

2020年6月5日 全10頁

改正外為法の適用開始

外国投資家のエンゲージメント活動が制約される恐れ

金融調査部 主任研究員 金本悠希

[要約]

- 4月24日、財務省が外為法の政省令等の改正（確定版）を公表した（法律の改正を含め、主な見直しは6月7日から適用開始）。外為法は昨年11月に改正され、外国投資家が上場会社（指定業種）の株式を取得する場合に事前届出が必要な基準値を「1%」に引き下げるとともに、事前届出免除制度を導入している。
- 従来の財務省の説明では、外国投資家が事前届出を免除されるための条件は、原則として、①（密接関係者含め）役員に就任しない、②指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会で提案しない、③非公開の技術情報にアクセスしないこと、の3条件とされていた（外国金融機関以外の外国投資家がコア業種に投資する場合は、追加条件あり）。
- しかし、最終的な政省令では、事前届出が免除されるための条件として、「指定業種に係る事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資でないことも求められている。該当するケースは限定的と想定されているが、外国投資家によるエンゲージメント活動を不必要に阻害しないように、どのような場合が該当するのか明確化されることが望ましい。

1. 外為法政省令（確定版）の公表

2020年4月24日、財務省が、外国為替及び外国貿易法（外為法）の関連政省令・告示改正の確定版及び概要資料（英語版含む）を公表した¹。法律の改正を含め、主な見直しは6月7日から適用開始される（一部は5月8日から適用開始）。

外為法は対内直接投資を規制しており、外国投資家が、一定の業種を営む上場会社の株式を「10%」以上取得する場合に事前届出を求め、政府による審査の対象としていた。昨年11月、外為法が改正され、基準値を「1%」に引き下げるとともに、事前届出免除制度が導入された。以下、法律・政省令の改正概要と株式市場とコーポレート・ガバナンスへの影響について解説する。

¹ 財務省ウェブサイト等参照

（概要資料：https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20200424.htm）

（関連条文：https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/fdi/index.htm#joubun）

（パブリックコメントの結果：[https://search.e-](https://search.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=395122004&Mode=2)

[gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=395122004&Mode=2](https://search.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=395122004&Mode=2)）

2. 改正の概要

(1) 事前届出が免除される範囲

改正前の外為法では、外国投資家が指定業種を営む上場会社の株式を10%以上取得する場合、政府への事前届出が求められ、審査の対象とされていた。指定業種は、下記が指定されている。

- ①「国の安全」関連：武器、航空機、原子力、宇宙関連、軍事転用可能な汎用品の製造業、サイバーセキュリティ関連
- ②「公の秩序」関連：電気・ガス、熱供給、通信事業、放送事業、水道、鉄道、旅客運送
- ③「公衆の安全」関連：生物学的製剤製造業、警備業
- ④「我が国経済の円滑運営」関連：農林水産、石油、皮革関連、航空運輸、海運

一方、改正後は、外国投資家が、指定業種を営む上場会社の株式を1%以上取得する場合、事前届出免除制度が適用されない限り、事前届出が必要とされた（この改正は6月7日から適用開始）。事前届出免除制度が適用される範囲は外国投資家の種類に応じて異なる（図表1参照）。

図表1 事前届出が必要な場合

改正前			
	包括免除 外国金融機関	一般免除 一般投資家 認証を受けたSWF等	外為法違反で処分を受けた者・国有企業等（認証を受けたSWF等を除く）
改正後			
		(※) 追加条件あり	

(出所) 財務省「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正について」(2020年4月)を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

まず、「外国金融機関」は、後述(2)(ア)(a)～(c)の基準を満たせば、事前届出は原則として免除される(包括免除)。次に、外為法違反で処分を受けた者・国有企業等は、常に事前届出は免除されない。

これらに該当しない一般投資家等(図表1下段中央)は、指定業種のうち、安全保障上特に重要な業種(「コア業種」。p.8参照)以外を営む上場会社の株式を1%以上取得する場合は、後述(2)(ア)(a)～(c)の基準を満たせば、原則として事前届出は免除される。一方、一般投資家等が「コア業種」を営む上場会社の株式を1%以上取得する場合は、これらに加え、後述(2)(ア)(d)(e)の追加基準を満たせば、「10%」まで事前届出は原則として免除される(一般免除)。

ただし、外国金融機関、一般投資家等いずれも、「指定業種に係る事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする場合は、事前届出が免除されない。

