

2026年7月10日 全9頁

# 外為法審査による買収案件中止とその示唆

## 外為法に基づく投資審査制度と判断のポイント

コーポレート・アドバイザー一部 コンサルタント 宮島 優一郎

### [要約]

- 2026年4月、外資系PEファンドによる工作機械製造業の買収案件に対して、外為法に基づく史上2件目の中止勧告が行われた。
- 外為法の投資審査には①対象会社が営む事業に関する要素、②外国投資家の属性及び過去の行動等に関する要素、③外国投資家による対象会社への影響や関与の方法およびその程度に関する要素、の3つの観点があり、これらを総合的に勘案して審査が行われる。
- また、審査において、投資自体は認めるが、投資家に対して国の安全等のリスクを軽減するための一定の条件（遵守事項）を課すことがある。しかし、本ディールは買収の中止以外ではリスクに十分に対処できないと判断された。当局が流出を懸念する機微情報の範囲には、特に防衛装備品関連のサプライチェーンにおいては、極めて広い範囲が含まれると考えられる。
- 昨今は、地政学リスク等が高まる中、経済安全保障に対する当局の関心が高まっており、規制強化の動きが出てきている。今後、外国投資家や外国籍ファンドが関与するストラクチャーを通じた本邦企業へのM&Aにあたっては、外為法に基づく投資審査をはじめ、経済安全保障の観点からの一層の配慮が求められる。平時から情報収集に努めるとともに、必要に応じて専門家を活用することが重要である。

