

外国人投資家への 保有規制をどう見るか



鈴木 裕

公共事業に関する会社の株式を海外投資家に大量保有していることを契機として、外資投資規制のあり方が、問題となっている。株主として影響力を行使することによって、公共の利益を害する恐れのある場合もあり得る。一方、会社へ資本を提供する主体として海外投資家を排除すべきではないことは、近年の政府系ファンドによる欧米金融機関への出資を見れば明らかである。外資規制と外資導入のバランスをとった解決が模索されている。

目次

1. 外国人投資家の大量保有問題
2. マッコーリーやチルドレン・ファンドへの規制
3. 事業の公共性と株式会社形態
4. 規制の具体的検討が必要
5. 諸外国の事例
6. 閉鎖的市場という「誤解」

1. 外国人投資家の大量保有問題

昨年来、公共事業¹に関わる会社の発行する株式に対する外国人投資家の保有規制が大きな問題となっている。

外資規制の第一の問題は、個別の案件について規制が適切であるかどうかということだ。規制に裁量の余地があることは当然だが、規制の必要性和相当性が問われる。第二の問題は、外資規制がどのようなメッセージとして国際的な証券市場に受け止められるかということだ。対内投資促進と言いながら、外資参入を阻む閉鎖的な市場であるとの矛盾した政策になりはしないかが問題だ。

外国人投資家に対する規制は、日本だけでなく欧米の多くの国々で同じように問題となっている。いわゆるソブリン・ウェルス・ファンド(SWF=Sovereign Wealth Fund)に懸念される政治的な動機に基づく投資をどのように規制するかと言うことだ。日本では、海外のSWFによる大規模投資の実績に乏しく、特段警戒感を生じていないが、今後問題が顕在化する可能性が無いとは言えない。外国政府の資金が日本の公共事業会社を実効支配する事態が生じたときに、それを規制するべきか、また規制するとして具体的にどのようにするべきか、問われる。

既に巨額の資金が動いている事実に加え、SWFの膨張を考えれば外資規制と外資導入の問題は、会社の活動の今後に大きな影響を及ぼすことは避けられまい。会社が生み出す財やサー

ビスが、株主としての外資からどのような影響を受けるか、またその影響をどのように調整するべきか、一つ一つの会社の問題に留まらず、国家的な課題となっている。

2. マッコーリーやチルドレン・ファンドへの規制

(ア) 空港ビル規制の経緯

交通インフラ会社への株式投資に実績のあるオーストラリアのマッコーリー・グループが羽田空港ビルの管理を行う日本空港ビルデング(空港ビル)の株式をおよそ2割保有していることを発端に、空港関連会社の外資規制が注目を集めている。今後、株式公開が予定される成田・関西・中部の各国際空港における規制を定める空港整備法の改正案に外資規制が盛り込まれていたが、反対する閣僚が少なからずいたために、外資規制部分を除いて国会に提出された。成田が上場を予定している2009年以降に問題が持ち越されたかたちだ。

空港ビルに関しては、2007年の7月にマッコーリーの下部組織である「フィナベルフィン・ビー・ヴィー」の名義で5.9%の大量保有報告が出され、その後大変な勢いで買い増しが続いた。9月には10%を超え、10月におよそ20%に達している。ファンドが株式を購入するスピードとしてもこれはかなり速い方だ。また、保有比率

¹ 中央政府や地方公共団体が、市場による供給が望みにくい財・サービスを提供する事業のこと。本稿では、財・サービスを提供する公共事業経営の主体が会社形態である場合に生じる問題を扱う。

としても高い部類に入り、経営陣を対話に引き込むには十分な持株だ。保有目的は「政策投資」としている。現在は、フィナベルフィンを組織換えした「インターナショナル・インフラストラクチャー・ホールディングス・ビー・ヴィー」が大量保有の報告名義人となっている。