(2) 事前届出が免除されるための条件

(ア) 事前届出免除基準

事前届出免除基準は、原則として下記の3基準である。外国金融機関が指定業種へ投資する場合、及び一般投資家等がコア業種以外の指定業種へ投資する場合、この3基準を満たせば原則として事前届出が免除される。

- (a) 外国投資家自ら又はその密接関係者(後述)が役員に就任しない
- (b) 指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会に自ら提案しない
- (c) 指定業種に属する事業に係る非公開の技術情報にアクセスしない(後述)

一方、外国金融機関以外の外国投資家がコア業種への投資について事前届出の免除を受けるためには、上記に加えて、下記の追加基準を満たす必要がある。

- (d) コア業種に属する事業に関し、重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない
- (e) コア業種に属する事業に関し、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わない

これらの基準を満たし事前届出が免除される場合、事前届出がなされないため、株式取得の際に外国投資家が基準を遵守しているかは外部からは判断できない。

事前届出免除制度を利用して株式取得等を行った場合、外国投資家は45日以内に政府に報告する必要がある(事後報告)。事後報告の報告書様式には、外国投資家が上記基準を遵守していることを誓約する箇所(チェックボックスにチェックする形式)が設けられており、これにより外国投資家は政府に対して上記基準を遵守していることを事後的に報告することとなる。

ただし、事前届出免除制度を利用した場合の事後報告のタイミングは図表2の通りであり、外国金融機関の場合、取得割合が10%未満であれば、事後報告がなされず外部からは基準を遵守しているか判断できない。

図表 2 事前届出免除制度を利用した場合の事後報告のタイミング

投資家	事後報告が必要な場合
外国金融機関	取得割合が10%以上となる場合（※1）
認証を受けたSWF等	取得割合が下記に該当する場合 ・当該SWF等について指定される一定の割合（対外非公表）以上となる場合 ・10%以上となる場合（※1）
上記以外の外国投資家	取得割合が下記に該当する場合 ・初めて1%以上となる場合（※2） ・初めて3%以上となる場合（※2） ・10%以上となる場合（※1）

（※1）取得後、取得割合が10%以上であれば取得の都度必要（例えば、9%→11%となる場合だけでなく、11%→12%となる場合も必要）。

（※2）株式売却等で一旦閾値を割り込み、その後の再取得で当該閾値を再び超えた場合は、事後報告は不要。（出所）法令を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

（イ）「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」としないこと

外為法改正に関する財務省による概要資料では、事前届出免除制度が適用される条件として、上記（ア）の基準を遵守することが明記されていた。しかし、政省令では、これに加えて、指定業種に係る「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」としないことも条件とされている²。

この条件の適用に当たっては、「投資対象となる事業の内容、投資家が行う行為の態様、投資家が行うことを想定している行為が事業の実施に与える影響の蓋然性について、個別具体的な事情を勘案して判断する」とされているが、例えば、下記の場合が該当するとされている³。

外国投資家が、発行会社に対し、指定業種のうち国の安全等の観点から継続的かつ安定的な実施が求められる事業の縮小を行うことに繋がる提案（※）をすることを目的として、財務や事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが可能な程度の株式を取得することにより、その株式所有に伴う影響力を背景に発行会社において提案内容を実現せざるを得ないことになると認められる場合（注：下線及び（※）の追記は引用者による）

（※）日常的なコミュニケーションの中で行われた場合でも該当し得る。

この条件が適用される場合は、「事前届出がなされれば対内直接投資等の変更・中止の勧告を行うことが相当な事例と考えられます（なお、平成3年以降、これまでの間に中止命令の対象となった事例は1例のみです。）」⁴とされ、実際に適用されるのは限定的と想定されている。

² 対内直接投資等に関する政令第3条の2第2項第4号。このような条件を定めた趣旨は、事前届出の免除が認められる投資は、「国の安全等の観点から重要な事業の存続に影響を及ぼすことが想定されないとの考え方に基づく」ものだが、指定業種に係る「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資は、「上記の事前届出免除を認めた前提が成り立たない」ためとされている（脚注1のパブリックコメントの結果の「（別紙1）意見への考え方」の185（p.62）等参照）。

³ 脚注1のパブリックコメントの結果の「（別紙1）意見への考え方」の185（p.62）、188（p.63）等参照

⁴ 脚注1のパブリックコメントの結果の「（別紙1）意見への考え方」の187（p.62～63）参照。なお、中止命令の対象となったのは、2008年に、ザ・チルドレンズ・インベストメント・マスターファンド（英領ケイマン諸

