



JVCA

Japan Venture Capital Association

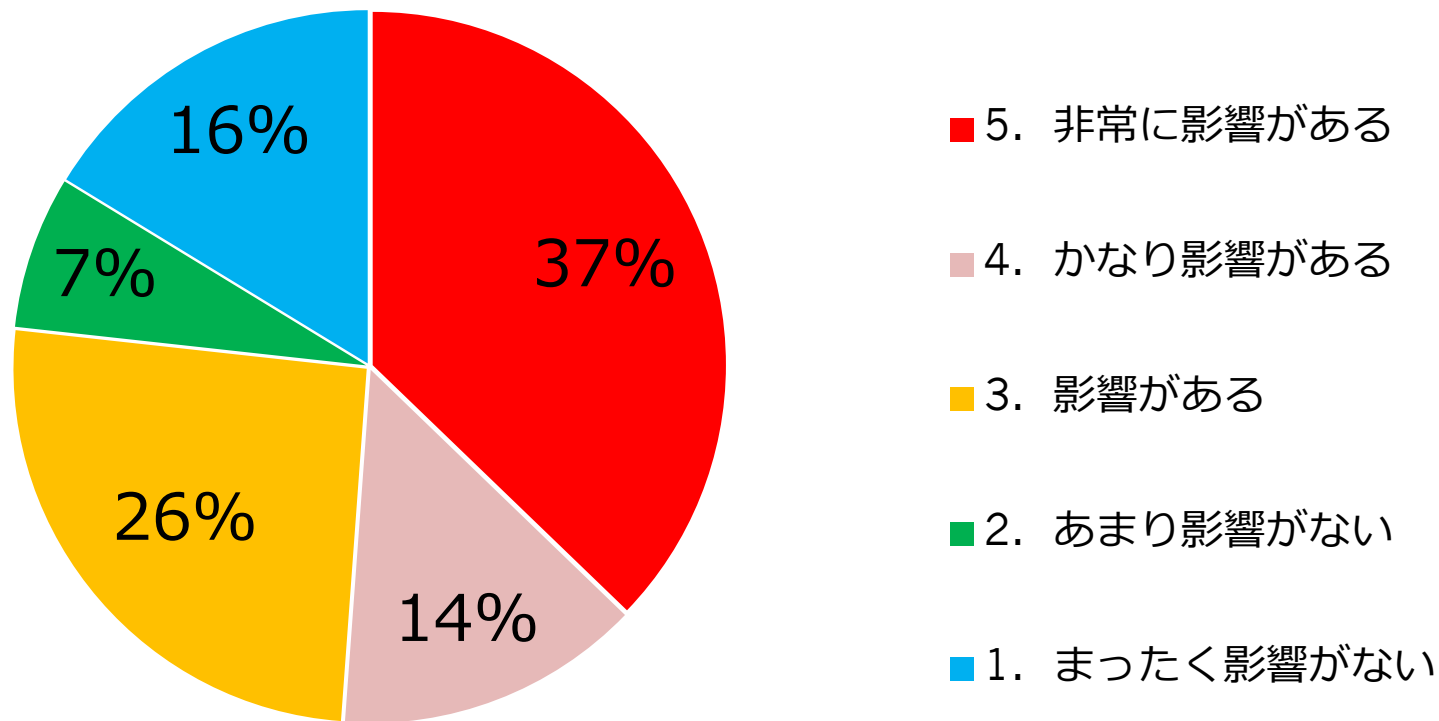
外為法事前届出対象業種追加に伴う アンケート結果

2019年9月27日

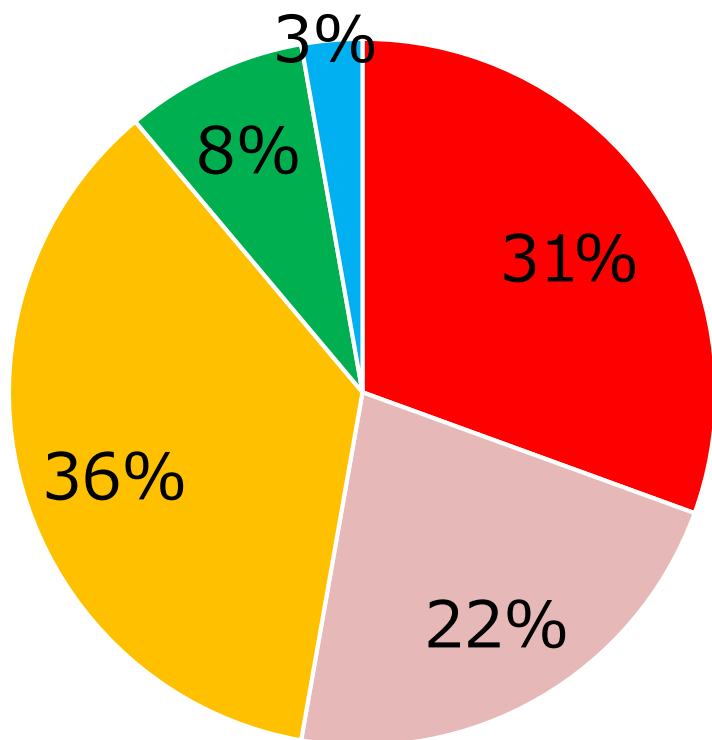
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

1. アンケート形式：選択式及び記述式（webアンケート）
2. 期間：2019年9月20日～26日（7日間）
3. 対象：JVCA全会員
4. 回答社：VC/CVC会員より43社（9/26時点）

設問 1) 投資実行への影響について(必須回答)



設問2) 投資実行の遅延の発生について



- 5. 非常に多く発生 (見込みを含む)
- 4. かなり発生 (見込みを含む)
- 3. 発生 (見込みを含む)
- 2. あまり発生しなさそうである
- 1. まったく発生しそうにない

設問2)事例(抜粋)

IT関連の投資予定先について、投資意思決定を行い8月中の投資実行を予定していたところ、同一ラウンドで入る予定の共同投資家の意思決定スケジュールの関係により9月に入っての投資実行となった。しかし、9月以降の投資は事前届出の対象となることから、当社運営ファンド及び共同投資家のそれぞれで事前届出書類を提出することとなり、結果として投資実行は10月末まで延期することとなった。

外為法規制の影響を受けた協調投資家の払込遅延により増資ラウンド自体が遅延

当ファンドの投資先は大半がIT関連であるため、ほぼ全ての投資案件で資金調達の遅延及び手続対応のためのコストアップが発生している。また、同じラウンドにおいて他VCとCo-investすることも多いため、弊社が取引可能となっても、他のVCがまだ出来ていないために、実行まで足踏みすることも実際に起きている。

業種を定める告示「別表第二三」は日本産業分類に従ったものになっているが、投資予定先の業種がこれらの表のどの業種に該当するのかの判断が難しく(煩雑)、手続対応に時間がかかる。監督官庁に問い合わせた場合も担当者や各官庁の感覚によってもやや回答が異なる場合もあった。特に情報通信業のソフトウェア業インターネット付随サービス業については、どのような事業だと、どの番号に該当するのか、あるいは該当しないのかを明示してもらいたい。IT関連の投資先はVC各社とも多いため、該当業種にあたるかの判断でまず、混乱している。

人手が少ない中ほぼ全ての案件で手続きが必要であり、資金調達の遅延と社員の疲弊が起きている。届出書類の作成に際して投資予定先企業への確認が毎回作業が発生してご迷惑をかけているのも心苦しい。