マッコーリーによる株式大量保有が明らかになったことで、空港運営へ生じる影響への懸念が持たれるようになり、規制の可否を含めて検討が進められている。空港ビルは、2007年6月の株主総会で、事前警告型買収防衛策を導入しているが、マッコーリーの大量保有報告が7月にはじめて出されたことから見て、マッコーリーを狙い打ちにしたものではないと思われる。もっとも、米国投信大手のフィデリティが2006年から大量の株式を購入していることや、諸外国の空港会社に対するマッコーリーの動向等を考えれば、実質的に支配権を得るほどの投資家が現れる可能性があることは、容易に想像できただろう。法的な外資規制は先送りされたが、買収防衛策がマッコーリーによるさらなる株式購入を押し留めている。

(イ) Jパワー保有規制の経緯

電力卸のJパワー(電源開発)株9.9%を保有する筆頭株主の英国投資ファンド、ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスター・ファンド(TCI)は、2006年10月にJパワーに対する5.07%の大量保有報告を提出した。現在、保有目的を「顧

客を代理して投資顧問の裁量により運用すること及び顧客が状況に応じて行う重要提案行為等を代理すること」としている。重要提案行為等とは、法令で定義されているが、現在TCIが提案している取締役の入替や、大幅な増配を要求することがこれに該当することは確かだ。

このTCIが、出資比率を20%に引き上げることを目指して外為法に基づく審査を2008年1月15日に請求した。経産省はエネルギー安全保障上の観点から慎重な姿勢を示し、「公の秩序を乱す恐れがある」ことを理由に、初めて同法に基づく外資規制を発動して、TCIに対して、Jパワー株の20%までの買い増しを中止するよう勧告が出された²。この中止勧告に対して、TCIは拒絶する旨を政府に対して通知した³。TCIの拒否に対して、日本政府は中止命令を発した。勧告は、あくまでも諾否の自由が残されているが、命令となればこれに反する行為は刑事罰の対象になりうる。

TCIは、Jパワー株の買い増しの許可を求めると平行して、Jパワーに対して株主提案を行い、配当の増額や社外取締役の選任を求め、Jパワー側と委任状争奪に入った。さらに、TCIはJパワー経営陣が購入を決定した他社株式に多額の評価損が出ていることや、電力卸価格の不适当的引き下げがあったなどを理由にJパワー監査役に調査を要求している。場合によっては株主代表訴訟に発展しかねない。政府に対しては中止命令の当否を争い、Jパワーに対しては経営判断の違法性を問題にしているとい

² http://www.meti.go.jp/press/20080513001/06_04.pdf

³ http://www.tcifund.jp/pdf/news_jp19.pdf

うことである。

マッコーリーやTCIは、投資先の会社の経営を変えることで収益を得ていこうとする。こうしたアクティブな投資家が公共事業会社の経営に関与してくる可能性をどのように考えるべきであるか、どう規制するべきであるか、「物言う株主」の惹き起こした新たな問題だ。

3. 事業の公共性と株式会社形態

(ア) 事業の公共性と株主権

公共事業を営むある事業体が国営形態から国有株式会社形態に変わったとしても、事業内容が質的に変わるわけではない。同じように国有株式会社が民間化し株式が一般に公開されたとしても、事業が公共的であるからには、一般会社とは異なる規制があり得ることは当然であろう。収益追求は投資家の目的ではあるものの、民間化会社が利潤至上主義に変わるわけではない。株式公開された公共事業体は、利潤を株主にもたらず使命と公共事業利用者の利益維持という二つの目的を有することになる。いったん民間化された以上は事業の公共性維持と言う目的を捨てるべきであるとも思えないし、会社の業務が公共事業であるからといって、出資者への利潤分配を原則的に禁止するべきとも言えない。

