

2019年11月11日 全7頁

対内直接投資規制に関する外為法改正案（続報 2）

Q&Aの公表により、ポートフォリオ投資が阻害される懸念を解消

金融調査部
主任研究員 金本悠希

[要約]

- 10月25日、外為法改正案で強化される対内直接投資規制に関して、財務省がQ&Aを公表した。対内直接投資規制とは、外国投資家が一定の業種の上場会社の株式の10%以上の取得等を行う場合に、事前届出を求め、政府が審査を行う規制である。
- 外為法改正案（来年春の施行見込み）では、上場会社の株式取得の基準値を「10%以上」から「1%以上」に引き下げて規制の対象範囲を拡大する一方、ポートフォリオ投資等について事前届出免除制度を導入している。
- 財務省が公表したQ&Aにより、事前届出免除制度を利用する場合に遵守する必要がある基準が明確化され、事前届出が必要な銘柄のリストが公表されることが明らかにされた。これにより、ポートフォリオ投資が阻害される懸念はほぼ解消されたといえるだろう。
- 今回の見直しについて、アクティビスト封じとの批判がなされている。Q&Aはアクティビスト封じが狙いではないとしているものの、アクティビストによる投資が政府により承認されないケースが生じ得るため、審査基準を明確化することが望まれる。

1. 外為法改正案のポイント

10月18日、政府は外国為替及び外国貿易法（以下、「外為法」）の改正案を閣議決定した¹。政府は、「開催中の臨時国会での法案成立を目指し、2020年春にも細則を定めた政省令を決定し、施行する考え」と報じられている²。

外為法改正案は、外国投資家による一定の業種に対する対内直接投資等について事前届出（及び政府の審査）を義務付ける、対内直接投資規制を強化するものである。具体的には、上場会社の株式取得について、事前届出の対象となる場合を現行法の「10%以上」の取得から、「1%

¹ 首相官邸ウェブサイト (<https://www.kantei.go.jp/jp/kakugi/2019/kakugi-2019101801.html>) 参照。

² 2019年10月18日日本経済新聞電子版「外為法改正、投資家懸念強く ガバナンス改革後退も」。

以上」の取得にまで拡大することなどを含んでいる³。

改正案では、問題のない投資を妨げないようにするため、ポートフォリオ投資等には事前届出免除制度を導入している。事前届出免除制度の対象は、今後、外為法の細則で規定されるが、「過去に外為法に違反した者」「外国政府等の影響下にある者（国有企業等）」に該当する投資家や、「武器製造、原子力、電力、通信」などの業種は対象外とされている。さらに、事前届出免除を受けるためには一定の基準を遵守することが求められ、その主要例として以下の基準が明らかにされている。

- (A) 役員に就任しないこと
- (B) 事業の譲渡・廃止等を提案しないこと
- (C) 非公開の技術・情報にアクセスしないこと

2. 財務省が Q&A を追加公表

(1) 事前届出免除制度に関連する懸念

事前届出免除制度の導入は、10月8日に財務省の関税・外国為替等審議会によって公表された⁴が、事前届出免除制度を受けられる範囲が不明確であり、外国投資家や取引所・証券業界関係者から外国投資家の投資意欲を減退させるのではないかとといった懸念が寄せられた。

そこで、財務省は、10月18日、事前届出免除の対象を明確化し、負担を軽減するための対応策（以下、「負担軽減策」）を公表した⁵。負担軽減策では、「外国銀行、外国保険会社及び外国運用会社が行う取引は、対象銘柄に関わらず、事前届出免除の対象とする」ことが明らかにされ⁶、一定程度、上記懸念は解消された。

ただし、外国運用会社等が行う取引でも、上記の、事前届出免除を受けるための基準を遵守することは求められることとされた。当該基準として、上記(A)～(C)以外も含まれる可能性があり、例えば役員の選任・解任の提案をする場合には事前届出免除が受けられるのか等、依然として事前届出免除が受けられる範囲が不明確であった。そのため、外国投資家の投資意欲減退の懸念は引き続き残り、また、事前届出免除を確実に受けられるよう、外国投資家が企業との

³ 対内直接投資規制の概要や改正案のポイントについて、拙稿「対内直接投資規制に関する外為法改正案」（2019年10月10日付大和総研レポート）

(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20191010_021075.html) 参照。

⁴ 財務省「対内直接投資審査制度について」（2019年10月8日、関税・外国為替等審議会 第43回外国為替等分科会 資料2）

(https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/sub-foreign_exchange/proceeding_s/material/gai20191008/02.pdf)（資料中、p.7）参照。

⁵ 財務省「『外国為替及び外国貿易法の一部を改正する法律案』について」（2019年10月8日）関係資料 p.6 参照 (https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20191018.html)。拙稿「対内直接投資規制に関する外為法改正案（続報）」（2019年10月23日付大和総研レポート