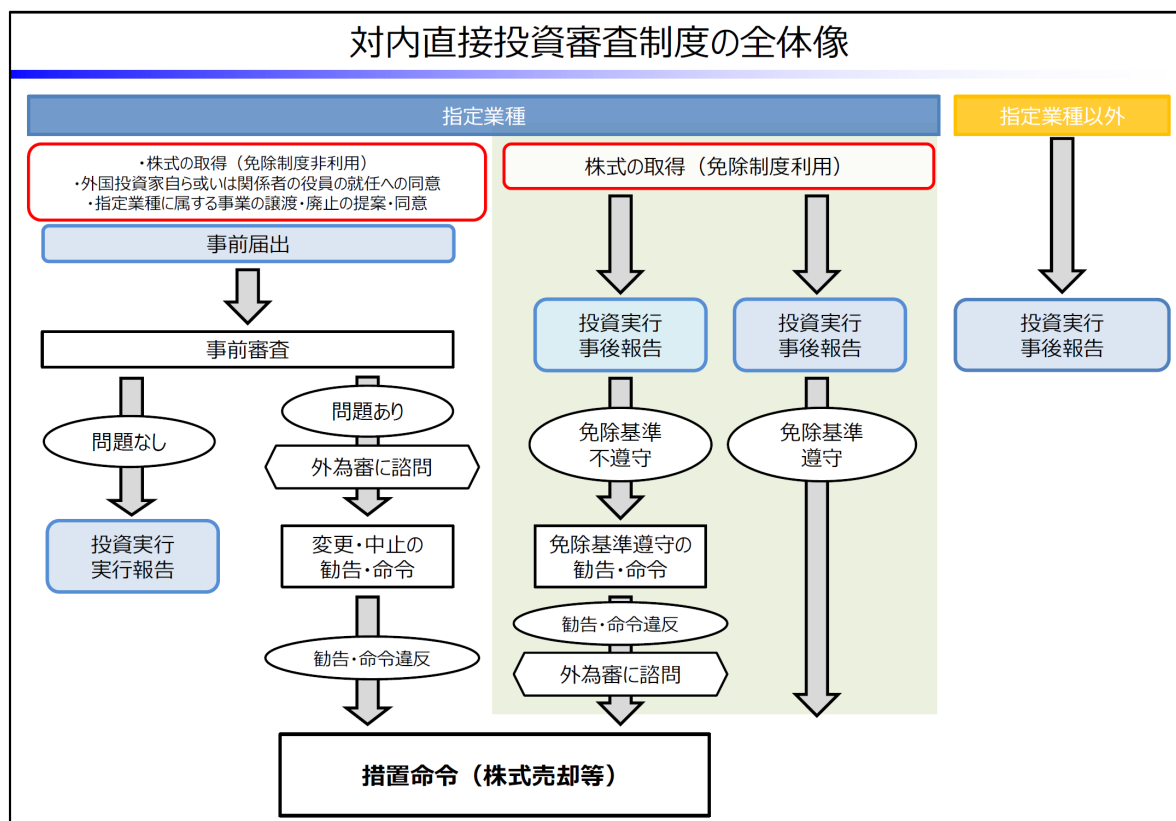
## 1. 投資審査制度の概要

外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」という）では、①外国投資家（非居住者である個人、外国の会社、これらの者から50%以上の出資を受けている本邦の会社等）が、②国の安全等の観点から事前届出の対象となる業種（以下、「指定業種」という）を営む企業に対して、③対内直接投資等又は特定取得（上場会社の1%以上の株式取得、非上場会社の1株以上の株式取得、事業目的の実質的な変更、役員就任等の経営上重要な事項に関して行う同意、等）を行う場合、事前に審査が必要となる（義務的事前届出）。

審査は財務省及び事業所管省庁が実施する。事業所管省庁については、対象会社及びその連結

子会社等<sup>1</sup>の営む事業内容に応じて、審査案件ごとに指定する<sup>2</sup>。投資審査制度の全体像・フローは図表1の通りである。

(図表1) 投資審査制度の全体像



出所：財務省 外為法・投資審査制度アニュアルレポート（2024年度）

また、審査やモニタリングにおいて、特に必要がある場合には、外務大臣その他の関係行政機関の長に資料又は情報の提供、意見の表明その他必要な協力を求めることができる。このように、行政機関が保有する情報を横断的に活用し、審査を行う体制が整備されている。「関係行政機関」については例示されていないものの、後述する株式会社牧野フライス製作所（以下「牧野フライス」という）の審査では、同社が防衛装備品のサプライチェーン上で有する重要性に言及されていることから、「関係行政機関」には防衛省や防衛装備庁などが含まれる可能性がある<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 発行会社の子会社（会社法第2条第3号に規定する子会社をいい、外国の法令に基づいて設立された法人その他の団体及び外国に主たる事務所を有する法人その他の団体を除く。）又は対内直接投資等に関する命令第3条第4項に規定する他の会社をいう。

<sup>2</sup> 各業種とその事業所管省庁の対応は、財務省HPの「指定業種に係る事業所管大臣一覧」で確認することができる。[https://www.mof.go.jp/policy/international\\_policy/gaitame\\_kawase/fdi/shouchou\\_ichiran\\_251001.pdf](https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/gaitame_kawase/fdi/shouchou_ichiran_251001.pdf)

<sup>3</sup> 本レポート執筆後の2026年6月29日、省庁横断的な審査体制構築を通じた審査高度化を目的とした「対日外国投資委員会」の構成が発表された。主構成員には防衛装備庁が名を連ねており、一般の構成員であるその他の事業所管省庁よりもコアメンバーに位置付けられることとなった。

## 2. 投資審査における判断のポイント

### (1) 審査における考慮要素

投資審査においては、外為法第 27 条第 3 項 1 号に規定する 4 つの要件（国の安全を損なうか、公の秩序を妨げるか、公衆の安全の保護に支障を来すことになるか、我が国経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼすことになるか）という観点から審査が行われる。より具体的な項目については、財務省及び事業所管省庁が、「外為法に基づく対内直接投資等の事前届出について財務省及び事業所管省庁が審査に際して考慮する要素」と題する資料において 12 の項目を公表しており、現時点で公表されている資料の中では、詳細なガイダンスとなっている。

これらのうち、株式取得にかかわる 10 項目を、審査当局がどのような点に着目して審査を行うかという観点から分類すると、①対象会社が営む事業に関する要素、②外国投資家の属性及び過去の行動等に関する要素、③外国投資家による対象会社への影響や関与の方法およびその程度に関する要素、の 3 つに大別することができる（図表 2）。

## (図表 2) 審査において考慮する要素 (株式取得の場合)

### ①対象会社が営む事業に関する要素

1. 国の安全の確保、公の秩序の維持又は公衆の安全の保護に係る**産業の生産基盤及び当該産業の有する技術基盤の維持**に与える影響の程度
2. 国の安全の確保、公の秩序の維持若しくは公衆の安全の保護に係る**技術若しくは情報が流出する、又はこれらの目的に反して利用される可能性**
3. 国の安全の確保、公の秩序の維持又は公衆の安全の保護のために**必要な財又はサービスの平時及び有事における①供給の条件、②安定的な供給、又は③供給される財若しくはサービスの質**に与える影響の程度
4. 我が国がOECD資本移動自由化規約第2条bの規定に基づき自由化を留保している業種〔農林水産業、石油業等〕について、当該業種に属する財やサービスの安定的な供給や備蓄、国土保全及び国内事業者の生産活動の継続性の確保に与える影響の程度