これまでに株式が公開された民間化会社であれ、今後の公開が予定されている国有会社であ

れ、もともと民間での事業化が困難な公共事業であり、利潤獲得は少なくとも事業を起こす主目的ではなかった。民間化された公共事業会社では、出資者が国・公共団体から、民間の投資家になるので、投資家への利益分配を実現するための経営施策を選択するようになることは当然であり、利益が増大できない場合、投資家すなわち株主によって経営者の交代を求められる可能性もある。だからといって、事業そのものの公共的性質が解消されるわけではない。交通インフラ会社であれば、利益の生じない路線といえども廃止を簡単に認められるべきではないし、通信インフラも独占利潤を得るような料金設定を許すべきではない。

しかし、投資収益の獲得を目指す株主は、不採算事業の継続を快く思わないだろうし、利潤を最大化するような価格設定を求めるだろう。会社は利潤追求を第一の目的として、資本を提供した株主に報いるべきだと考える株主が大多数ではないか。そのような株主が会社の経営者を選任し、組織再編などの重要な意思決定を行うのだから、公共事業会社の公共性維持は、その基礎から揺るぎかねない。つまり、シェアホルダーたる株主とステークホルダーたる国民の利害が対立した場合に、どちらを優先させるべきかという問題になる。

(イ) 株主権制限の類型

そこで、公共的事业会社においては、利潤追

求を最優先としかねない株主の意思を制約する仕組みがとられている。そのような仕組みには、いくつかのパターンが考えられ、すでに実施されている。

① 国家保有義務

一つは、国が公共的利益の代表者として株主の地位につくことだ。ステークホルダーの代表者が支配的シェアホルダーになれば、利害の対立は解消できる。議決権の3分の1以上など一定比率以上の保有を国に義務付ける方法だ。例えば合併などの組織再編行為や定款変更など、会社の姿を大きく変えるような事項については会社法で特別決議が要求されており、3分の1を保有してれば特別決議を否決に追い込める。仮に、シェアホルダーの過半が合併を推進しようとしても、特別決議が成立しないので、合併を阻止できるということだ。

国家保有義務が株式の過半に設定されていれば、役員選任議案や剰余金配当議案を完全にはコントロールできるが、3分の1では不十分だ。役員選任や剰余金配当は、普通決議⁴事項であるので、支配を確実に得ようとするれば、過半の株式を保有する必要がある。また、組織再編や定款変更など特別決議事項を単独で成立させるためには3分の2の保有を義務付ける必要がある。民営化会社でこの国家所有義務が設けられる場合には、3分の1以上に設定されることが多いが、段階的に保有比率を低下させていく方法が

用いられることもある。JTなどは、この類型だ。

② 保有上限規制

第二に、事業の公共性を変化させかねない意向を有すると見られる特定の投資家の保有を制限するというアプローチもある。シェアホルダーの影響力の拡大に歯止めを掛ける方法だ。外国人が支配的シェアホルダーになると、ステークホルダーたる国民の利益に相反する判断をしかねないと考えるのであれば、株式保有を一定量に制限するという規制もあり得る。外国人に限らず特定のシェアホルダーが大量に保有し、支配権を行使することが事業の公共性維持に危険をもたらすものであるならば、国内外の投資家を問わずに保有を規制することもある。

特別決議の成立を単独で阻止できるほどの保有を認めないとの方針であれば、保有比率の上限を3分の1にすればいいのだろうが、他の株主がわずかでも反対に回ることがあれば特別決議が否決されてしまうことを考慮すれば、安全を見込んで20%以下に保有上限を設定するというのも合理的だろう。保有比率の制限を段階的に行うこともあり得る。5%までは、届出等は不要として、5%を超える場合には監督官庁の認可を要するとしたうえで、さらに一定比率を超える保有は原則不可とするなどの方法だ。

放送局などでは、このような規制が設けられている。

4 取締役選任解任は、定足数の引き下げに下限があるので厳密には普通決議ではなく、特殊普通決議と呼ばれることがある。

③重要事項の許認可

第三に、株式会社化したといっても事業の公共性を重視すれば、一定の経営判断を最終的には監督官庁の認可を要するとする規制もありえよう。いったんはシェアホルダーが承認した役員選任議案や剰余金配当議案といえども、ステークホルダーたる国民の利益に照らして監督官庁の認可を得なければその効力が生じないという規制の仕方だ。この方法は、第二の方法と併用されることもある。