(ア) (イ) をまとめると、事前届出免除制度は図表 3 のようにまとめることができる。

図表 3 事前届出免除制度の概要

投資家	事前届出が免除される場合	
外国金融機関	包括免除	以下を満たせば、事前届出を免除（上限なし） ・ (2) (ア) の基準 (a) ~ (c) を遵守 ・ 指定業種に係る「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資でない
一般投資家 (認証を受けた SWF 等を含む)	指定業種 (コア業種以外)	以下を満たせば、事前届出を免除（上限なし） ・ (2) (ア) の基準 (a) ~ (c) を遵守 ・ 指定業種に係る「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資でない
	コア業種	以下を満たせば、10%未満の株式取得について事前届出を免除 ・ (2) (ア) の基準 (a) ~ (e) を遵守 ・ 指定業種に係る「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資でない
外為法違反で処分を受けた者・国有企業等 (認証を受けた SWF 等を除く)	事前届出は免除されない	

(出所) 財務省「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正について」(2020年4月)及び法令を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(3) SWF 等の扱い

前述の通り、国有企業等は、原則として事前届出が免除されない。ただし、国の安全等を損なう恐れのない SWF や公的年金基金 (SWF 等) は、財務省から個別に認証された場合、事前届出免除制度 (一般免除) が認められる。

認証に当たっては、財務省が下記を審査する (認証が付与されたかは非公表)。

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ① SWF 等の投資形態が、純粋に経済的収益を目的としたものであること ② SWF 等の投資の意思決定が、外国政府等から独立して行われること |
|---|

(4) 外国金融機関の範囲

前述の通り、「外国金融機関」は、条件を満たせば常に事前届出は不要であり、他の外国投資家に比べて手続の負担が小さい。そのため、外国投資家は自身が「外国金融機関」に該当するかという観点から、その範囲に注目していた。

政省令では、包括免除の対象となる「外国金融機関」は、以下の者と定められている。運用会社等も含まれており、投資ファンドでも外国金融機関に該当し得る。また、下記の通り、高速取

島に所在) が、電源開発株式会社の発行済株式の 20% までの株式を取得することについて事前届出を行った事案である。

引行為者（HFT）を除き、自国で規制・監督を受けている金融機関は該当することとなる。

◇日本において業法に基づき規制・監督を受けている、また、外国において日本の業法に準ずる法令に基づき規制・監督を受けている、以下の業態の外国金融機関	
①証券会社	②銀行
③保険会社	④運用会社
⑤運用型信託会社	⑥登録投資法人（会社型投資信託）
⑦高速取引行為者（※）	

（※）我が国の金融商品取引法上の高速取引行為者に限る（これ以外的高速取引行為を行う外国投資家は、包括免除の対象にはならない）。

（５）事前届出免除基準の用語の定義

（ア）「密接関係者」

前述の通り、事前届出免除基準として「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」ことが定められている。外国投資家は、投資先企業に経営効率化を促すため、役員を選任の提案を行うケースがあるため、この条件に関して「密接関係者」が具体的にどこまで含まれるかが注目されていた。

図表４ 「密接関係者」の範囲（※1）

取締役及び監査役の選任における関係者の範囲	①自己が提案（他者を通じた提案を含む）			②他者（発行会社含む）が提案（※2）		
	役員	使用人	投資に関する意思決定を行う会議体の構成員	役員	使用人	投資に関する意思決定を行う会議体の構成員
外国投資家（法人）	○	○	○	○	×	○
外国投資家（法人）の子・孫・親・祖父会社	○	○	○	○	×	○
外国投資家（法人）の叔父・従兄弟・兄弟・甥会社	○	○	○	○	×	×
主要な取引先	○	○	○	×	×	×
外国投資家から多額の金銭その他の財産を得ている者	○			×		
過去1年間に上記のいずれかに該当していた者	○			×（※3）		
外国投資家（自然人）の配偶者	○			○		
外国投資家（自然人）の直系血族	○			○		
議決権を行使することを合意している者又はその密接関係者	○			○		

（※1）「○」は密接関係者に該当し、「×」は該当しないことを意味する（例えば、主要な取引先の役員は、①自己が提案する場合、密接関係者に該当するが、②他社が提案する場合は該当しない）。

