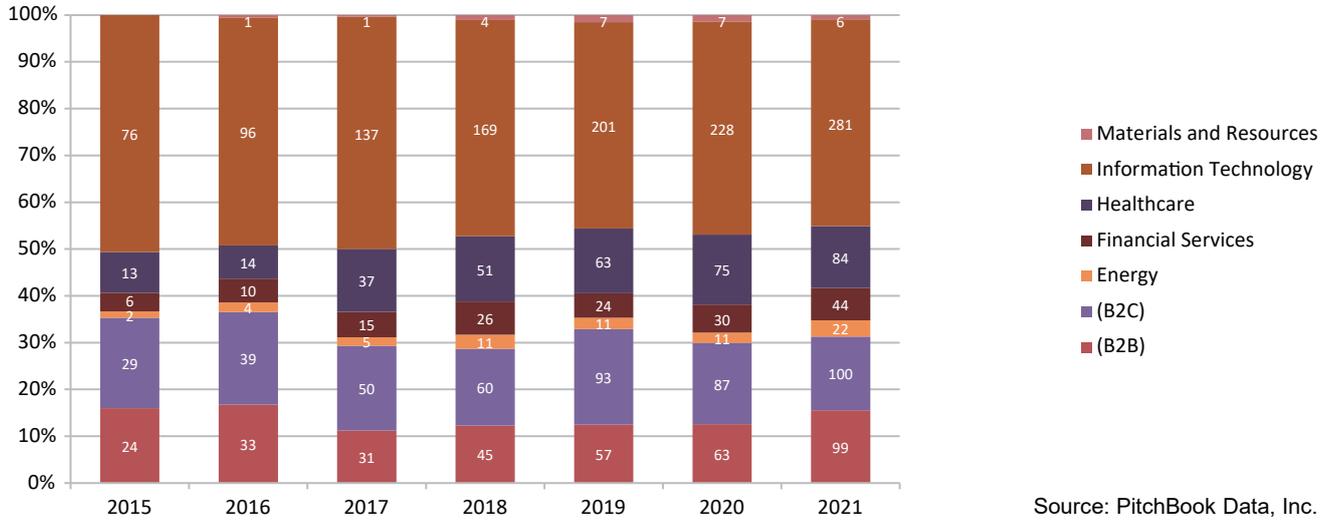
また、日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件については、Financial Services と Energy 分野に対する投資がそれぞれ7%と4%を記録しているのに対し、国内スタートアップに対する投資案件については、それぞれ3%及び2%に留まっている点も興味深い。一度でも海外で生活してみると痛感するように、日本の金融サービスは、既存のサービスが極めて充実しており、コストも安く、イノベーションが生まれ出されるきっかけとなる Pain が、相対的に少ない環境にある。また、エネルギー分野においては、我が国では先行して政府が太陽光発電の「ビジネス」を形作ったこともあり、エネルギー分野における更に進んだスタートアップ投資の機運が諸外国に比べて盛り上がりにくいといった側面もあったのだろうか。欧州などから環境系 ESG を唱える巨大な投資家が日本の上場会社に対し、環境関連事項の取組みや開示を迫ることが日常になった日本において、今後、スタートアップの世界でもカーボンニュートラルなどの「ど真ん中」に挑戦する多くのチャレンジャーが生まれることが期待されるが、現時点においては、日本の投資家は、これらの分野に関するイノベーションの種を国外に求めようとしているということなのかもしれない。

他方、2015年以降の経年における主要産業セクター別の日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件数の推移（**チャート 5-3**）を見てみると、ITセクターに対する投資は微減傾向にある一方、Healthcare 分野に対する投資案件が増加傾向にあり、また、Energy 分野に対する投資も、少しずつではあるが増加しているように見受けられる。

興味深いことに、近年、Healthcare に対する投資が活発化していると言われているが、実は、投資案件数ベースで見ると、**Healthcare 分野に対する投資件数の割合が全世界的に顕著に増えているわけではない**（**チャート 5-4**）。それどころか、全世界レベルで見ると、各主要セクターに対する投資案件数の分布は、2015年以降極めて安定的に推移している傾向すら窺われる。ただし、**投資金額ベースで見ると、Healthcare 分野に流入している金額は明らかに増加している**。すなわち、投資「金額」の側面からは全世界レベルで Healthcare 分野に注目が集まっているということができ（**チャート 5-5**）、Healthcare 分野の競争が激化しているということは、間違いなさそうである。

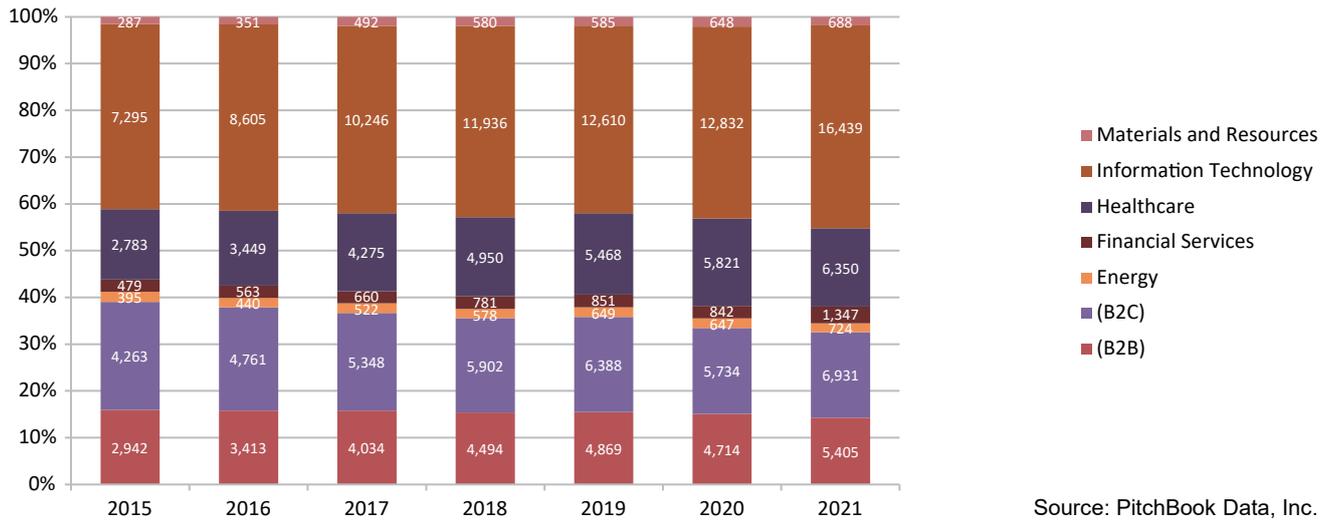
なお、残念ながら、現状の PitchBook のデータからは、日系投資家が Healthcare 分野に属する国外スタートアップに投じた金額を集計することができなかった。そのため、投資金額ベースでも日系投資家が Healthcare 分野に注力している傾向がみられるかどうかは定かではない。もっとも、少数の投資案件に巨額の投資金額が集まる事例もあることを踏まえると、投資案件数レベルで比較したほうが、関心度の高さの傾向を図る指標としてはより現実を映すものである可能性がある。このような意味では、日系投資家の Healthcare 分野に対する関心の高さは、**チャート 5-3** が示す通り、確かなものと言えそうである。

チャート 5-3 日系投資家による国外スタートアップに対する主要産業セクターごとの投資案件分布 (2015年-2021年)



Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 5-4 全世界のスタートアップに対する主要セクター別投資案件数 (2015-2021)



Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 5-5 全世界のスタートアップに対する主要産業セクター別投資金額 (2015-2021)