配当政策などの財務関連事項や役員人事は、会社の経営の行方に大きな影響を及ぼすので、事業の公共性を維持する観点から、利用者であるステークホルダーの代表者である監督官庁の承認がなければ効力を生じないという規制方法だ。また、利用料金等は民間会社であれば通常、それぞれの会社が決定すればいいはずであるが、事業の公共的性質に照らしてみれば、認可制をとる必要もあろう。もちろん、許認可権があるからといって、監督官庁が過剰な規制を行うことは許されず、権限行使は抑制的であるべきだろう。

この方法のバリエーションとしては、重要事項の拒否権を特定の株主のみに付与する手法もある。いわゆる黄金株である。許認可権が特別法によって与えられるのに対して、黄金株は会社定款に決定されるという点では異なるが、国民の利益の代表者に黄金株を付与すれば同様の効果を得ることができる。

(ウ) 保有規制に対する投資家の認識

空港ビルの場合には、業種別に規制しようとしている例であるが、Jパワーのケースは外為法という一般的な法による規制だ。[図表1]には、業種別の規制について現状をまとめた。[図表2]は、外為規制の流れを記した。業種ごとの規制が掛けられていたとしても、外為法の規制が排除されるわけではない。Jパワーの例では、Jパワー自体に電気事業法による規制を受けるとともに、外資による投資には外為法の規制も課され得る。

投資される株式にこのような規制が付随しているとしても、投資家はその事実を知って投資するのであれば、それも投資判断に織り込まれ価格に反映している情報であるから、投資家が損失を受けたということとはできない。権利に制限の付いた株式を承知で購入したということだからだ。

もっとも、マッコーリーの投資する空港ビルのケースは、事後的に規制を設けるもので、いわば「後だしジャンケン」だから、新たな規制がマッコーリーが期待していた利益を害するものであるかが問題となる。

TCIについては、既述の通り追加購入を認めないという結論が出た。もともと、外為法の規制業種であるから、10%を超える取得に対して中止命令があり得ることは明らかであった。しかし、過去に中止勧告・命令は一件もなかっただけに、この処分がTCIの意図の誤認に基づくもの