当ファンドの投資先は大半がIT関連であるため、組合員の外国人持ち株比率を絶えずWatchする必要があり、管理業務が増えることになる。

投資先の大半が該当するうえ、回答時期が読めないことでスタートアップ側の資金需要を満たせず、結果的にスタートアップが資金繰り破綻してしまうリスクがある

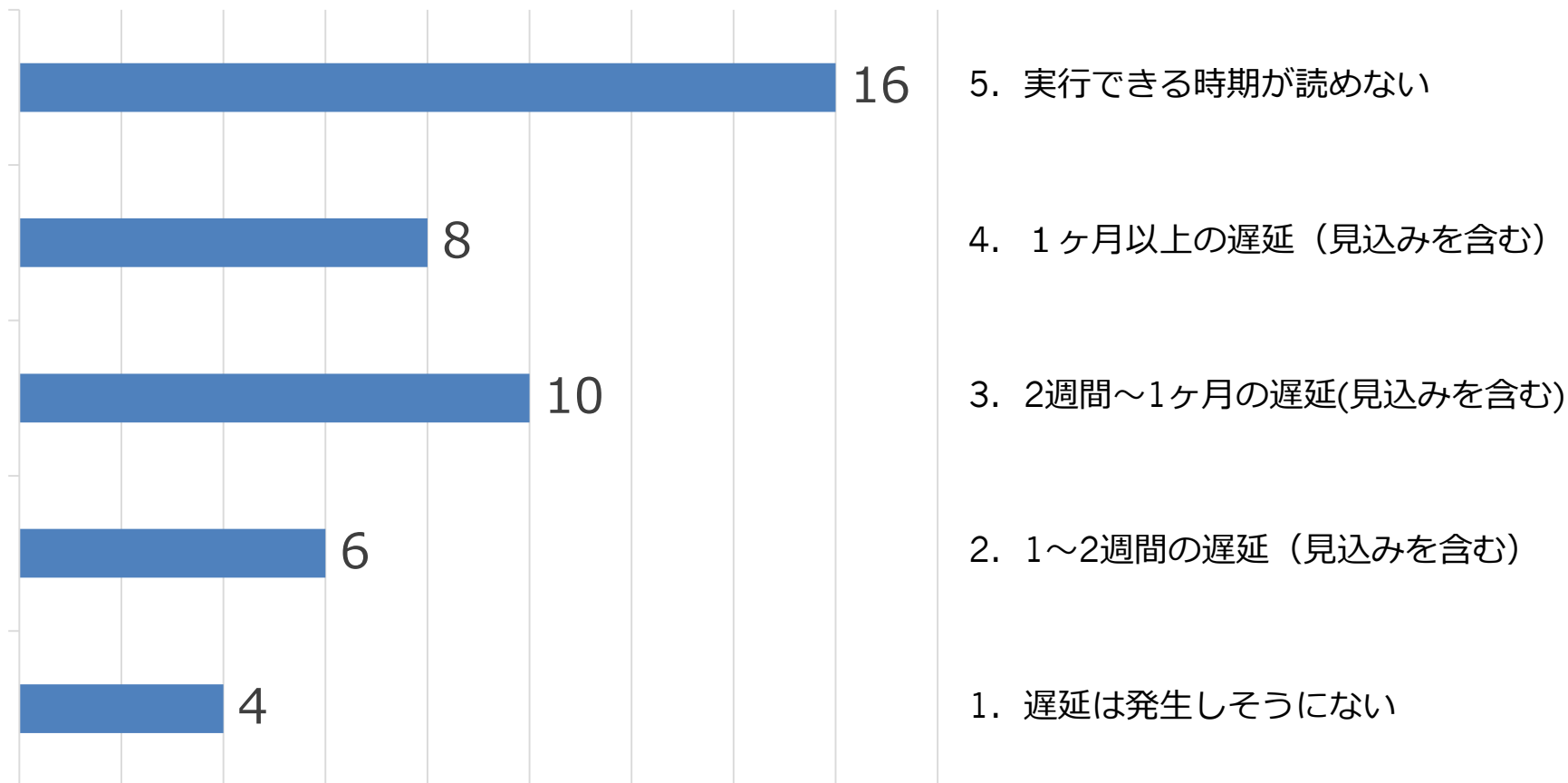
従来は、投資決定後比較的速やかに投資実行していたが、現在、多くの案件において投資決定後に事前届出の対応をしているため、従来と比較すると投資実行の遅延が発生している。

投資先(候補)の定款上の事業目的が事前届出業種に該当するものがほとんどであり、資金調達スケジュールが遅延。手続作業量増加以上にタイムリーな資金供給ができないことに苦慮。払込期間延長による登記の遅れ、又は複数回となる発行体への負担増加の見込み。