### ②外国投資家の属性及び過去の行動等に関する要素

6. 当該外国投資家等の**資本構成、実質的支配者、取引関係その他の属性並びに投資に係る計画及び過去の行動・実績** (外国政府等による直接的又は間接的な影響の程度を含む。)
7. 当該外国投資家等が**服する条約、法令その他の規範が、国の安全の確保、公の秩序の維持、公衆の安全の保護又は我が国経済の円滑な運営** (以下「国の安全等の確保」という。) に与える影響の程度
8. 当該外国投資家等の**外為法又は同法に相当する外国の法令の遵守状況**

### ③外国投資家による対象会社への影響や関与の方法およびその程度に関する要素

5. 当該外国投資家等が**既に取得している、又は取得しようとしている株式、持分、議決権、出資証券若しくは社債の数・割合や金額、金銭の貸付けを行う場合の貸付けの累計額や条件が、発行会社・貸付け先の会社に与える影響の程度** (当該外国投資家及び合算対象となる関係者が取得し又は運用することとなる株式の数・割合、保有又は行使・指図することとなる議決権の数・割合を含む。)
9. 当該外国投資家が、
  - (1)発行会社等の取締役若しくは監査役に就任し、又は自らの密接関係者を発行会社等の**取締役若しくは監査役に就任させること**、
  - (2)指定業種に属する**事業の譲渡・廃止に係る議案を発行会社の株主総会に提案すること**、又は
  - (3)**秘密技術関連情報を取得し若しくは開示を提案し、又は秘密技術関連情報の管理に関する発行会社等の社内規則等の変更を提案すること**を行う可能性及び当該行為が行われた場合の国の安全等の確保に与える影響の程度
10. コア業種に係る対内直接投資等を行う場合において、当該外国投資家が、
  - (1)コア業種に属する事業に関し、**発行会社等の取締役会若しくは重要な意思決定の権限を有する委員会に出席し、若しくは自らが指定する者を出席させること**、又は
  - (2)コア業種に属する事業に関し、**発行会社等の取締役会若しくは重要な意思決定の権限を有する委員会若しくはそれらの構成員に対し、自ら若しくはその指定する者を通じて期限を付して、当該発行会社等の回答若しくは行動を求めて書面若しくは電磁的記録により提案すること**を行う可能性及び当該行為が行われた場合の国の安全等の確保に与える影響の程度

注：上記 10 項目は株式取得の場合。このほか、第 11 項目は取締役又は監査役の選任に係る議案に関して行う同意 (以下、「役員選任同意」という)、第 12 項目は事業の譲渡や会社の合併・分割の議案に関して行う同意 (以下、「事業譲渡同意」という) に関する審査に係る考慮要素である。役員選任同意の審査においては、上記の 10 項目に加えて、当該候補者の就任が国の安全等の確保に与える影響の程度が考慮要素とされている。

また、事業譲渡同意の審査においては、同様に上記の 10 項目に加え、事業の譲渡先若しくは承継先となるものの属性等が考慮要素とされている。

注：太字は筆者による。

出所：財務省 HP 2020 年 5 月 8 日「[外為法に基づく対内直接投資等の事前届出について財務省及び事業所管省庁が審査に際して考慮する要素](#)」をもとに大和総研作成

① 対象会社が営む事業に関する要素

産業の生産基盤や技術基盤の維持、技術若しくは情報の流出、技術や情報が国の安全の確保等に反して利用される可能性、財やサービスの平時・有事における供給能力といった項目が挙げられている。

② 外国投資家の属性及び過去の行動に関する要素

資本構成や実質的支配者、取引関係といった要素に加え、投資計画、過去の行動・実績、外国の投資審査法令の遵守状況などが審査対象となる。さらに、投資家自身のみならず、当該外国投資家等が対象となる「条約、法令その他の規範」といった、投資家自身の裁量では対処が難しい点も考慮要素とされている点には留意が必要である。

③ 外国投資家による対象会社への影響や関与の方法およびその程度に関する要素

保有割合や一定の保有を前提とした影響力の行使のほかに、役員就任を通じた業務執行への関与、事業譲渡・廃止の提案の有無や秘密技術関連情報へのアクセスの有無などが挙げられている。