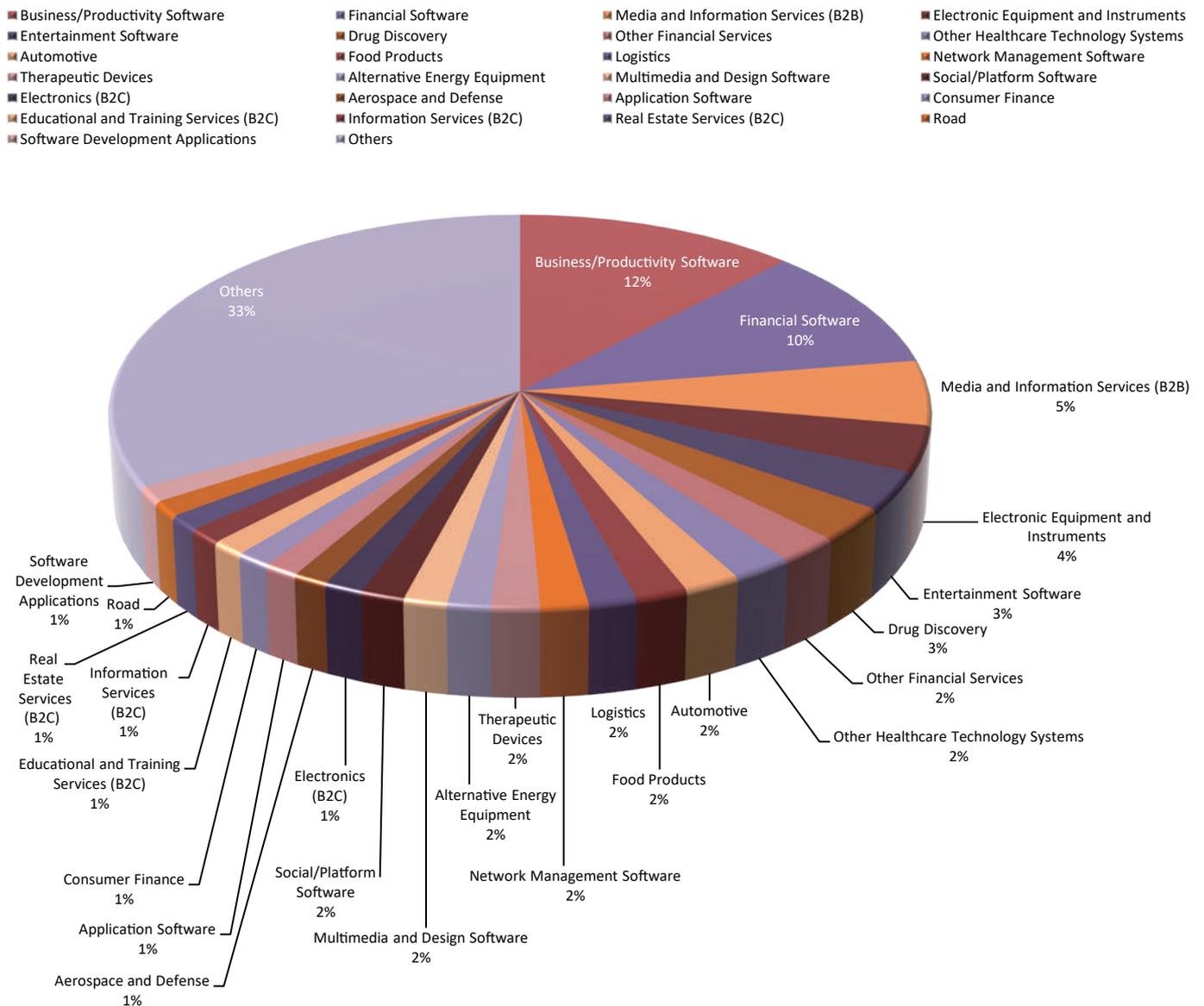


Source: PitchBook Data, Inc.

4. 主要産業類型別

さらに細かく、2021年における日系投資家による国外スタートアップに対する主要産業類型別の投資案件数を分析すると、以下のチャート6-1の通りとなった。

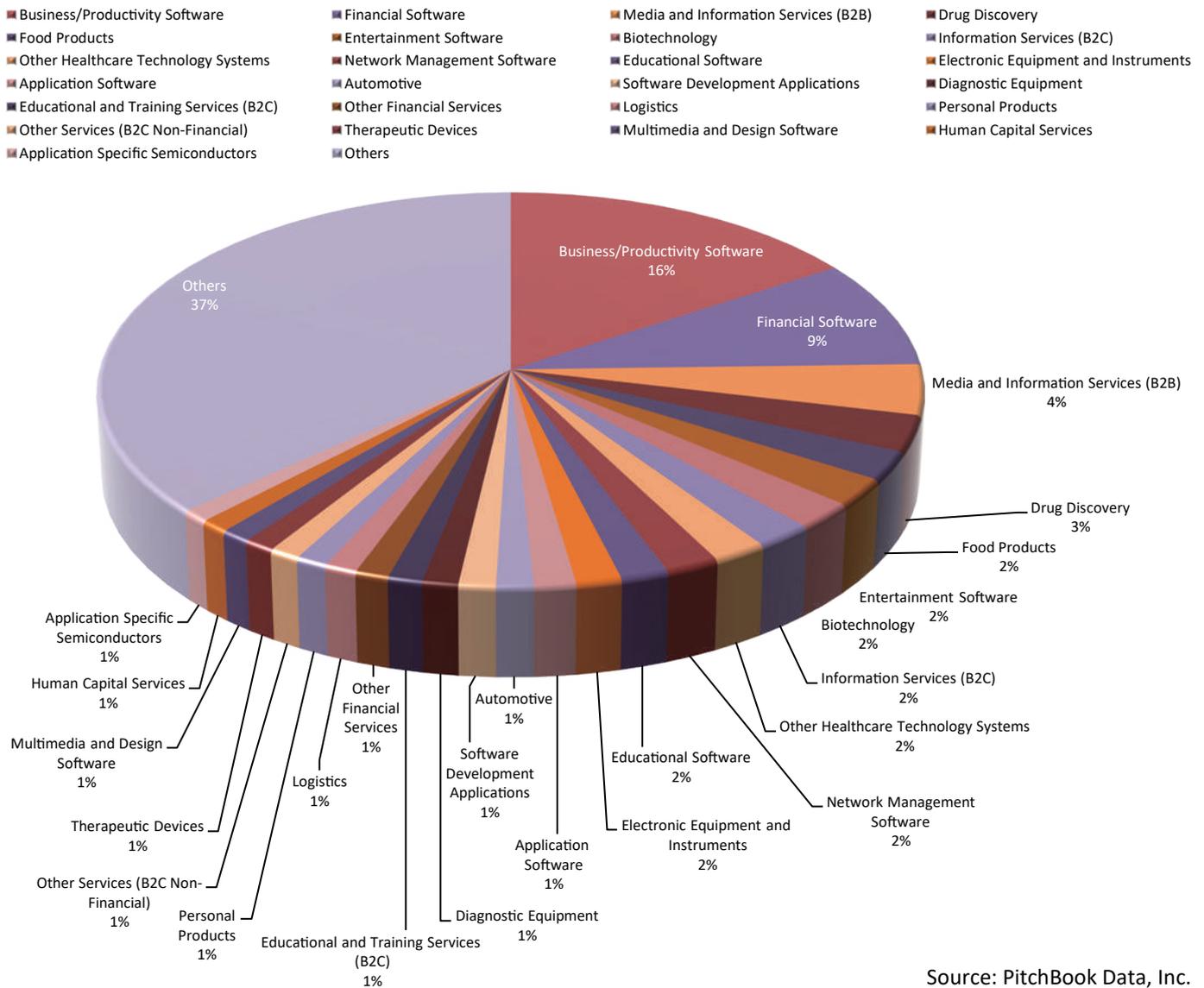
チャート 6-1 主要産業類型別の投資案件数分布（2021年）



Source: PitchBook Data, Inc.