当社が運営するファンドの投資先は、大半がIT関連企業のため、ファンドのLPに外国投資家がいたときには、投資実行の延期の可能性や、手続対応のためのコストアップがあった。

投資先は大半がIT関連であるため、外国投資家がいるファンドではほぼ全ての投資案件で資金調達の遅延及び手続対応のためのコストアップが発生、いないファンドも外国投資家該当性の確認による遅延が生じる見込み

設問3) 投資実行の遅延の期間 (複数回答可)



設問3)事例(抜粋)

創業期のスタートアップが幅広く事業療育を想定し、定款に多くの事業を記入、そのため提出範囲が広くなり承認が降りず投資目処が立たずキャッシュアウトの危機に陥っている。

クロージングをずらしていただく案件がいくつも発生している。投資予定先企業経由で同じラウンドで投資する企業やVCにその旨を説明してご理解いただいているが、最悪の場合弊社の投資機会がなくなるケースも想定される。

①弊社運営ファンドの組合員である上場会社において、現時点では事前届出を要する外国投資家には該当しないものの、特定の外国株主の比率が増加しており9月末時点で事前届出を要する外国投資家に該当する可能性が生じている。10月に投資実行を予定して9月中に事前届出を提出していた案件について、上記に該当する場合には10月に入ってから当該組合員について追加で事前届出を要するため、現時点でなお確定的な投資スケジュールが読めない状況にある。②弊社運営ファンド(親ファンド)が出資するファンド(子ファンド)において株式取得を行う際に、親ファンドに外国投資家組合員が存在するため、事前届出を行う必要がある。子ファンドが親ファンドとは独立して運営されているにもかかわらず、子ファンドの投資案件について事前に親ファンドに通知し、親ファンドのGPである弊社が事前届出を提出するという実務が発生している。審査期間に加えて親子間での連絡時間等のバッファを確保する必要があり、遅延が生じるとともに、子ファンドにおいてスケジュールが不透明となっている。

法令上は、受理してから30日、2週間、5か月といった期間が設定されており、申請してから認可されるまでの期間を想定できない。また、認可されないケースを想定すると発行会社への投資コミットは不可能になり、投資機会を失う懸念が高まる。また、日銀に受理してもらうに際しても、修正による差戻しや、各所管官庁より業種分類の修正指摘等もあり、時間を要するケースが多い。

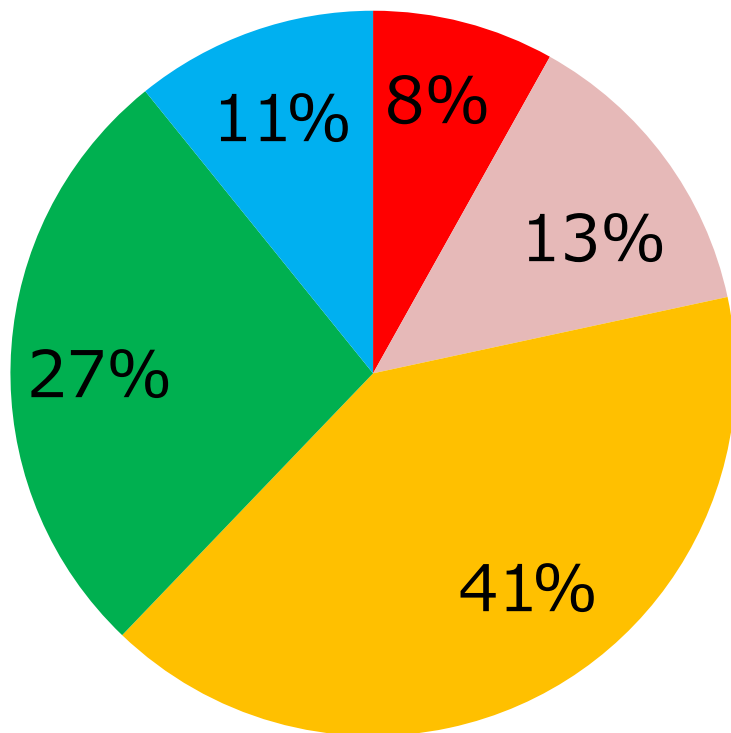
投資実行時期が全く読めないため、本来必要のなかったデッドファイナンスを検討する必要が発生している状況