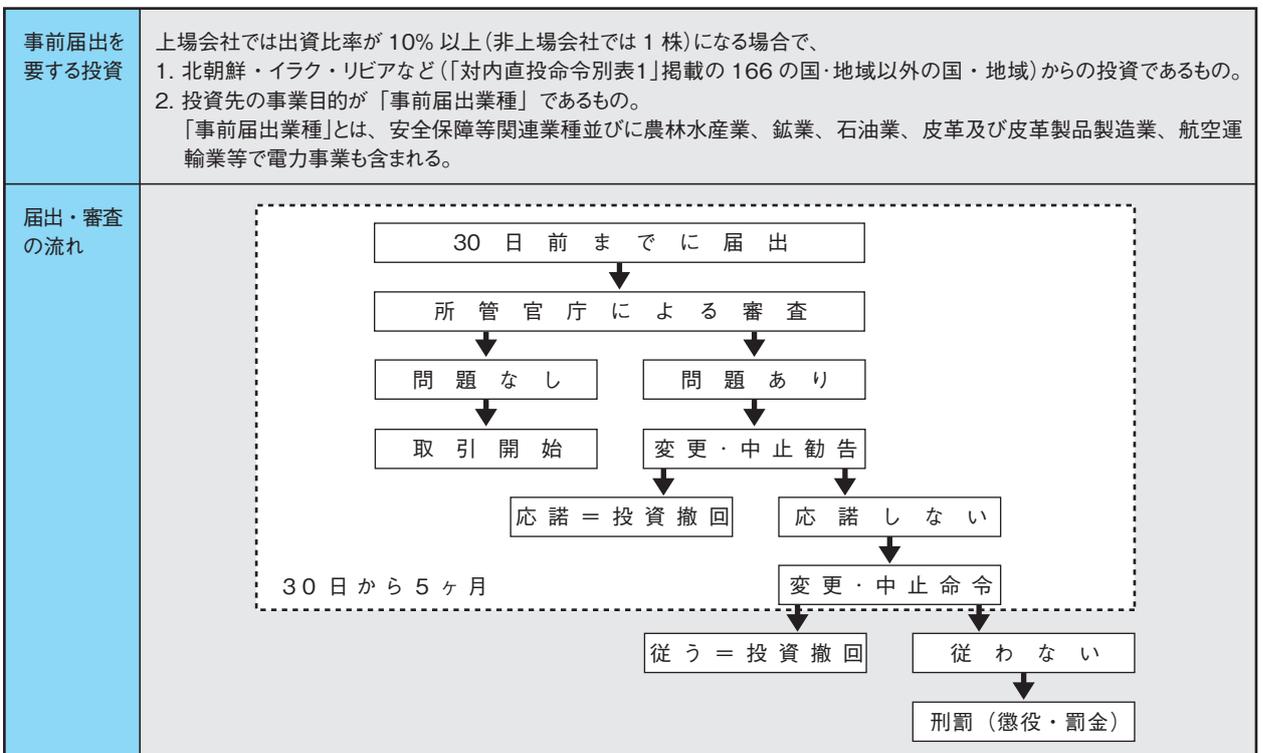
図表 1：公共事業等会社の資本規制・業務規制

	上 場	政府保有義務	株式保有規制		所管官庁の許認可制		
			内外投資家共通	外国投資家のみ	取締役選任	剰余金	料金設定※1
NTT	○	3分の1以上※2	—	3分の1未満	認可	認可	約款の認可
JT	○	3分の1以上	—	—	認可	認可	認可
航空運送	JAL等	—	—	3分の1未満	—	—	届出/認可
鉄道事業	JR東等※3	—	—	—	—	—	上限認可
放送会社	TBS等	—	—	5分の1未満	—	—	※4
証券取引所	大証	—	20%未満※5	—	—	—	※6
銀行(上場)	○	—	※7	—	—	—	—
Jパワー	○	—	—	—	—	※8	届出/認可
国際石油開発	○	※9	—	—	—	—	—
東日本高速道路	非上場	3分の1以上	—	—	認可※10	認可	許可
日本郵政	非上場	3分の1以上	—	—	認可	認可	届出
空港会社	非上場	※11	—	—	認可※12	認可	届出

※1：所管官庁が変更命令を発することができる場合がある。
 ※2：設立時株式の2分の1以上の保有義務があり、現在も適用されている。
 ※3：非上場のJR北海道等については、別途の法規制がある。
 ※4：有料放送について認可制。
 ※5：5%を超えると届出義務が生じ、20%以上(一定の場合は15%以上)を超える保有は原則禁止(事前認可)。
 ※6：定款・業務規定・受託契約準則の変更は認可制。
 ※7：5%を超えると届出義務が生じ、20%以上を超える保有は事前認可。
 ※8：引当金・積立金の積立命令。
 ※9：経済産業大臣が保有する拒否権付株式(黄金株)は、役員選任解任・重要財産の譲渡・一定の組織再編行為等について拒否権あり。
 ※10：代表取締役・代表執行役について選解任を認可制。
 ※11：関空について2分の1以上。成田・中部については規定なし。
 ※12：代表取締役・代表執行役について選解任を認可制。

(出所)大和総研作成

図表 2：外為法上の事前届出規制



(出所)大和総研作成

であったり、他の事例との間でバランスを欠くようなものであったりすればやはり問題となるだろう。TCI側は、たとえ20%保有しようとも、また増配を行おうとも、懸念されるような不都合は生じないと主張しているが、政府側はその恐れを払拭できないとして規制に踏み切った。