(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20191023_021089.html) 参照。

⁶ 事後報告に関して、「外国証券会社、外国銀行、外国保険会社及び外国運用会社が行う免除後の事後報告の関値は、現状（10%）より加重しない」（脚注5財務省資料、p.6）ことも明らかにされた。

対話を避け、コーポレート・ガバナンス改革の流れを阻害する懸念があった。

その他、ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) が「外国政府等の影響下にある者 (国有企業等)」に該当し、事前届出免除制度が受けられない可能性があった。そのため、依然、外国投資家の投資意欲が減退する懸念が完全に解消されたとは言い難かった。

(2) Q&A による懸念の解消

(ア) 事前届出免除基準の明確化

財務省はさらに、10月25日に「外為法改正案についてのよくある質問」(以下、「Q&A」)を公表した⁷。Q&Aでは、事前届出免除を受けるために遵守することが求められる基準は、具体的には以下の3基準であることが明確化された。

- ①外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任しないこと
- ②重要事業の譲渡・廃止を株主総会に自ら提案しないこと
- ③国の安全等に係る非公開の技術情報にアクセスしないこと

Q&A公表前は、外国投資家(上記①②の基準を遵守する、アクティビスト以外の外国投資家)が、事前届出免除を受けるために、例えば役員を選任・解任等の提案等、企業との対話を回避する懸念があったが、基準の明確化によりこのような懸念は解消されたといえる。さらに、Q&Aでは、事前届出免除を受ける場合、株主としての権利行使については、事後報告⁸において上記①②を示せば足りることが明らかにされた。

上記②について補足すると、「重要事業の譲渡・廃止」を「株主総会」に「自ら」提案しないこととされているため、「役員を選任・解任」等の提案や、(重要事業の譲渡・廃止を)「株主総会以外」のミーティングで提案することや、株主総会において他の投資家が重要事業の譲渡・廃止を提案したことに「賛同すること」は、いずれも上記②の基準に反しないこととなる。そのため、これらの行為は阻害されない。

(イ) SWF の扱いの明確化とリストの公表等

SWFに関しては、Q&Aでは、「SWFや年金基金でも、国の安全等を損なうおそれがないと認められるものは、免除制度の利用が可能」であることが明らかにされた。さらに、「SWFや年金基金が、自ら株式を取得せず、免除対象の金融機関等を介して投資を行う場合には、事前届出は不要」とされた。

⁷ 脚注5財務省ウェブサイト参照。

⁸ 脚注6の通り、事前届出免除制度を利用する外国証券会社、外国銀行、外国保険会社及び外国運用会社は、上場会社の株式を10%以上取得するまで事後報告を行う義務はない。そのため、これらの外国投資家が事前届出を免除され、例えば上場会社の株式を3%取得する場合は、事前届出も事後報告も行われないと考えられる(上記①～③の基準の遵守は必要)。

その他、Q&A では、事前届出が不要な上場会社や、事前届出の免除が可能な上場会社、事前届出免除の対象から除かれる上場会社のリストを当局が公表・更新することが明らかにされた。個別の上場会社（銘柄）が事前届出の必要な業種に該当するかは、現在は外国投資家が確認する必要があるため、リストの公表は非常に有益だろう。

加えて、Q&A では、今般の法改正に伴って、事前届出対象業種の追加は予定していないことが明らかにされた。

（ウ）残された主な課題

残された主な課題としては、上記の通り、SWF・年金基金は、「国の安全等を損なうおそれがないと認められるもの」以外（武器製造、原子力、電力、通信等の上場会社の株式を1%以上取得する場合が該当すると考えられる）は、事前届出免除が受けられないこととなる。そのため、SWF・年金基金は、武器製造、原子力、電力、通信等の上場会社の株式を取得する場合、株式数・議決権数比率が1%以上にならないように管理する必要があると考えられる。

3. 今後の注目点

（1）今回の見直しはアクティビスト封じが狙いか

今回の改正案については、アクティビスト排除との批判がなされている⁹。しかし、Q&A では、「今回の法改正は、健全な投資を一層促進しつつ、国の安全等に関わる技術情報の流出や事業活動の喪失といった事態を防止することが目的であり、アクティビスト封じが狙いではありません」とされている。つまり、株式取得の承認が得られるかは、外国投資家がアクティビストか否かで判定されるのではなく、「国の安全等に関わる技術情報の流出や事業活動の喪失といった事態」を生じさせるか否かで判定されることとなる。

ただし、「国の安全等に関わる技術情報の流出や事業活動の喪失といった事態」は、株式を取得するのがアクティビストである場合に生じやすい。なぜなら、アクティビストは投資先企業の経営に影響を及ぼすことを狙っており、その直接的又は間接的な結果として、投資先会社が有している技術情報や事業活動に影響を与える可能性が生じるからである。