日程に余裕をもって届出すればよい、ということではあるが、対内直接投資届を出した後も監督官庁からの質問書に回答するために時間を要し、何度も書面を日本銀行経由で提出し、投資可能日連絡が投資実行予定日ぎりぎりとなったケースがあった。投資可能連絡を待ってからの投資契約の締結となると、投資機会が失われる可能性もあり、また、Co-Invester間で対内直接投資届出に係るやりとりの時間が増えた。

投資実行の30日前までに、取得しようとする株式の数量や価額、出資比率等が決まらない場合もあり、その場合、法定の30日前までに事前届出書を提出できず、投資実行を延期することがあり得る。また、ベンチャー投資の場合、投資の話を受けた時点で、投資実行まで既に30日を切っている案件もあり、その場合も投資実行を延期することがあり得る。

当社は九州地方で投資事業を行っており、書類のデリバリー等に要する時間等が読めず、投資可能となるまでの日数を明確に投資対象企業に伝えられず、投資案件がフェイルする可能性がある。

設問4) エクイティファイナンス(株式投資)の断念について



- 5. 非常に多く発生(見込み)
- 4. かなり発生(見込みを含む)
- 3. 発生(見込みを含む)
- 2. あまり発生しなさそうである
- 1. まったく発生しそうにない

設問4)事例(抜粋)

投資先が資金繰りに窮しないように、ほぼすべての案件で**いったん株式以外の形態で資金供給せざるを得ず、会社法上の株主としての権利が得られないままでの投資**を余儀なくされている

資金繰りが厳しい案件については、一旦CB、CEで対応している。

投資先が資金繰りに窮しないように、多くの案件で**いったん株式以外の形態で資金供給せざるを得ず、会社法上の株主としての権利が得られないままでの投資**を余儀なくされる可能性がある

投資先の資金調達のニーズに合わない場合や**他のVCを優先**するが生じている

緊急の場合、**社債または新株予約権の発行で対応**することが考えられる。株主としての権利はないが、投資契約等で投資家としての権利を確保するため、権利関係としては問題ない。しかし、プレーンな株式投資が減少することになるので**スタートアップにとっては負担**となる可能性がある。

投資先が資金繰りに窮しないように、ほぼすべての案件で**いったん株式以外の形態で資金供給せざるを得ず、会社法上の株主としての権利が得られないままでの投資**を余儀なくされると考えている。また、新規案件の検討である場合、相手側のデッドラインまでに意思決定が間に合わないリスクを恐れ、**検討を勧めずにお断り**をすることになる可能性も出てくる。

エクイティ性の資金でなければ届出不要となるため、CBや新株予約権など転換性の投資形態も検討しうるが、届出受理されないリスクを内包したまま資金を払い込むことには相応のリスクがあり、**投資家への説明責任**を果たせない。

設問3で回答の通り、投資可能時期が未確定になることから、**投資機会を失う**ことが多くなるものと想定され、社債等によるつなぎファイナンスの実施もその手間から投資家として排除される可能性が大きい。