4. 規制の具体的検討が必要

具体的な規制内容を決めるには、まずマッコーリーなりTCIなりがどの程度の株式を保有すれば、どのような安全保障上の危険や事業の公共性への障害が生じるかを具体的に検討しなければならない。その上で、そのような問題を解決するには保有規制によらなければ不可能なのか、他にもっと制限的でない代替的規制手段が無いかを考えていくべきであろう。

(ア) 空港ビル保有規制の得失

例えば、空港ビルの経営支配権を特定の株主が握った場合には、ビル内のテナント料が上がったり、荷物カートが有料になったりして、利用者の負担が増えるので支配権の取得を制約すべきであるといわれることがある。事業の公共的性格ゆえに利用者のコストを低く抑えるための支配権取得規制という考え方だ。しかし、この点はその株主が外資である場合にのみ生じる弊害とは言えない。規制するにしても外資規

制ではなく、保有総量規制の方が支配権取得制限という目的を達成できるのではないだろうか。

また、そもそもテナント料の上昇やカートの有料化を避けるべきであるか、仮にそうだとした場合でもそれを阻むのに保有規制という手段を用いるべきであるか、あるいはもっと緩やかな規制手段があるのではないかを検討するべきだ。

(イ) Jパワー保有規制の得失

TCIの投資についても生じうる損失を具体的に想定するべきだ。追加購入を行うことで具体的な危険が生じる可能性が認められる根拠として、Jパワーが(1)北海道、本州、四国、九州をそれぞれ繋ぐ送電線を保有、(2)東日本と西日本の周波数変換所を保有している、(3)大間原子力発電所の建設を予定している点を指摘して、TCIが株式を買い増しすると「これまでの諸提案を持ってしても、不測の影響が及ぶ可能性を否定できない」「公の秩序が妨げられる恐れがある」として中止命令を導いた。これに対して、TCIは命令に根拠が無く、また仮にそのような恐れがあるとしても、議決権の不行使を契約することや、主務官庁の許認可権で回避できるはずだと反論した。

公の秩序に障害が生じてから規制をかけても遅いのであるから、事前規制を行うべき場合があることは確かであろう。規制対象となる側は当然反発するだろうが、ステークホルダーの利

益を守るべきであるとの結論が適正な手続きを踏み、慎重な検討を経て出されたのであれば、尊重されなければならない。

5. 諸外国の事例

わが国では、空港ビルやJパワーを契機として保有規制が正面から問われるようになったが、諸外国では同じような事例はこれまでに度々生じている。外国からの投資によって、安全保障や公共の利益を害する恐れがあるとの警戒感には日本独自のものではない。また、海外の私的な資金だけでなく、公的な資金による株式投資が広がりを見せていることは、「経営戦略研究」vol.17(「ソブリン・ウェルス・ファンドはどこに行く」)で指摘した通りで、この問題がさらに深刻化する可能性がある。

諸外国での事例としては次のようなケースがあった。

(ア) クウェート投資庁の投資

1953年創設のクウェート投資庁(KIA)は、最も歴史の長いSWFだ。ドイツのダイムラーAG株の7.2%を保有する筆頭株主として知られているが、これまでのところ、株主としての地位を利用して政治的な要求を投資対象となった会社側に突きつけたことは無いようだ。ドイツでSWFによる政治的な投資に対する懸

念が浮上した際には、40年以上にわたってダイムラーAG株を保有する最も安定的な大株主であり、経営を支えている旨をアピールした。

ブリティッシュ・ペトロリウムへの投資もKIAの意図としては、全く政治的なものではないといわれるが、英国の規制当局はこれを疑った。サッチャー政権下で進められた政府保有株の売却の中で、KIAはブリティッシュ・ペトロリウム株式の21.6%を保有する圧倒的な大株主となった(2位のプルデンシャル保険、3位の英国政府はともに2%以下)。1988年、これに対して英国の規制当局は、公共の利益(public interest)への危険が生じているとして、保有比率を10%未満にするよう命じた。KIAのケースは、競争政策の観点からの規制とも位置づけられるが、株式大量保有が公共の利益を害する恐れがあることを示した事例であることは確かだ。