12 項目の考慮要素は単なるチェックリストとして形式的に運用されるものではなく、各項目を総合的に勘案して審査が進められると考えられる。

## (2) コア業種と指定業種の審査について

指定業種のうち、国の安全を損なう等のおそれ大きい業種はコア業種として定められている。投資審査制度には、株式保有の間は一定の条件を遵守し続ける場合に限り事前届出をせず投資実行が可能となる「事前届出免除制度」があるが、コア事業を営む会社に対する株式取得では範囲が制限される。

しかしながら、事前審査において、コア業種と非コア指定業種で、審査のプロセスや適用される考慮要素が異なるわけではないことに留意が必要である。前提として、コア業種と非コア指定業種の違いは、事前届出免除制度の範囲が異なるだけであり、外為法 27 条に規定する事前届出の審査においては制度上、違いは設けられていない。完全子会社化など経営権を取得するような取引の場合には、必然的に事前審査を受けることになる。その際、対象会社が営む事業が、単にコア業種に該当するか否かという観点は実質的な判断基準ではない。

例えば、対象会社がコア業種に該当しない場合でも、対象会社の保有する技術・情報・ノウハウなどの特殊性やサプライチェーン上の重要性、代替可能性と、投資家の買収計画などの組み合わせにより、国の安全等の確保に対するリスクが高い取引とみなされる可能性はある。買収者に

においては、対象会社の事業内容やストラクチャー、エグジット戦略など、個別具体的な条件を踏まえ、当局が問題視するリスクをどのように軽減しながら取引を進めるかを検討する必要がある。

また、審査の考慮要素の第10項目では、コア業種に属する事業に関して取締役会等への出席や期限を付しての当該対象会社等の回答若しくは行動を求める提案の可能性が挙げられている。対象会社が非コア指定業種のみを営んでいる場合においても、審査の過程で、このようなエンゲージメントの計画の有無を確認される可能性を念頭に置く必要がある。

### 3. 史上2件目となる外為法による中止勧告

牧野フライスは、MBK パートナーズが運営するファンドである MM ホールディングス株式会社（以下、「公開買付者」という）が2026年4月23日、政府から外為法第27条第5項に基づく中止勧告を受けたことを公表した。本件は、アジア系投資ファンドである MBK パートナーズによる同社株式の公開買付け（TOB）計画を対象としたものである。当該買収計画は、2025年に MBK パートナーズ側が提案し、牧野フライスも賛同の意見を表明するなど友好的に進展していたが、外為法に基づく対内直接投資審査が継続されていた。同社のプレスリリース<sup>4</sup>を引用すると、中止勧告に関連して、以下の事項が記載されている（〔 〕内は筆者による補足である）。

- [牧野フライスは、] 軍事転用の可能性が特に高い機微な貨物として [輸出貿易管理令で指定されており] 輸出に際して経済産業大臣の許可が必要となる高性能な工作機械を製造しているほか、これに関する技術及び情報を保有しており、これらは日本国の防衛装備品の製造事業者においても広く利用されていること
- [牧野フライスが] 保有する情報には、単一の情報では必ずしも機微性が認められないとしても他の情報と組み合わせることで国の安全の確保に係る機微情報となるおそれがある情報が存在し、企業価値向上施策の立案及び実行に必要な調達情報や営業情報といった情報もこれに含まれるところ、公開買付者による機微情報へのアクセスに係る懸念に対応するためには、企業価値を向上させるために必要となる情報にアクセスすることも困難となり、これは、公開買付者の投資目的と両立しないこと等から、本株式取得は外為法第27条第3項に規定する「国の安全等に係る対内直接投資等」に該当すると判断 [されたこと]
- MBK パートナーズ株式会社及びそのグループ企業がサービスを提供するケイマン諸島籍のファンドが、公開買付者の全ての株式を所有する [こと]
- 2025年6月3日付プレスリリースにおいて本公開買付けを公表してから約10か月にわたり、当局との間でクリアランス取得に向けた協議及び対応を実施し、[中略] 当局から示された安全保障上の懸念を払しょくするに足りるリスク軽減措置を提示することを含

<sup>4</sup> 「MM ホールディングス株式会社による株式会社牧野フライス製作所株式（証券コード：6135）に対する公開買付けの実施に向けた進捗状況等のお知らせ」 <https://ir.makino.co.jp/news/pdf/2026/20260423.pdf>