これに対して、2021年における全世界レベルでのスタートアップ投資案件を主要産業類型別に分析すると、以下のチャート6-2の通りとなっている。

チャート6-2 主要産業類型別の全世界レベルでのスタートアップ投資案件数分布 (2021年)



両者を比較すると、もちろん、後者の方が産業類型の分布が多岐にわたっており、「日系投資家が投資を行っていない産業類型」に属するスタートアップも多々あることが分かる。他方、数字をつぶさに見ていくと、「相対的に日系投資家が多く投資を実行しているとも評価できる産業類型」も、浮かび上がってくる。そのような例としては、例えば、Alternative Energy Equipment、Automotive、Electronic Equipment and Instruments、Entertainment Software、Financial Software、B2BのMedia and Informationなどが挙げられる。

これらは、いずれも、チャート6-2との比較において0.5%以上の差異が存在する産業類型である。もちろん、前者の母数が637件であるのに対し、後者の母数が約38000件と大きな差異があるため、誤差の範囲とも言い得るが、上記に記載した産業類型は、いずれも、日本の産業、社会における大きな課題に紐付いているようにも感じられるところであり、興味深い。

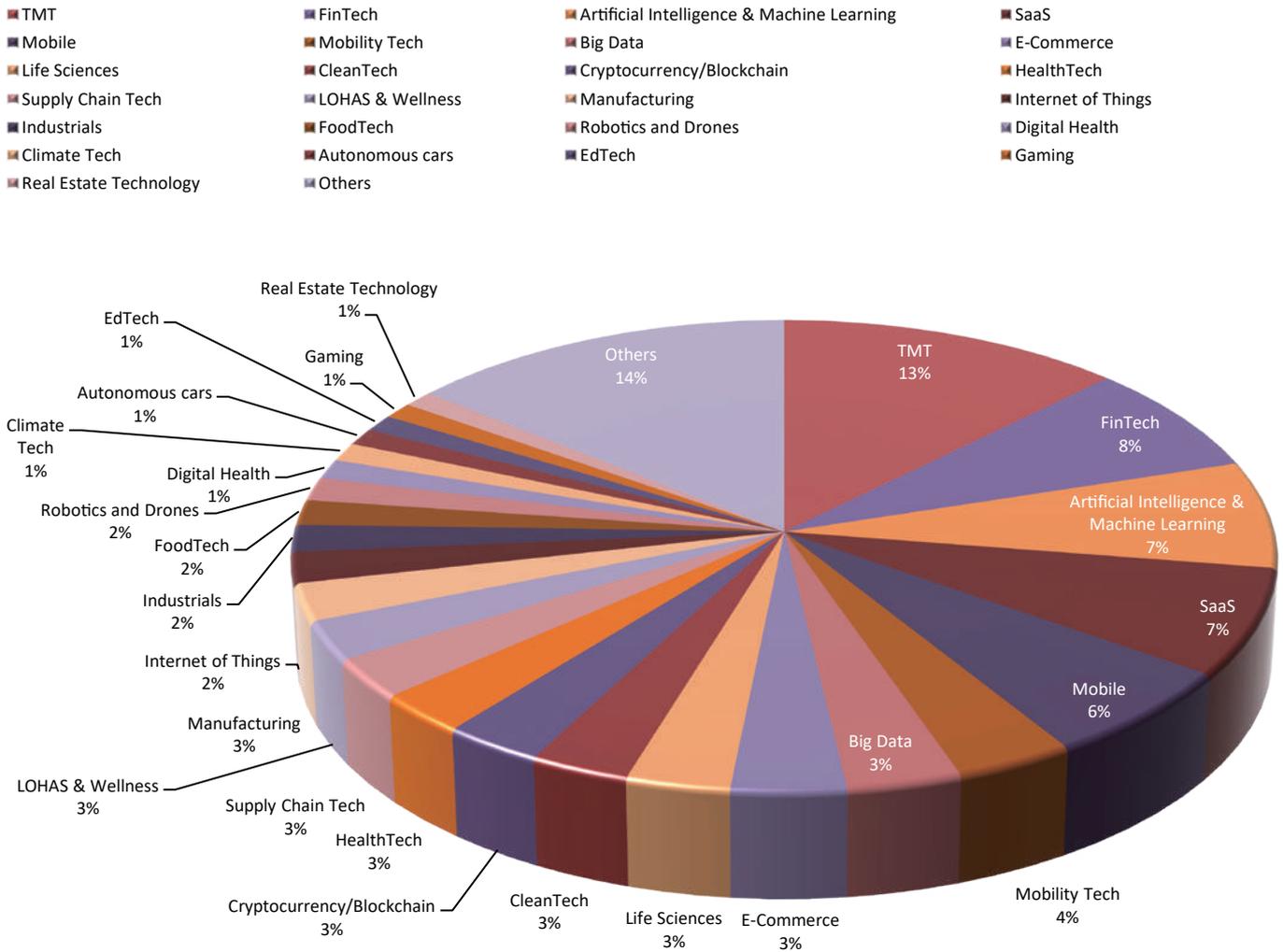
5. 業種別

最後に、日系投資家による国外スタートアップに対する投資案件において、どのような業種に分類されるスタートアップに対して投資がなされたのか、その分布を簡単に見ておきたい。

以下の **チャート 7-1** は、日系投資家が投資を行った国外スタートアップを業種別に分類したものである。

(※) ただし、PitchBook のデータ上は、一つのスタートアップに対して複数の業種が割り当てられている例が多く、必ずしも投資案件毎に1つの業種が対応しているわけではない点に注意が必要である。その点で、以下の **チャート 7-1** は、「日系投資家の関心がどのような業種に向いているか」ということの大まかな傾向を示すもの、という程度で捉えていただくことをお勧めする。