当ファンドの機動的な投資が困難となり、その代替策として**事業会社や個人からの資金調達のアレンジ**が別途必要になっている。

他の調達方法の選択を余儀なくされる場合もあり得ると考えます。

投資家の数が減ることで、**調達希望額に達しない**ケースを想定

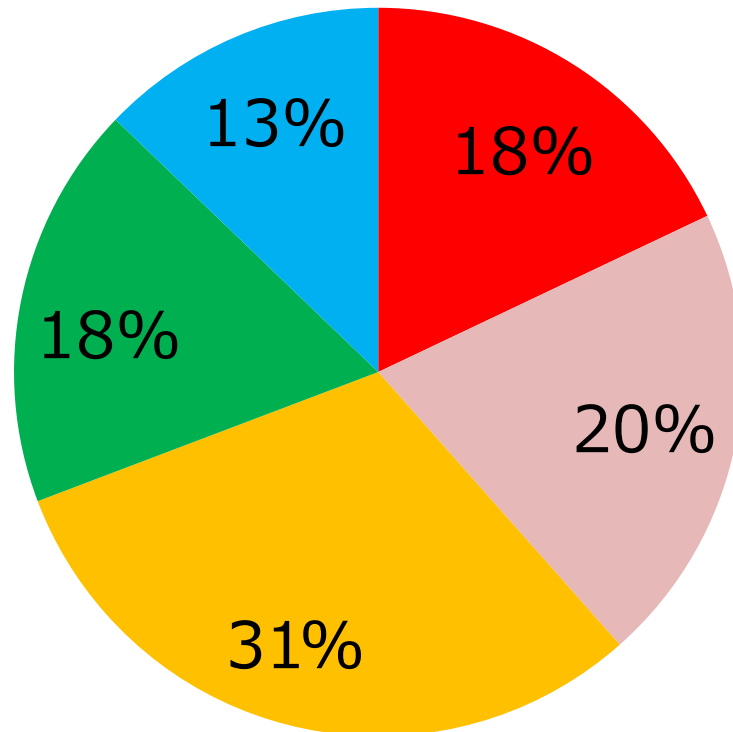
検討事案の多いITにおいて、届出対象となる得るかの判断が非常に難しいため、全て届出しておこうという運用に傾く可能性が大。届出工数を削減するために、本来あってはならない本質的な理由でない理由での**投資断念**なども発生する可能性を危惧している。

他VCからの同時出資を条件としている場合は、**実行できない**可能性がある。

着金のタイムラインが事前届出の関係で遅延するため、シード投資家としてスムーズな投資実行のためにJ-Kiss/転換社債等を活用する可能性が高まっている。

弊社運営ファンド(親ファンド)が出資するファンド(子ファンド)において有償新株予約権や転換社債型新株予約権付社債での投資を行っている。株式への転換時には親ファンドの外国投資家組合員において事前届出を行う必要があるところ、これまで転換時に親ファンドに即通知することまでは行われていなかったため、子ファンドにおいては転換前に親ファンドに通知して事前届出を行う**期間のバッファを見込んでおく**必要が生じている。

設問5) ベンチャーキャピタルファンドの資金調達への影響について



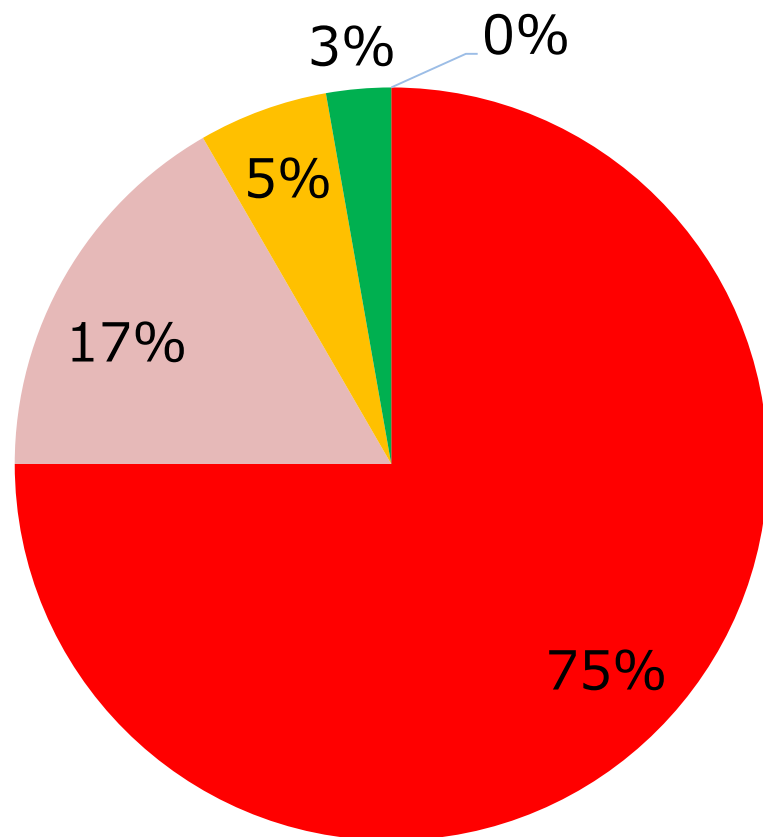
- 5. 非常に影響がある
- 4. かなり影響がある
- 3. 影響がある
- 2. あまり影響がない
- 1. まったく影響がない