## め真摯に対応してきたこと

外為法による対内直接投資等に係る中止勧告は、2008年に英国のアクティビストファンドであるザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）に続く2件目の事例である。これは、TCIが既に保有していた電源開発（Jパワー）の保有割合を9.9%から20%に引き上げようとした際に「株式を追加取得した場合、我が国の電気の安定供給や原子力・核燃料サイクル政策に影響を与え、公の秩序の維持を妨げるおそれがある<sup>5</sup>」との理由から発出されたものである。当該事案では、この後TCIが勧告に応じなかったため中止命令が出された。今回も、MBKパートナーズ側が勧告を応諾しなかった場合には、制度上、中止命令に至った可能性があった。MBKパートナーズは、今後も日本での事業活動を継続する意向を示しており、政府の方針に従う形で<sup>6</sup>、2026年4月30日付で中止勧告を応諾し、公開買付けを取りやめた。

## 4. 本ディールにおける審査で重視された点

### (1) 本ディールの特徴と考慮要素の関係

牧野フライスの買収案件について、上記考慮要素の分類に沿った形で整理する。

「①対象会社が営む事業」に関しては、プレスリリースや当局の発表の通り、国の安全等の確保に与える影響は大きいと評価されると考えられる。本ディールにおいて、審査当局は、第1項目の「国の安全の確保等に係る生産基盤及び技術基盤の維持に与える影響の程度」、第2項目の「国の安全の確保等に係る技術または情報が流出する可能性」などを考慮したと直接的に言及している<sup>7</sup>。近年、各国で「経済安全保障」の概念の拡大とともに投資審査の対象となる指定業種が増加しているが、軍事・防衛関連産業（牧野フライスの場合は、軍民両用品（デュアルユース））は、もとより外資規制の最も伝統的な対象分野の一つである。そのため、本件において政府が強い懸念を表明することは十分に想定される。

「②外国投資家の過去の行動等」に関しては、MBKパートナーズの過去のエグジット案件において売却先に外国のエンティティが含まれていた点などが、審査上の確認事項となった可能性はある。ただし、当局がこれらをどのように評価したかは、公表情報からは明らかではない。一方、「資本構成や実質的支配者」といった属性については、公開買付者の全株式を保有しているのがケイマン諸島籍のファンドであると言及されているのみで、それらの要素について当局がどのような評価を行ったのかは明らかではない。

「③関与の方法及びその程度」に関しては、MBKパートナーズがPEファンドである以上、買収

<sup>5</sup> 下井善博. (2008). 初めて発動された外為法に基づく中止命令--TCIファンドによるJパワー株式の追加取得の事例について. ファイナンス= The finance: 財務省広報誌/財務省 編, 44(9), 21-27.

<sup>6</sup> テレビ東京 ワールドビジネスサテライト 2026年5月1日放送

<sup>7</sup> 2026年4月23日片山財務大臣兼内閣府特命担当大臣記者会見の概要

[https://www.mof.go.jp/public\\_relations/conference/my20260423.html](https://www.mof.go.jp/public_relations/conference/my20260423.html)

後に牧野プライスの企業価値向上を図るための経営関与および情報アクセスは不可欠であったと考えられる。さらに、本 TOB は完全子会社化（100%取得）を前提としており、経営意思決定への全面的な関与が想定されることから、安全保障上重要な情報からの遮断と買収計画を両立させることは困難であると判断された。

## (2) 取引の中止以外の方法でリスクに対処できなかったのか

外為法による買収取引の中止は、憲法上保障された私人の経済活動の自由を制限するものであり、行政処分<sup>8</sup>の中でも重い措置である。そのため、投資審査においては、国の安全等の確保に係る一定のリスクが生じる可能性が認められても、一律に投資を排除するのではなく、投資家に対して一定の条件（遵守事項）を課すことでリスクを軽減し投資自体は認めることが、米国を含む諸外国や日本において広く行われている<sup>9</sup>。遵守事項は個々の審査ごとに設定されるのが一般的である。一例を挙げると、秘密情報の管理状況の定期的な当局への報告、資本構成や親会社に変更がある場合の当局への報告や同意取得、外国政府関係者からの影響の排除、実効性確保のため遵守事項について対象会社への通知、事業内容の廃止や譲渡についての制限、といった事項がある<sup>10</sup>。