実際、上場会社の株式取得の基準値を「10%以上」から「1%以上」に引き下げることを提言¹⁰した、経済産業省の産業構造審議会 通商・貿易分科会 安全保障貿易管理小委員会の中間報告（以下、「中間報告」（2019年10月8日））¹¹は、見直しの背景となった海外の懸念事例として、

⁹ 2019年10月25日付日本経済新聞電子版「中国が日本株売りに転じる日 SWF、外資規制を警戒」など。

¹⁰ 海外において、株式保有割合が1%以上の株主に与えられる株主提案権等を活用して投資先企業の経営に対して強い影響を与える事例が生じていることを踏まえ、「株主提案権が生じる株式保有割合1%を目安に、対内直接投資管理の届出対象となる株式等取得割合に係る閾値を引き下げることを検討すべき」と指摘している。

¹¹ 経済産業省ウェブサイト

(https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/tsusho_boeki/anzen_hosho/20191008_report.html) 参照。

次のように投資先企業の経営へ影響力を行使する場合を挙げている。

- A社の株式を約1%取得したファンドOは、取得後、A社に対して事業戦略の変更と取締役の派遣を要求。最終的にA社の経営トップは退任し、同時にOの社長がA社の取締役に選任された。
- B社の株式を約1%取得したP社は、B社の事業戦略等を批判し、B社CEOとの会談等を要求。その結果、当初の事業戦略で拡大方針とされていた事業部門の売却が検討され、その翌年に売却された。

(2) 審査基準に関する課題と対応策

(ア) 審査基準に関する課題

(1) で述べたとおり、政府から株式取得の承認が得られるかは、その外国投資家がいわゆるアクティビストか否かで判定されるわけではない。現行の外為法では、承認が得られるか（中止勧告が出されるか）は、対内直接投資等が「国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、又は公衆の安全の保護に支障を来すことになること」「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こと」に該当するかで判定すると定められている（外為法 27③⑤）。ただし、この基準だけでは個別のケースでどのような場合に承認が得られるか必ずしも明確ではない。

対内直接投資等に対する審査事案は原則として公表されない。しかし、2008年に、電源開発株式会社（以下、「電源開発」。事前届出が必要な業種を営む上場会社）の株式取得について政府から中止命令を受けた、ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスターファンド（以下、「TCIファンド」。英領ケイマン諸島に所在）は、中止勧告・命令の内容が公表されているので、本事案に適用された審査基準が参考になると考えられる（巻末の【参考】参照）。

本事案では、TCIファンドによる株式取得とこれに伴う株主権の行使が、電源開発の経営や基幹設備に係る計画・運用・維持に影響を及ぼし、それを通じて「電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策に影響を与えるおそれがある」かが検討された。検討の結果、「電気の安定供給・・・に影響を与えるおそれがある」があると認定され、株式取得の中止命令が発出された。

本事案でTCIファンドが株式取得の承認を得るためには、電源開発の株式を取得し、株主権の行使をしても、「電気の安定供給・・・に影響を与える『おそれ』（注：『おそれ』のカギカッコは筆者、以下同）がない」ことが必要だった（巻末の【参考】参照）。そのためにはTCIファンドは、株主権の行使により、具体的にどのようなことを電源開発の経営陣に要求し、その要求内容が実現した場合の直接又は間接的な影響を特定した上で、「電気の安定供給・・・に影響を与える『おそれ』がない」ことを示すことが実際上必要だった。しかし、間接的なものも含めて影響を特定することや、そのような「おそれ」がないことを示すことは、実際には困難ではないかと考えられる。

(イ) 審査基準の明確化の必要性

TCI ファンドの事案では、電源開発は我が国の原子力政策にも関わっており、それだけ厳しい審査基準が適用されたとも考えられる。そのため、本事案の審査基準が一般的に適用されるかは不明である。しかし、本事案に適用されたような厳しい審査基準が一般的に適用されるとすれば、實際上、いわゆるアクティビストが株式取得の承認を得ることは難しいだろう。

我が国の安全保障上問題のある投資であれば、政府が株式取得を承認しないことは当然必要である。しかし、事前届出が求められる業種のすべてについて、我が国の安全等に関わる「おそれ」を広く認定することにより、實際上、いわゆるアクティビストであれば株式取得が困難になるようにすれば、海外の投資家の目にはコーポレート・ガバナンス改革の流れに逆行すると映り、我が国への投資意欲を失わせてしまう懸念がある。

特に、現行規制の下では、上場会社の株式取得は10%未満であれば審査の対象とならないが、今回の見直しの結果、1%以上取得すれば原則として審査の対象となり、審査件数は増加する可能性がある。本来必要な範囲を超えて、過度に対内直接投資を制限しないようにすることはより一層重要となる。