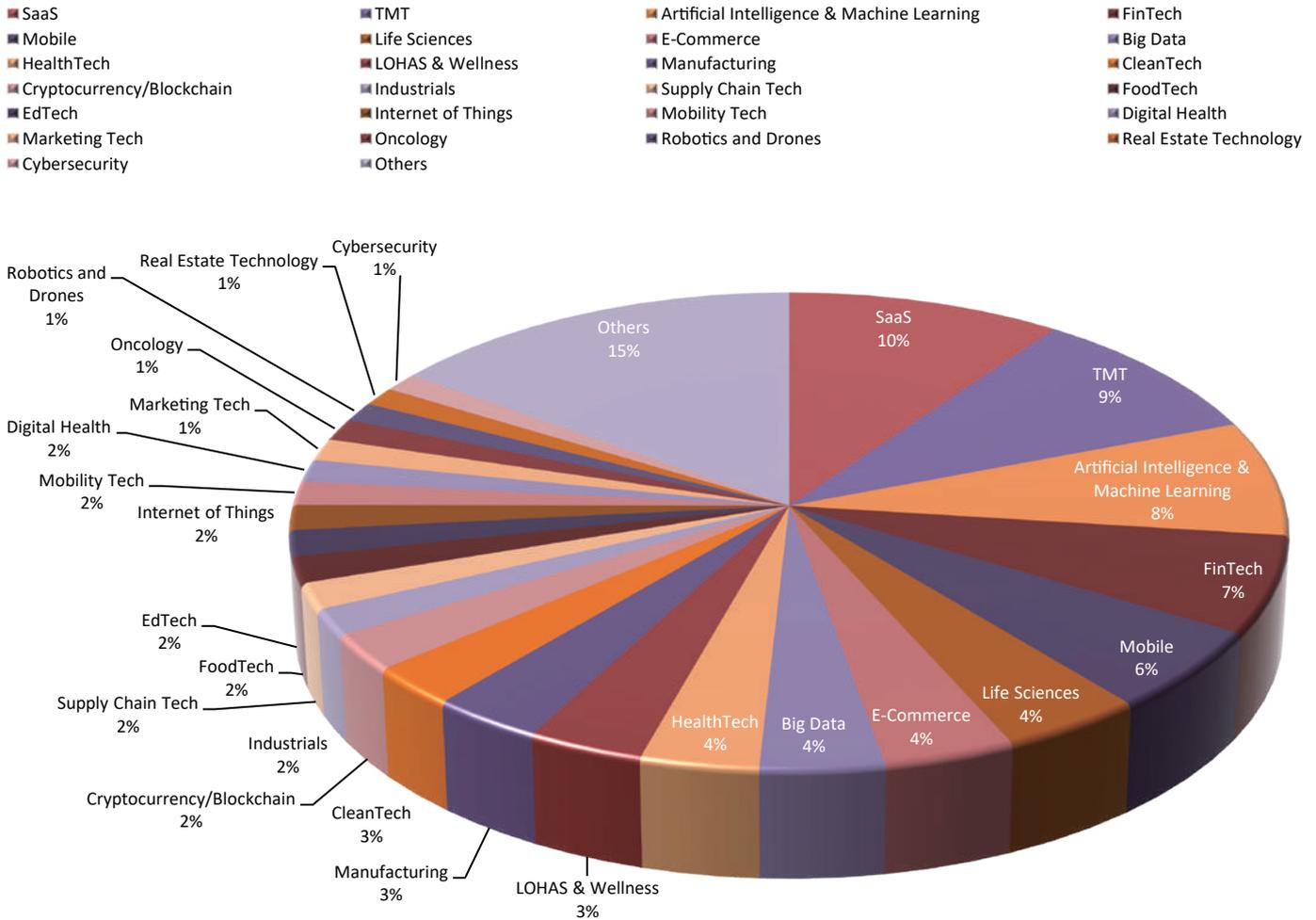
チャート 7-1



Source: PitchBook Data, Inc.

同様の観点から、全世界レベルでのスタートアップ投資案件についてその業種を分析したものが、以下のチャート7-2である。

チャート7-2



Source: PitchBook Data, Inc.

両者を見比べてみると、やはりいくつかの点で、「日系投資家の関心が強いと思われる業種」とそうではない業種とが見て取れる。

例えば、FinTech や Mobile technology 関係のスタートアップに対しては、全世界レベルでの投資動向と比較して5%以上投資案件の割合が多く、それらに次ぐものとして、Cryptocurrency/Blockchain 関係や Mobility Tech 関係への投資が相対的に多い様子が窺われる。

特に、Cryptocurrency/Blockchain 関係については、Web 3.0 の文脈で世界的にも再度注目が集まっている一方、それに必然的に伴う Token の発行が日本では金融商品取引法の規制との関係で厳しい制約を受けると一般に理解されていることから、Web 3.0 に関係するスタートアップ自身も含め、海外に目が向きやすいところであり、投資家側及びスタートアップ側の両面で、日本における 2022 年以降の動向が注目される。国内 VC の中には、極めて多くの Web3.0 を掲げるスタートアップにシードマネーを供給しているファンドもあり、こういった「全く新しい」世界観に対する投資戦略が垣間見えるようで、刺激になる。

Chapter II 2021年 日系投資家による 米国ベースのスタートアップに対する投資

これまで、日系投資家による国外スタートアップに対する投資動向について、基本的には特定の国にフォーカスすることなく概観してきたが、これ以降は、視点をさらに絞り、「日系投資家による日本以外の特定の国における投資動向」という視点で、2021年の風景を概観してみたい。

日本の大手法律事務所の中で唯一シリコンバレーにオフィスを構える当事務所では、日本のVCをはじめとする投資家や事業会社による米国内に本店所在地を構えるスタートアップ（以下「米国スタートアップ」という。）への投資のサポートを積極的に行っている。2021年も、様々な種類の米国スタートアップ投資をサポートさせていただく機会に恵まれた。

コラム グローバル投資の状況

当事務所がサポートする機会をいただいた海外スタートアップ投資案件は、米国スタートアップに対する投資案件に限られず、欧州各国、シンガポールに代表されるアジア各国、イスラエル、そしてアフリカなど、その対象国や地域は多岐に亘ります。

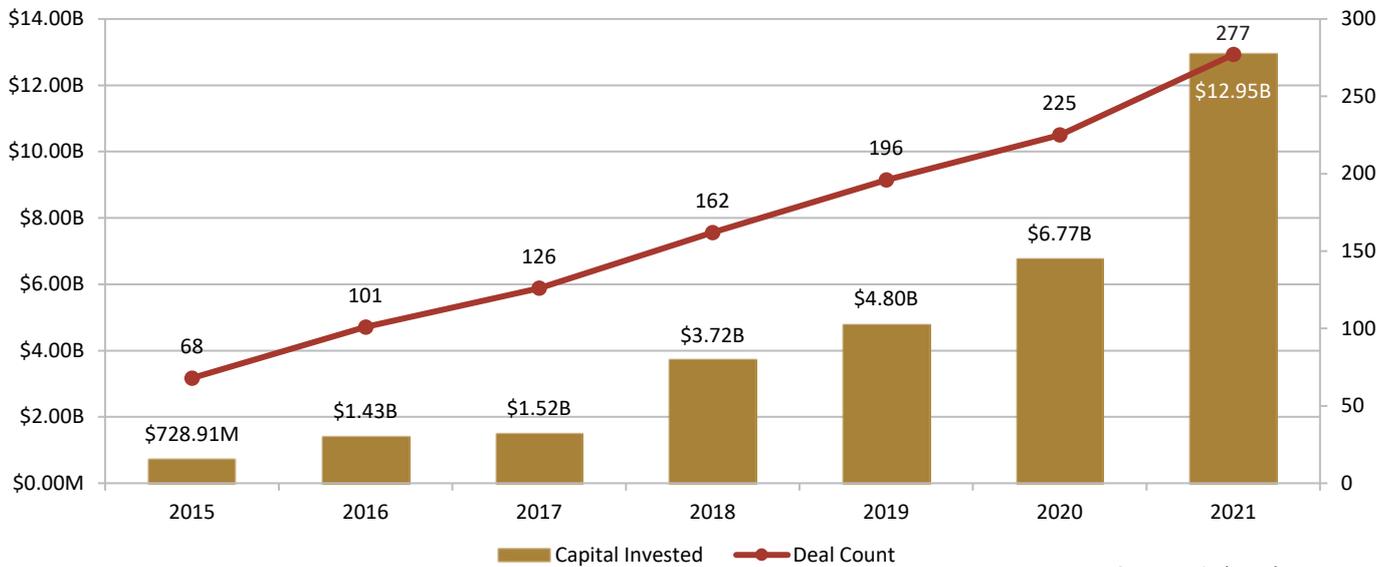
それぞれユニークな特徴や特徴的な法人ストラクチャーなど、お伝えしたいポイントが様々あるところですが、本号では米国に本拠を置くスタートアップに対する投資案件にフォーカスし、その他の国における日系投資家の投資動向については後続のレポートでご説明をしていく予定です。ご期待ください。

2021年は、「日系投資家による米国スタートアップに対する投資案件」のサポートを行っている担当弁護士の肌感覚として、案件数はまさしく「増加傾向」にある一年に感じられた。この感覚は、PitchBookのデータ上からも裏付けられる結果となっている（[チャート 8-1](#)）。

現時点では、PitchBook上、「日系投資家による個々の米国スタートアップへの投資額」を網羅的に確認できるデータは取得できない。もっとも、「日系投資家が投資を行った先の米国スタートアップにおける総調達金額」は明らかに増加傾向にあり（[チャート 8-1](#)）、2021年においては、対昨年比で倍額近い金額の資金がこれらの米国スタートアップに注ぎ込まれている。このことからすると、日系投資家及び日系企業による米国スタートアップに対する投資額も、かなりの金額に上っていることが推定される。

また、米国の著名投資家がリードする投資ラウンドに参加する日本の事業会社も増えている（むしろ、それに参加できるのは事業会社を中心なのかもしれない）。少しずつ、日本の資金供給者がいわゆる「Inner Circle」に認識されていっていることの顕れであると捉えたい。この傾向は、中長期的に日本の投資力を底上げする重要なポイントであり、フロントランナーに敬意を払うと共に、今後も益々活発に取引参加の機会が得られることを願う。

チャート 8-1



Source: PitchBook Data, Inc.