(イ) Temasek(シンガポール)の投資

Temasekは、政府系ファンドとして情報開示に取り組み透明性が高いことで知られるが、投資行動において政治的な摩擦を生じさせたこともある。Temasekグループの通信会社ST TelemediaがインドネシアのIndosat社の株式を大量に保有した際には、同社従業員が外国政府の利益のために就労することを拒否してストライキを行った。Indosat社株式はもともとインドネシア政府がおおよそ40%を保有してい

たが、これをST Telemediaに売却したものだ。その後、Temasekは、同じくインドネシアのTelkomselを35%保有するに至ったが、これが通信事業市場を支配するとして同国独占禁止法に問われ、株式の売却命令を受けた。

また、タイの通信事業会社Shin Corporationの株式を当時のタクシン首相の関係者から購入した際には、外資投資規制を不正回避するばかりか、その取引のプロセスで課税逃れがあるとの疑惑も浮上し、タクシン首相の地位を危機に晒す要因ともなった。

(ウ) ドバイ・ホールディングによる投資

2006年には、今日の欧米諸国の抱く懸念の端緒となるような事例が生じている。ドバイ・ワールドの傘下にある港湾管理会社DPワールドが、英国の港湾・フェリー運営会社ペニンシュラ・アンド・オリエンタル・スチーム・ナビゲーション(Peninsular and Oriental Steam Navigation Company, P&O)を買収した。P&Oはアメリカで6つの主要港の管理を請け負っていたことから、米国議会はこれを安全保障上の問題と位置づけ強く反対した。結果的にDPワールドは、米国事業を資産運用会社のAIGグローバル・インベストメント・グループ(AIG Global Investment Group)に売却することとなった。

(エ) 中国アルミによる投資

最近の事例としては、中国アルミの投資が思い浮かぶ。2001年6月に豪BHPと英ビリトンが合併してできた巨大総合資源会社BHPビリトンは業界再編を急激に進め、2007年11月に同じ資源メジャーの英豪リオ・ティントグループに約16兆円という規模の敵対的買収を仕掛けた。リオ・ティント自身も、2007年11月にアルキャンを買収しており、BHPビリトンの企図が実現すれば、供給側の価格支配力は強力なものとなる。この買収が進行しているさなかに、中国国営企業の中国アルミ(CHINALCO)が、世界トップの米アルミ企業アルコア(Alcoa)とともに、リオ・ティントの株を12%取得してM&Aを阻止しようとしている。

中国アルミの事例は、(ア)～(ウ)までとは異なり、投資家というよりは事業会社による株式保有だ。しかし、政府の関係する資金が民間会社を介して業界再編をコントロールしようとしたと見ることもできなくはなく、政府資金による株式投資の影響力を考える上では、目に留めておく価値はあろう。

6. 閉鎖的市場という「誤解」

前述の通り、海外の投資家によって安全保障や公共秩序の危険が生じる恐れがあると見て、それを規制することは、国際的にも珍し

いことではないし、国民の安全を守る上ではむしろ当然であると言えよう。

しかし、外国人投資家の保有を規制することは、個別の案件を離れて、対内投資促進の障害になるのではないかという問題も生じる。仮に規制が実施されれば、規制を受けた外国人投資家は、日本市場の閉鎖性の表れだとして攻撃してくるだろうし、他の外国人投資家が日本への投資を躊躇し、国内から外資が逃避してしまう恐れがある。

対内投資を受け入れることは、一般には歓迎すべきであろう。製造業や流通業への投資は、雇用創出効果が大きいいし、また、技術移転も期待できる。それまで輸入していた製品を外資による投資で創設された工場で国内生産できるようになり、さらに輸出も可能になるかもしれない。外資による対内投資はこのようにメリットが大きく、欧米をはじめ各国は、対内投資の推進を競っている。