（※2）修正動議による提案の場合は、届出対象外。

（※3）当初案では「○」（密接関係者に該当）とされていた。

（※4）国有企業等が自己提案をする場合は、その国の政府、地方公共団体、政府関係機関又は中央銀行の職員若しくは政党员も密接関係者。

（出所）財務省「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正について」（2020年4月）を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

政省令では、この「密接関係者」の範囲は図表4のように定められている。当初案では、他者（発行会社含む）が提案した場合（図表4の②）について、過去1年間以内に外国投資家及び一定の関係会社の役員等であった者も「密接関係者」に含まれていた。しかし、把握することが困難という指摘を踏まえ、最終的な政省令では除外されている。

（イ）「非公開の技術情報へアクセスする」こと

前述の通り、事前届出免除基準として「指定業種に属する事業に係る非公開の技術情報にアクセスしない」ことが定められている。この「非公開の技術情報へアクセスする」ことの定義は下記の通りである。秘密技術関連情報の取得や開示提案の範囲は、下記（※3）の通り、当初案から限定されている。

- ◇発行会社等の指定業種に属する事業を営む部門において秘密として管理されている技術等（秘密技術関連情報（※1））の取得（※2,3）
- ◇秘密技術関連情報を開示することの提案（※3）
- ◇秘密技術関連情報の管理に係る規定等の変更の提案

（※1）役員等の就業条件や報酬等の情報、発行会社等の財務情報は、秘密技術関連情報には該当しない。

（※2）当該発行会社等が自主的に提供した場合は除く。

（※3）証券会社・銀行のM&A助言部門等による秘密技術関連情報の取得または開示の請求については、下記を担保する措置が講じられていれば、定義から除かれる（当初案から追加）。

①情報が株式売買部門に提供されないこと

②株式売買部門が保有している株式等を通じた影響力を遮断すること

（ウ）「重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加する」こと

前述の通り、追加の事前届出免除基準として、「コア業種に属する事業に関し、重要な意思決定権限を有する委員会に自ら参加しない」ことが定められている。これについては、「発行会社の自発的意思により求められて行う場合」は、本基準に抵触しないと考えられるとされている。ただし、「外国投資家が事前に発行会社に自らを招くよう働きかけを行った結果として発行会社が要請する場合等」については、基準違反に該当すると考えられるとされている⁵。

（エ）「取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案する」こと

前述の通り、追加の事前届出免除基準として、「コア業種に属する事業に関し、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行わない」ことが定められている。

「期限を付して」については、「明確な日時等が明示されていない場合であっても、実質的には期限を付していることと同等であると解される場合」には該当するとされ、「実質的には株主総会までに回答を行うことを求められていると解される場合についてはこれに該当するものと考

⁵ 脚注1のパブリックコメントの結果の「(別紙1) 意見への考え方」の263 (p.89) 等参照。

えられ」るとされている⁶。

「書面」（「電磁的記録」も含まれる）での提案については、「基本的には外形的に基準の該当性が判断されることとなりますが、この趣旨を逸脱し、明らかに書面や電磁的記録で行うことと同等の効果をもつと考えられる行為により、国の安全等を脅かすおそれのある提案を行っていると観念される場合」については、基準遵守等に疑義がないか確認するため、当局から連絡する可能性もあるとされている⁷。

（6）コア業種の範囲

コア業種の範囲は、下記のように定められている。

図表 5 コア業種の範囲

分野	備考（以下記載のものに限る）
武器	（限定なし）
航空機	〃
宇宙関連	〃
原子力関連	〃
軍事転用可能な汎用品	〃
サイバーセキュリティ関連	サイバーセキュリティ関連サービス業、重要インフラのために特に設計されたプログラム等の提供に係るサービス業等
電力業	一般送配電事業者、送電事業者、発電事業者（最大出力 5 万 KW 以上の発電所を有するものに限る）
ガス業	一般・特定ガス導管事業者、ガス製造事業者、LP ガス事業者（貯蔵所又は中核充てん所を有するものに限る）
通信業	電気通信事業者（複数の市区町村にまたがる電気通信サービス等を提供している者に限る）
上水道業	水道事業者（5 万人超の給水人口を有するものに限る） 水道用水供給事業者（1 日あたり 2.5 万 m ³ 超の供給能力を有するものに限る）
鉄道業	鉄道事業者（事態対処法上の指定公共機関）
石油業	石油精製業、石油備蓄業、原油・天然ガス鉱業