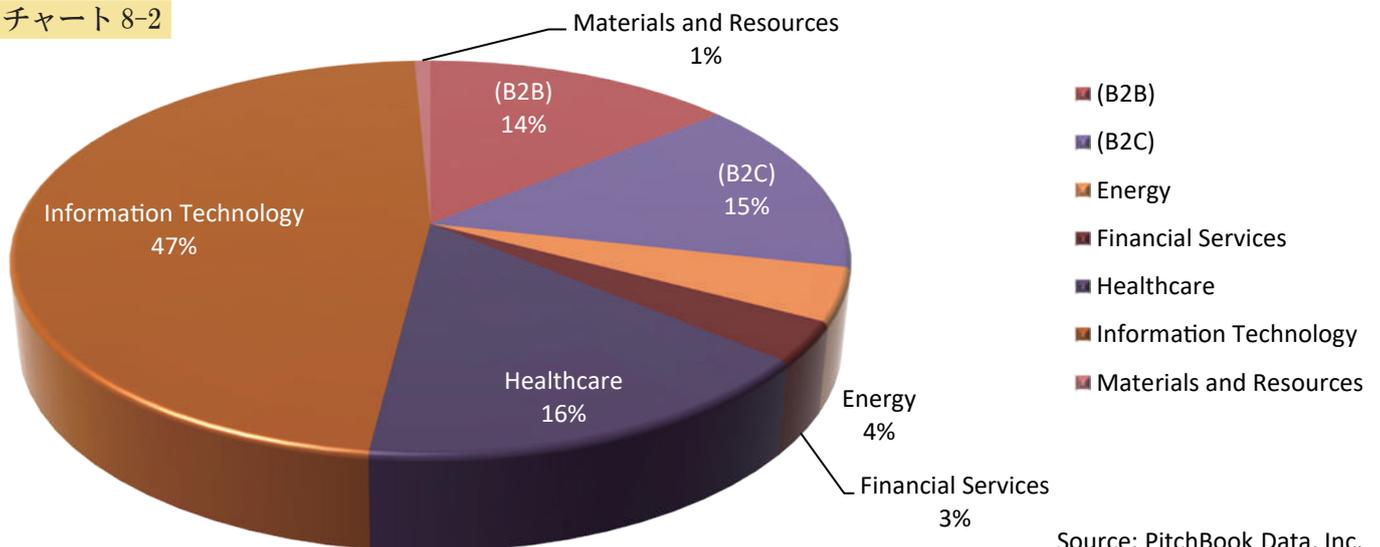
これらの投資が一体どのような産業セクター及び業種の米国スタートアップに振り向けられていたのかを見てみると、2021年においては、おおよそ **チャート 8-2** **チャート 8-3** のような結果となっている。

業種別では、TMT、AI/Machine Learning、SaaS、FinTech、Mobile、Life Sciences などといった業種に対する投資が多い。これに加え、Clean tech に対する投資が目立って多くなっていることは、カーボンニュートラルの流れに沿った動きの一つとして、日系投資家とそのソリューションを米国に積極的に求めていることが窺い知れるものであり、興味深い。

Clean tech 分野は、日本においても投資件数及び投資金額が伸びている分野であり、ESG や SDGs を投資戦略に掲げる個性豊かな VC もあらわれ、活躍を始めている。⁴ 現時点において日本よりもこの分野で先行する米国のスタートアップが、2022年以降も日本の投資家を引きつけていくことが予想されるが、これに互していく日本のスタートアップの登場が待ち遠しい。

⁴ 橋爪麻紀子「ベンチャー投資にも ESG の波」(日経 ESG、2021/11/19) <https://project.nikkeibp.co.jp/ESG/atcl/column/00012/111100017/>

チャート 8-2



Source: PitchBook Data, Inc.