設問5)事例(抜粋)

<p>ファンド組成において外資系の事業会社からのLP出資交渉を断念した 今回、実際にファンドレイズに影響が出ている。 新しい外国投資家LPからの出資を受け入れるためには、すでに出資済みの投資先の株式についてほぼすべての事前届出を行い、取引可能となる必要が発生したために、出資金を受け入れるまでに遅延及び手続対応のためのコストアップが発生している。 また、新しい出資による事前届出が必要な株式取得とのスケジュールとの調整もかなり面倒である（新しく増えたらそれだけキャピタルコールが伸びてしまうが、スタートアップのデッドラインもあるので予測しての対応が必要となっている）</p>
<p>ファンドレイズの際、はじめから外国人投資家を組合員候補から除外するか、この対応のためにファンドスキームをどうするか、などこれまで考える必要のなかった課題が発生し、悪影響が生じている。</p>
<p>これまで外国人投資家によるファンド出資を受け入れた場合、業務上の大きな支障が出ており、今後、ファンド設立に際しては外国人投資家の受け入れを制限せざるを得ない。</p>
<p>当社で新規設立予定のファンドにおいて、海外投資家からの出資受入を計画していましたが、当該ファンドの投資予定領域がIT関連であるため、基本的に全ての投資案件で事前届出を要するものと想定されます。その結果、有望案件に対する機動的な投資活動への悪影響や事務負担増等が懸念されることから、海外投資家からの出資受入の見送りも含め、資金調達計画に修正遅延が発生する見込み。</p>
<p>海外投資家からの資金調達がスローダウンする可能性がある。</p>
<p>既存のファンド投資家に手続きのお手間を取らせてしまっており、次回ファンドの募集が困難になる可能性がある。</p>
<p>外為法上の事前届出手続きは、難解で、また確認や作成作業に手間がかかるので、今後、ファンド運営者は、届出義務を避けるため、外国投資家からの出資を受け入れなくなる可能性がある。</p>
<p>VCファンドからの投資においては、居住者外国投資家である（L.P）については、G.P.が代理人として届出を行うが、届出に際しては当該L.Pの直近外国人株主名簿を入手する必要があることを、ファンド募集の際にもご理解いただく必要がある。</p>
<p>G Pが代理で届出を提出することができるようなので、海外L Pにとって原則影響はないと考える。ただし、海外企業より直接投資を受けようとするスタートアップに悪影響があると思われるため、規模の小さい会社（例：増資前資本金5億円未満等）は規制の対象外とするなどの改正を検討していただきたい。</p>
<p>外国投資家からファンドへの投資検討を回避される可能性があるのに加え、弊社としても事前届出が必要になる投資家について今後LP出資をしていただくか否かについて、考慮する可能性がある。</p>
<p>機関投資家が出資の募集がむずかしくなる</p>
<p>今後のファンド組成について、考慮すべき事項が増加したことも伴い、資金調達には相応の影響があるものと思われる。</p>
<p>従来、親会社の資産運用を行ってきたが、今後外部から資金調達を図る際に影響が及ぶことが想定される</p>
<p>今後の新規設立のファンドへの投資家が絞り込まれることを想定します。</p>
<p>今後、外国投資家の募集がしづらくなる。</p>

設問6) 一部報道では、政府は10月からの臨時国会に外為法改正案を提出すると報じられています。当協会の要望を反映した改正法案が制定された場合、その施行時期についてはいつが望ましいですか。(必須回答)

設問1) "1. まったく影響がない"回答者を除く



- 5. ただちに施行すべきである
- 4. 1カ月以内に施行すべきである
- 3. 3カ月以内に施行すべきである
- 2. 半年以内に施行すべきである
- 1. 施行まで半年以上の期間を置くべきである