これらの利点がある反面、対内投資が投資対象国の利益を損なう事態も無いわけではない、だからこそ、外資規制を行うことによってバランスを回復する必要があるのである。

公共事業のステークホルダーである国民の利益、つまり「安全保障」・「事業の公共性」に対して同じく国民の利益である「対日投資の促進」との対立として認識できる問題だ。「安全保障」・「事業の公共性」という目的があれば対内投資という利益を捨てるべきだとも言えなければ、対内投資促進を図る必要があるか

らとって安全保障や事業の公共性を犠牲にしていいわけでは無い。どちらか一方の利益を捨てるという選択ではなく、調和を目指した解決が図られるべきだろう。

いわゆるサブプライム問題により、多額の損失を計上している欧米の金融機関は、中東やシンガポール、中国などの政府系ファンドからの出資が無ければ、経営危機に瀕するかもしれない。外国の公的資金が、金融システムを支えているとっていいだろう。しかし、金融機関がことごとく外国政府の実質保有に帰することになっては、金融行政に支障を生じさせかねない。政府系ファンドによる欧米金融機関への投資は、まさに日本が直面している問題を金融機関・金融行政という切り口で見た側面だ。欧米の規制当局は、政府系ファンドによる資本注入を基本的には歓迎しているが、何らかの規制が必要だという認識は共有されている。欧米側が目指す規制の骨子は、「政治的・目的投資の排除」だ。外国の政府系ファンドが「安全保障」・「事業の公共性」に抵触するような投資目的ではないことを約束するというアプローチだ。外資規制の必要性があるとはいえ、現状では投資を促進する方が金融機関経営の安定に役立つという判断は、支持されよう。

日本の会社の株式を外国資本が大量に購入し実効的支配を手にすることは稀ではない。投資の目的は多くの場合収益の獲得であるが、その手段として不採算事業の廃業や、独占的

利益の追求が行われることはあり得よう。対象となった会社の事業が公共性を有するものであれば、支配的株主の出現を防止したり、支配的株主の権利に制限を設けたりすることは必要であろう。

問題は、それによって外資導入という大きな利益を失うことになりはしないかだ。外資導入と外資規制のバランスをどのように達成するか、様々な問題提起が行われている。経済財政諮問会議では、5月20日の会合で対内直接投資の拡大が検討された。「人口減少下で諸外国からの対日投資促進を通じて経済成長を実現していくためには、国の安全や公の秩序等を維持しつつ、予見可能性のある制度整備を進めるべきである」として、「外為法、個別業法、有事法制等における安全保障のあり方、外資規制のあり方について、検討すべきである」との提言⁵を行っている。

また、渡辺金融担当相の私的懇談会「金融市場戦略チーム」も、海外の政府系ファンドが日本への投資を増やしていくことは歓迎すべきとする報告書⁶を出している。「対日投資に関しては、業務・事業の公共性の程度に応じた公的規制の要請に留意しつつ、対日投資の促進やわが国金融・資本市場の競争力強化といった大きな課題との整合性を十分に確保し、内外無差別の原則の下で、規制は必要最小限のものとするのが適当である」との基本的な考え方を明らかにしたうえで、「投資に関する制度の整備に当たっては、関係者にとってサブ

ライズとなることのないよう、内外の市場参加者との十分な対話の中で検討が進められることが重要である」として、世界の市場監視当局との関係強化を提言した。

以上のように、外資導入と外資規制について、これまでの枠組みに限界があるとの理解が示され、新たな制度構築への模索が始まっている。外資導入を促進しつつ、資本の専横を制約するにはどのようなルール作りが可能か、検討しなければなるまい。外資を導入するにせよ規制するにせよ、国民の利益にのみ配慮した総合的な検討が必要とされる。

■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

専門：企業年金の資産運用

運用機関の管理

5 <http://www.keizai-shimon.go.jp/minutes/2008/0520/item5.pdf>

6 <http://www.fsa.go.jp/news/19/20080612-2/02.pdf>