チャート 8-3

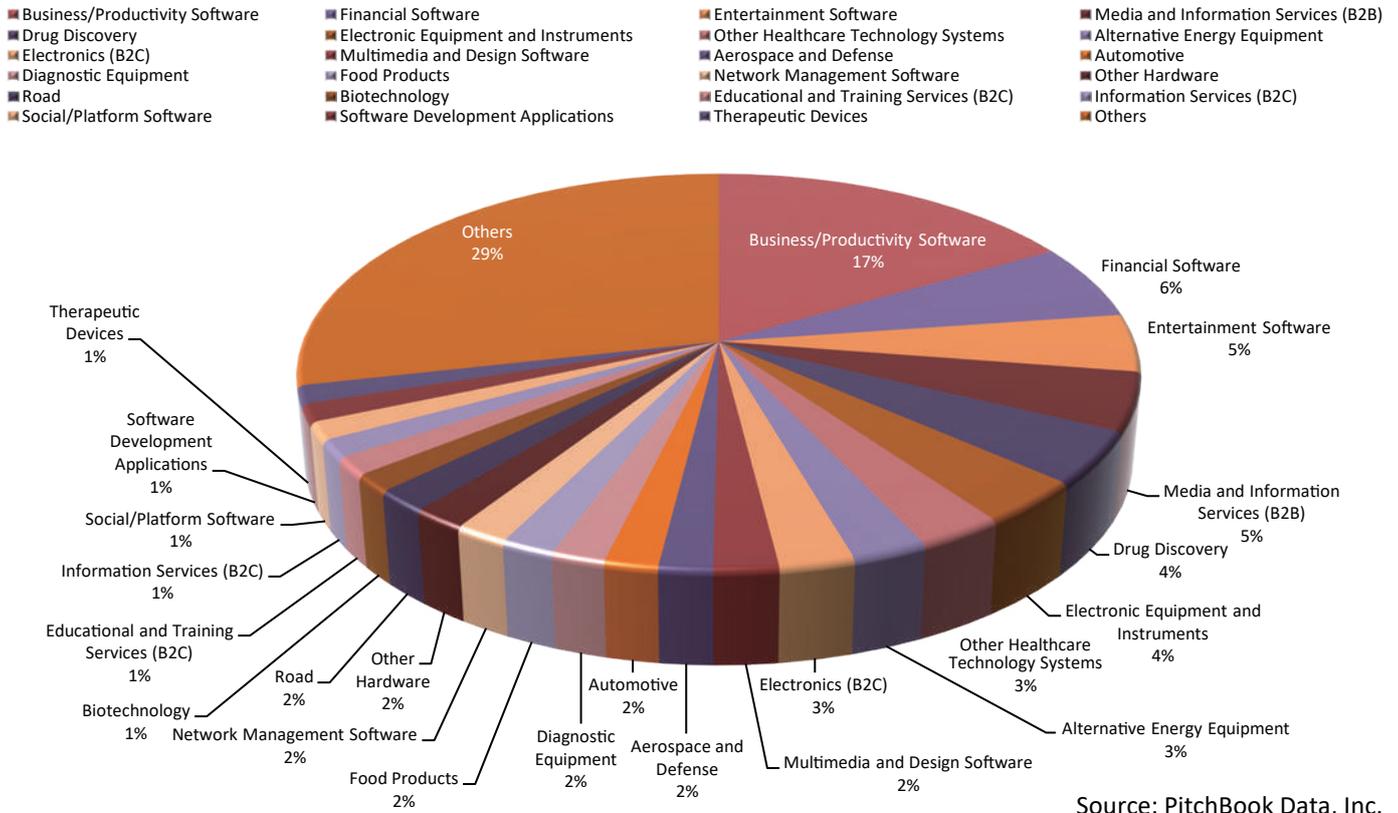
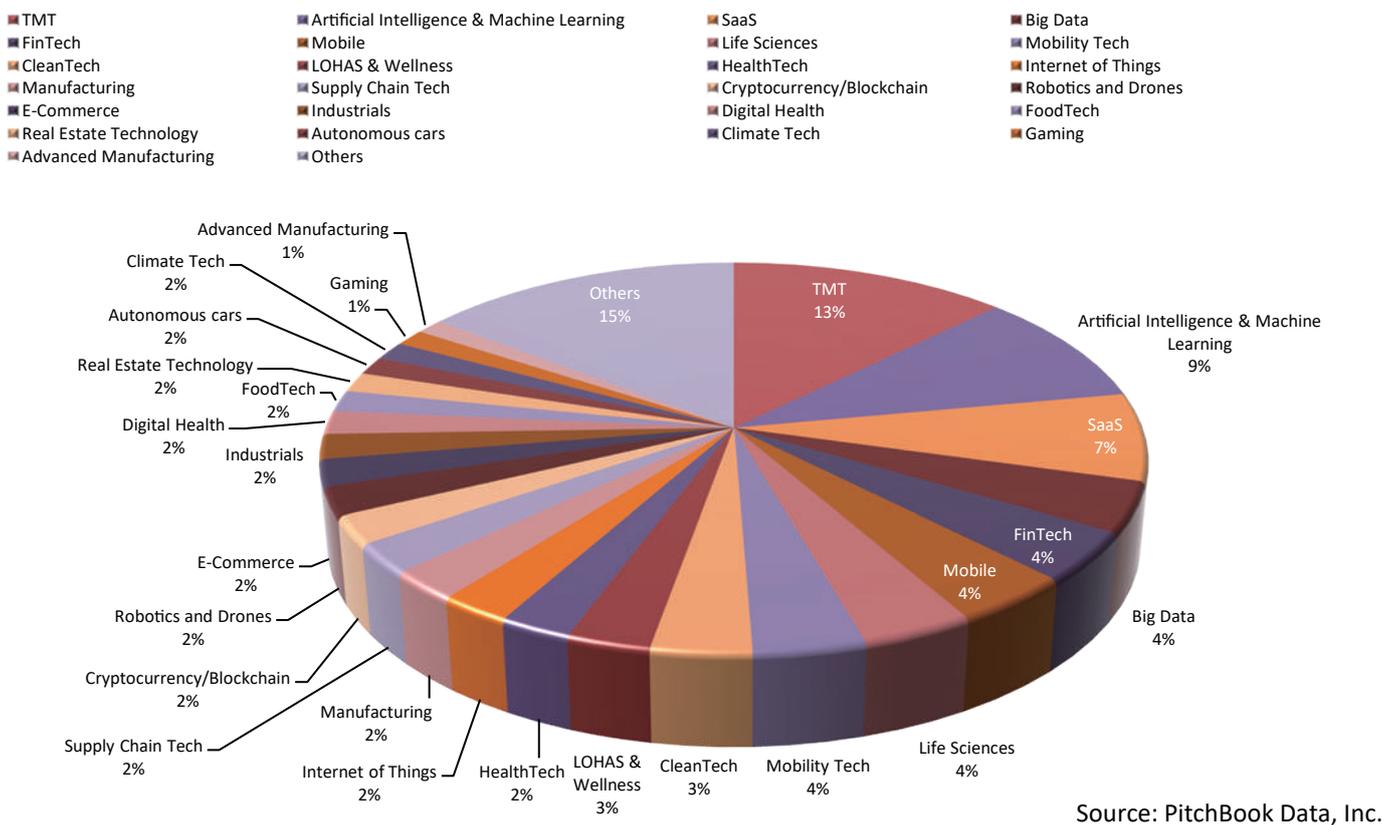


チャート 8-4



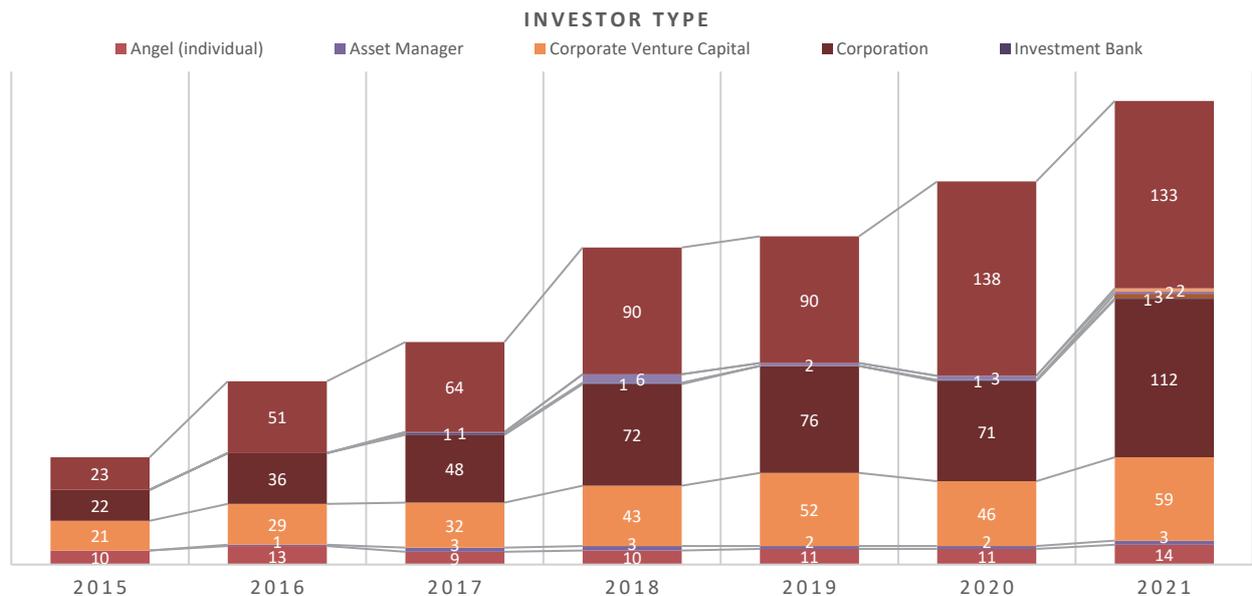
最後に、これらの米国スタートアップに対する投資に参加する日系投資家の属性を見てみよう。

巷間指摘されているとおり、Google、Facebook、Appleといった著名企業だけでなく、多くのイノベーションを生み出しているスタートアップが多数所在するシリコンバレーへの投資は、2008年のリーマンショック後、数年を経て再度活発化しはじめた。日本でも、2010年代前半からOpen Innovationのかけ声の下に再びスタートアップ投資が注目され、シリコンバレーをはじめとする米国スタートアップへの投資が熱を帯び始めた。