審査を行う政府のリソースの観点からも、審査基準が明確化されている方が効率的であろう。また、外為法の審査は、財務省とともに、業種に応じて経済産業省、厚生労働省、総務省、警察庁、国土交通省、農林水産省、環境省等、様々な事業所管省庁が共同で審査を行うため、統一的な審査基準を適用することが望ましい。

以上の点を考慮すると、審査基準を明確化することが必要だろう。この点に関して、2017年8月に財務省及び事業所管省庁は連名で、対内直接投資等の審査に際して考慮する要素を公表している¹²。今後は、Q&Aで触れられているように、今回の見直しを踏まえて改訂した「審査に際して考慮する要素を作成・公表」することや、中間報告で触れられているように「投資を認められた対内直接投資の具体的事例の紹介等関連する情報の公開等」を行うことを通じて、審査基準がより一層明確化されることが期待される。

(以上)

¹² 財務省ウェブサイト

(https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/gaitame/recent_revised/gaitamehou_20170802.htm) 参照。対内直接投資等の審査の際の考慮要素として、①我が国の安全保障関連産業（武器、航空機、宇宙開発及び原子力）の生産基盤及び技術基盤の維持、②安全保障上重要な機微技術の流出の防止、③平時及び有事における公共的活動等の維持、④公衆の安全の維持、⑤我が国が経済協力開発機構の資本移動の自由化に関する規約第2条bの規定に基づき留保している業種については、我が国経済の円滑な運営の観点から、食料や燃料等の安定した供給や十分な備蓄、国土保全、及び国内事業者の生産活動やその継続性等の確保、⑥外国投資家・関係企業等の属性、資金計画及び過去の投資行動・実績等、⑦その他、審査で考慮すべきと考えられる要素、が挙げられている。

【参考】TCI ファンドによる電源開発（Jパワー）の株式取得に対する政府の審査

本件は、2008年1月、TCI ファンドが、事前届出が必要な業種を営む上場会社である、電源開発の発行済株式の20%までの株式を取得することについて、財務大臣・経済産業大臣に事前届出を行った事案である¹³。

本件では、財務大臣及び経済産業大臣は、TCI ファンドによる投資方針及びそれまでの投資行動¹⁴から判断すると、TCI ファンドによる株式取得は、「電源開発の経営に影響を及ぼす可能性がある」と認定した。

さらに、TCI ファンドによる電源開発株式の取得及びそれらに伴う株主権の行使を通じて、「電源開発の「経営」や「基幹設備に係る計画・運用・維持に影響を及ぼし」、それらを通じて「電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策に影響を与えるおそれがある」と認定した。

この点に関して、TCI ファンドは、電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策を妨げる意思はなく、そのような株主提案を行うことはないと主張していた。しかし、これに対して、財務大臣・経済産業大臣は、TCI ファンドが、電源開発に対して経営指標の設定及びその達成の具体的な実現方法を明確に示さなかったことを根拠に、電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策に影響を及ぼすおそれがあると認定した¹⁵（そのため、電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策に影響を及ぼすおそれがないことを示すには、経営指標の達成の具体的な実現方法を明確に示した上で、それが実現した場合の直接的又は間接的な影響として、上記のおそれがないことを示す必要があったと考えられる）。

上記を踏まえ、財務大臣・経済産業大臣はTCI ファンドに対して中止勧告を発出し、TCI ファンドが勧告を拒否したため、中止命令を発出した（中止命令が発出された唯一の事案¹⁶）。

¹³ 財務省ウェブサイト

(http://warp.da.ndl.go.jp/info:ndl.jp/pid/8560722/www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/gaitame/recent_revised/tci20080513-03.htm) (国立国会図書館が保存した過去のウェブサイト) 参照。

¹⁴ 具体的には、TCI ファンドの投資方針として、株主価値を高めるために、時として投資先企業に対して積極的な行動を取ること、例えば投資先企業の経営陣に対する働きかけを行う場合があること、委任状勧誘を行う場合があることが認定された。

¹⁵ 具体的には、「今回の審査においては、TCI ファンドは、電源開発に対して経営指標の設定及びその達成に経営陣が説明責任を負うことを要求している一方、その具体的な実現方法を明確に示さなかったため、TCI ファンドの要求内容が実現した場合の直接又は間接的な影響として、例えば、大間原子力発電所の建設の凍結や大幅な遅延、基幹設備に係る設備投資及び修繕費の削減が生じ、電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する我が国の政策に影響を及ぼすおそれがあると判断したものである」と指摘した。

¹⁶ 2019年10月28日付日本経済新聞電子版「外為法改正、安保と投資に揺れる『1%』」参照。