しかし、本ディールは、遵守事項について当局と協議していたものの中止勧告に至ったわけであり、公表情報を見る限り、買収の中止以外の方法ではリスクに十分に対処することが難しいと判断されたものと考えられる。プレスリリースでは、「単一の情報では必ずしも機微性が認められないとしても他の情報と組み合わせることで国の安全の確保に係る機微情報となるおそれがある情報が存在し、企業価値向上施策の立案及び実行に必要な調達情報や営業情報といった情報もこれに含まれる」とされている。このことから、当局が流出を懸念する機微情報の範囲は、特に防衛装備品関連のサプライチェーンにおいては、極めて広範だと思われる。

## (3) 日本以外における投資審査状況

また、公開買付者は、牧野プライスの拠点が所在するドイツ、イタリア、フランス、米国において、各国の投資審査クリアランスをいずれも取得しており、日本の外為法に基づくクリアランスのみ取得できなかったという点も注目に値する。上記 4 カ国ではいずれも、投資審査制度に基づいて取引を中止することが可能である。それらの国々で承認された取引について、日本では外為法に基づくクリアランスが取得できなかった点は、日本の審査において、防衛装備品に関連するサプライチェーン上の重要性が重視された可能性を示す事例といえる。

<sup>8</sup> 行政手続法第 2 条第 2 号に規定する処分をいう。

<sup>9</sup> 関税・外国為替等審議会 第 65 回外国為替等分科会 資料

[https://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/customs\\_foreign\\_exchange/sub-foreign\\_exchange/proceedings/material/20251120-4.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceedings/material/20251120-4.pdf)

<sup>10</sup> P5 で述べた「事前届出免除制度」において遵守が義務付けられる「一定の条件」の内容は、この遵守事項を一般化したものといえるが、本レポートでは紙面の都合上詳細は割愛する。

## 5. おわりに—外国投資家や外国籍ファンドが関与する M&A における留意点

日本政府は、対内直接投資残高を 2030 年までに 120 兆円、さらに 2030 年代前半までに 150 兆円へ拡大する目標を掲げている。2022 年 9 月にニューヨークで外国投資家に向けて発信された「Invest in Kishida」は大きな反響を呼んだ。こうした中、健全で持続的な対日投資を呼び込むことは、日本経済の成長力強化にとって重要である。

審査を主導する財務省は、「基本的には自由な原則で投資を呼び込んでいかなければならない」「ほかの案件でも同じようなことが頻繁に起こるものではない」と説明している<sup>11</sup>。外為法は、対外取引の自由を原則としつつも、我が国又は国際社会の平和及び安全の維持等のために必要最小限の範囲において規制を行うことを、その目的として掲げており、この基本的な考え方は今も変わっていない。そのため、今後、外資ファンドによる M&A や TOB 案件において、政府が多数の案件に対し中止を命じるような事態が直ちに生じるとは考えにくい。実際、牧野フライスに対する公開買付けの中止勧告を応諾した約 2 週間後、同じく MBK パートナーズによるアルミ包装材料製造業大手のアルテミラ・ホールディングスの買収案件では外為法に基づく事前審査を通過している。

一方で、地政学リスクの高まりと安全保障環境の厳しさが増す中、技術進歩により軍用品と民生品の境界が一層不明確になりつつある。投資審査においても適切に経済安全保障のリスクに対応するため、機微技術・情報やノウハウの保護、あるいは製品・サービスの供給継続を求める条件などが付される事例が増加し、その内容も一層強化・多様化していくものと考えられる。また、買収者と審査当局の間で遵守事項の交渉が難航した場合には、投資内容の変更を求める勧告や命令が出ることは考えられる。こうした中で、経済安全保障に即した機微情報の管理と、買収の所期の目的をいかに両立させるかは、実務上の大きな論点となると考えられる。

また、6 月 2 日に経済産業省の研究会が公表した「企業買収における行動指針」の補足資料(案)では、買収提案を検討する際、外為法などのクリアランスを取得できる見込みが薄い提案は「真摯な提案」に当たらないとされたほか、経済安全保障の観点、法令遵守、政府要請への対応に留まらず、企業価値に影響を与えるものとして位置付ける文章が追加された。今後 M&A を検討するにあたっては、経済安全保障の観点からの一層の配慮が求められる状況にある。そのため、平時から情報収集に努めるとともに、必要に応じて FA (フィナンシャル・アドバイザー) や弁護士などの専門家を活用することが重要である。

—以上—

<sup>11</sup> テレビ東京 ワールドビジネスサテライト 2026 年 5 月 1 日放送