米国全体のベンチャーファイナンスにおいても、近年は、事業会社やコーポレートベンチャーキャピタルによる投資件数及び投資額が増加している傾向にあるが、日系投資家及び日系企業による米国スタートアップへの投資という観点からも、同様の傾向が窺われる。

以下の **チャート 8-5** から見て取れるとおり、**日本の事業会社及びコーポレートベンチャーキャピタルからの投資件数は、年を重ねるごとに増加している**傾向が見て取れる。2020年こそ、おそらくコロナ禍の影響により踊り場で一息ついた状態であったと思われるものの、2021年には、事業会社による投資もコーポレートベンチャーキャピタルによる投資も、件数としては過去最高を記録するに至っている。

チャート 8-5



スタートアップとの連携を通じたいわゆるオープン・イノベーションの必要性は、広く日本企業に認識されるに至っており、2022年以降も、こうした日本の事業会社及びコーポレートベンチャーキャピタルによる米国スタートアップへの投資は、積極的に行われると予想される。

ただし、米国スタートアップをはじめとする外国スタートアップへの投資は、ベースとなっている法律が異なるだけでなく、案件の進め方やクローズの方法といった極めて実務的な側面まで、日本のそれとは大きく異なる面が多々存在するため、「実際のところ」のガイダンスがないと、不安を感じることも多いと思われる。

また、そのスピード感に戸惑うことや、条件交渉の相場感、いわゆる「Market Term」がつかめていないことにより交渉が無用に長期化したり、錯綜する例も見受けられる。Market Termではない条件を提示した場合、結局損をするのは投資家側である。このようなすれ違いや負担を極力回避し、投資をスムーズに実行できるよう、適切なサポートを得ることが望ましい。

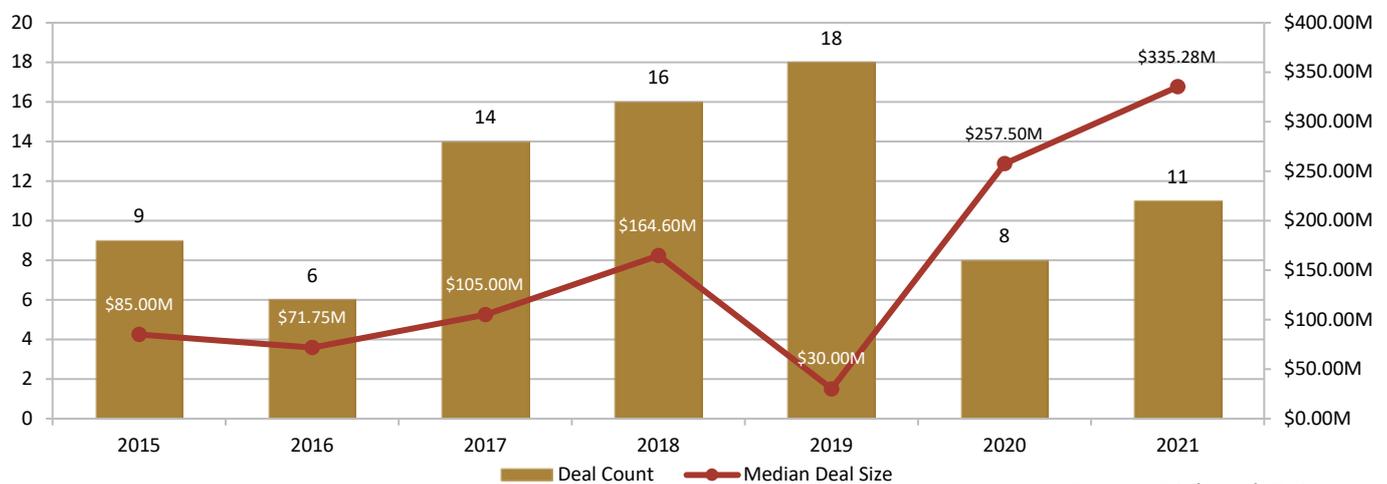
Chapter III 2021年 日本投資家による 米国ベースのスタートアップの買収

本書の最終章として、投資及び協業という話からさらに進んで、日本企業が買収という形で米国スタートアップを自社に取り込むに至ったケースを概観したい。

チャート 9-1 のとおり、PitchBook のデータ上、2021 年中に、「日本に本拠を構える事業会社を中心とした戦略的買収者 (Strategic Acquiror) が、米国に本拠を構えるスタートアップを買収したケース」は、合計で 10 件ヒットする。そのうち、ディールサイズが明らかになっているものは 4 件のみだが、\$100M 前後のディールから大きいものでは \$1B のディールも見られた。

過去対比の買収案件数という観点で言えば、コロナ禍がはじまった 2020 年対比では微増となったが、コロナ禍が開始する前においては 2017 年に 14 件、2018 年に 16 件、2019 年に 18 件を記録していた点を踏まえると、買収の動きは活況に至っているとまでは言い切れない。たしかに、**マイノリティ出資と 100%の株式取得 (またはこれに類する手法による支配権の取得)** は、全く意味合いが異なる。現地でもインタビューをし、オフィスを訪ねて、といった遠隔地の M&A で当然に行うべきアプローチもコロナ禍で容易に実現できない中では、M&A の手も止まらざるを得ないのかもしれない。現状は、「コロナ禍からの回復途上」という評価が妥当なように思われる (チャート 9-1)。

チャート 9-1

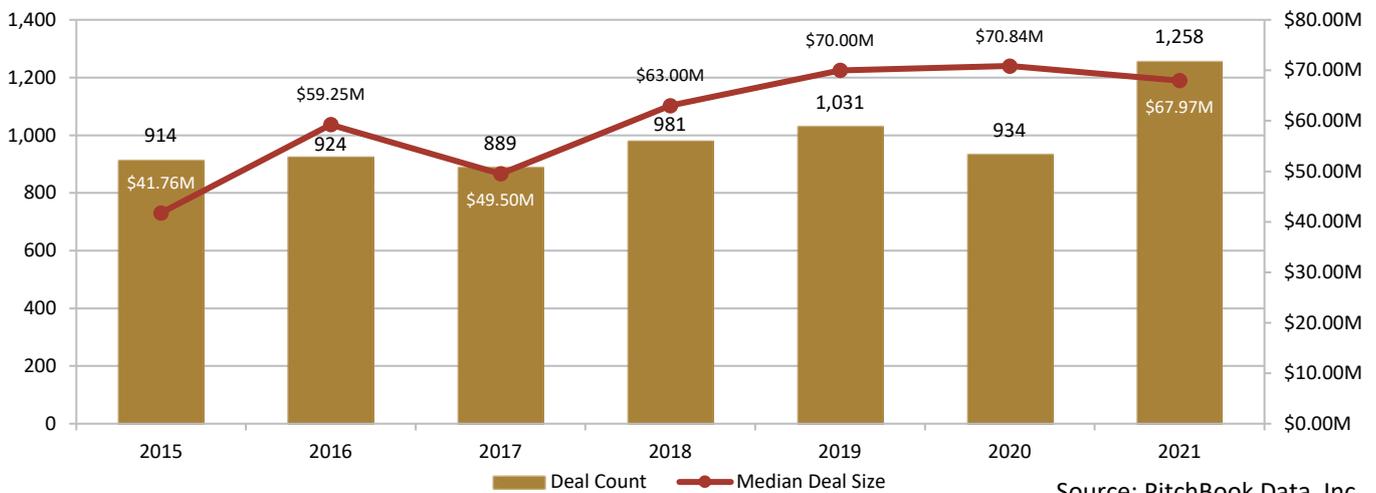


このような傾向の把握は、コロナ禍前後における日本の事業会社及び CVC による米国スタートアップへの投資の傾向とも合致している (チャート 8-5)。2022 年以降は、投資活動の活発化と連動する形で、買収活動も活発化していくことが期待される。

なお、PitchBook のデータによると、「(日本の買収者によるものに限られない) 2021 年における米国スタートアップの買収件数」は、前年度を大きく上回り、2015 年以降で最高数となる 1200 件超を記録している (チャート 9-2)。

2021 年は、とある米国法律事務所の M&A チームから、「歴史上最も忙しい年」との声すら聞こえてきた。その声が正しいことは、PitchBook のデータ上も裏付けられている。

チャート 9-2



なお、買収金額が公表されている案件の買収金額の中間値は、2021年こそ前年対比で少々下がったものの、引き続き\$70M前後となっており、2019年以降高止まりの傾向にあると言える(チャート9-2)。1200件超の案件数のうち、買収金額が公表されている案件自体はごく一部に過ぎないため、この中間値の数字は必ずしも参考にしがたい側面もあるが、筆者らの個別案件ベースの経験を踏まえると、やはり、買収金額は相対的に高い傾向にあるように感じられる。

ちなみに、「日系企業による米国スタートアップ買収案件」において、比較的「高い」価格でのディールが多いという指摘は、以前から指摘されているところである。その真偽を判定するに足りるデータをPitchBook上から得ることができないが、日本の買い手かどうにかかわらず、米国スタートアップの買収案件の全体的な傾向として高値が付いている傾向にあることは間違いないと考えられ(チャート9-2)、買い手となる日本企業としても、アーンアウトや適切なインセンティブボーナスの設定等を通じて合理的な買収金額にたどり着けるように、交渉の初期段階から留意することが望まれる。

コラム クロスボーダーのスタートアップM&A

当事務所において2021年にご依頼件数が大きく増加した案件類型の一つが、クロスボーダーのスタートアップM&A案件でした。

現象面では、相手がスタートアップであろうと大企業であろうと、「100%の持分」を何らかの形で取得することが念頭に置かれた取引が中心にあることは同じであり、大きな差があるものではありません。しかし、①経営者が一定量以上の株式を保有していることに加え、②(日本国内外を問わず)経営者の存在感、価値がその会社の存在感、価値とイコールである傾向が強いこと、がスタートアップM&Aのディールに特徴を与えることがあります。例えば、スタートアップM&Aにおける最重要ポイントの一つが「適切なインセンティブ」の設計方法ですが、アーンアウト一つをとっても、「〇〇期のEBITDA」をベースに後続する支払対価額が決定するとして、そのEBITDAはどう計算するのか(前提となる会計基準ですら国ごとに違いがあり、米国ではUS-GAAPあるいはIFRSが念頭に置かれているため、同じく「EBITDA」といっても常に同じ土俵で会話ができるわけではありません。)など、両者の意図せぬ理解のズレを埋めなければ「数字差」が出るような項目もありますし、「その地、その文化で働いている人」が有する感覚と、買収者の地、文化の感覚の間の「感覚差」が出る項目もあります。A国ではマーケットタームだと思われることが、B国では極めてディマンディング、あるいは人の気持ちに配慮が足りないものと映る可能性もあり、慎重な判断と丁寧な説明が必要になることは言うまでもありません。



おわりに

今回は、日本投資家の海外における 2021 年における投資活動の動向という切り口で投資案件や買収案件の動向を概観した。今後は、よりグローバルな視点からより近視眼的なスコープまで、さまざまな種類のレンズを通して、日本と世界のスタートアップ投資の動向を分析していくことにしたい。

また、日本のスタートアップ案件における投資条件の動向や投資契約及び株主間契約の契約条件の動向といった、これまで投資案件を担当する弁護士のノウハウとして個々の弁護士内にものみ存在していたものも、当事務所で受任したスタートアップ投資案件をベースに、適宜情報を集約し、文字化・視覚化を図っていく予定である。

スタートアップ実務に関与している法律実務家として、大規模事務所としての強みを最大限活かし、日本のスタートアップ業界の発展に少しでも貢献できるよう努力していくことを 2021 年の誓いとしつつ、本レポートを終えたと思う。

Contributors



竹内信紀 (Nobuki Takeuchi)

TMI 総合法律事務所パートナー

日本国・ニューヨーク州・カリフォルニア州弁護士

2006年筑波大学第一学群社会学類法学主専攻卒業後、2007年からTMI 総合法律事務所に勤務し、主にM&Aを中心とした実務経験を積む

2013年にNew York University School of LawのLL.M.プログラムに留学後、2014年9月からシリコンバレーに本拠を置くWilson Sonsini Goodrich & Rosatiで約2年半にわたり、スタートアップを中心としたシリコンバレーの法律実務を学ぶ。その後、2017年7月から、TMI 総合法律事務所シリコンバレーオフィスの一員として、引き続きシリコンバレーに留まりつつ、日系企業や日系投資家の米国投資案件、日系企業による米国企業の買収案件、日系企業による米国企業とのジョイントベンチャー案件などの日米間を中心とするグローバル・トランザクション実務に対応するとともに、日本のスタートアップの米国での資金調達や事業展開のサポートも精力的に行っている。



小川周哉 (Shuya Ogawa)

TMI 総合法律事務所パートナー

日本国・ニューヨーク州弁護士

2003年慶應義塾大学法学部法律学科卒業、2007年慶應義塾大学大学院法務研究科修了、2008年第二東京弁護士会登録。2014年デューク大学ロースクール修士課程(LL.M.)修了、同年ニューヨーク州弁護士資格取得。2014年、TMI 総合法律事務所シリコンバレーオフィス勤務後、シリコンバレーのVenture Capital Firmにて勤務。2015年TMI 総合法律事務所東京オフィスに復帰。現在、TMI 総合法律事務所東京オフィスにて、VC、CVCによるスタートアップ投資案件、スタートアップ側での資金調達案件のほか、コーポレートガバナンス、株主総会や委任状勧誘、商事訴訟・非訟などの実務に携わる。

スタートアップ・プラクティスグループ

当事務所において、日ごろスタートアップ関係の法律実務に多く従事している弁護士・弁理士のメンバーで構成されているグループです。スタートアップの法律実務について、投資家サイド、会社サイドを問わず広く情報共有を行いつつ、既存のスタートアップの法律実務への知見と理解を深めること、さらには、効率性及び合理性や専門家サイドの強いリーダーシップ、ドライブ力が求められるスタートアップの法律実務により適した法律実務を発案し、提言することまでを視野に入れて活動しています。2022年3月末時点のメンバーは以下の通りです。



上崎貴史
Takafumi Uesaki



林雄亮
Yusuke Hayashi



堀木淳也
Junya Horiki



田中真人
Masato Tanaka



荒井悦久
Etsuhisa Arai



松永耕明
Komei Matsunaga



木宮瑞雄
Mizuo Kimiya



岡部知樹
Tomoki Okabe



中村恵太
Keita Nakamura



弾塚寛之
Hiroyuki Danzuka



古川法子
Noriko Furukawa



松村英弥
Hideya Matsumura



吉田昌平
Shohei Yoshida



金澤久太
Kyuta Kanazawa



川上貴寛
Takahiro Kawakami



取出遼
Ryo Toride



石原佐知子
Sachiko Ishihara



山室慶一郎
Keichiro Yamamuro



松岡恵美子
Emiko Matsuoka



呉香仙
Hyangson Oh



坂下美沙
Misa Sakashita



藤森裕介
Yusuke Fujimori



佐藤拓海
Takumi Sato



八尾理菜
Rina Yano



田中大介
Daisuke Tanaka



吉田幸二
Koji Yoshida



村上晶美
Masami Murakami