（出所）財務省「外国為替及び外国貿易法の関連政省令・告示改正について」（2020 年 4 月）

（7）銘柄リストの公表

財務省は、政省令の公表とは別途、5 月 8 日に銘柄リストを公表した⁸。銘柄リストでは、上

⁶ 脚注 1 のパブリックコメントの結果の「（別紙 1）意見への考え方」の 259（p. 88）等参照。

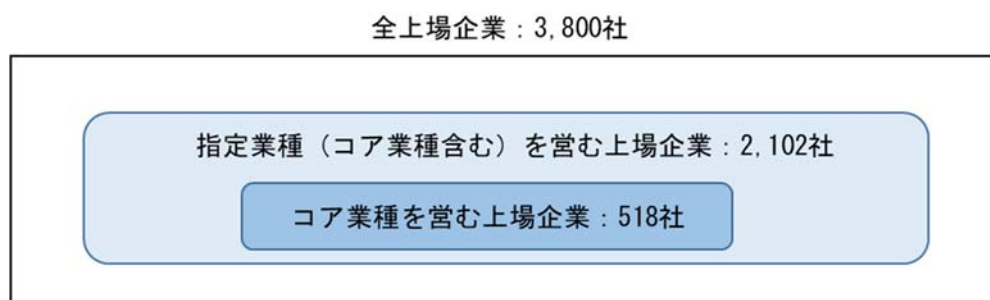
⁷ 脚注 1 のパブリックコメントの結果の「（別紙 1）意見への考え方」の 255（p. 87）等参照。

⁸ 財務省ウェブサイト「本邦上場会社の外為法における対内直接投資等事前届出該当性リスト」
(https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/fdi/)。

場企業のうち、指定業種を営む会社、コア業種を営む会社の具体名が明らかにされている。

銘柄リストによると、指定業種（コア業種含む）を営む上場企業とコア業種を営む上場企業の社数は、それぞれ図表 6 の通りである。銘柄リストに記載された全上場企業 3,800 社のうち、半数以上の 2,102 社が指定業種（コア業種含む）を営む上場企業に該当している⁹。

図表 6 指定業種・コア業種を営む上場企業の社数



（出所）財務省「本邦上場会社の外為法における対内直接投資等事前届出該当性リスト」（2020年5月）を基に
大和総研金融調査部制度調査課作成

3. 株式市場及びコーポレート・ガバナンスへの影響

（1）株式市場への影響は限定的な見込み

外為法改正に対しては、基準値の1%への引き下げにより事前届出・審査の対象が拡大するため、上場株式について、売買金額で7割¹⁰、保有割合で3割¹¹を占める外国投資家の投資を阻害し、株価に影響を与えるのではないかと懸念されていた。

従来の財務省の説明では、SWF等がコア業種の株式を取得する場合、事前届出を行い、政府の審査を受ける必要があると考えられていた。そのため、煩雑な手続を嫌うSWF等がコア業種を営む上場会社への投資をためらい、株価に影響を与えるのではないかと懸念があった¹²。

しかし、最終的な政省令では、SWF等が認証を受けた場合、基準（追加基準を含む）を満たせば、10%まで事前届出が免除されることとなったため、上記の懸念はほぼ解消され、株式市場への影響は限定的と考えられる。

今後の注目点は、外国投資家が事前届出を行った場合に審査で承認されるかという点である。仮に承認されないケースが相次げば、外国投資家は指定業種への投資をためらい、株価に影響を与える懸念がある。

⁹ 指定業種を営んでいるかは、上場企業だけでなく、子会社等も含めて判断される。

¹⁰ 東京証券取引所「投資部門別 株式売買状況 東証第一部 [金額]」によると、2019年1年間の売買代金のうち海外投資家が占める割合は73.3%である。

¹¹ 東京証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」によると、2018年度末の外国法人等の株式保有比率は29.1%である。

¹² 2020年5月14日付の日本経済新聞電子版「改正外為法、大型株軟調に（市場点描）」では、「時価総額3千億円以上では、コア業種銘柄の騰落率はTOPIXに対し過去1年で4%以上のマイナス」と指摘されている。

(2) コーポレート・ガバナンスへの影響に関する懸念

(ア) 事前届出免除基準

今回の改正に対しては、コーポレート・ガバナンス強化の流れに逆行するのではないかといった批判がなされている。その理由は、事前届出を免除されるためには、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、投資先の指定業種に属する事業の譲渡・廃止を株主総会に提案しない、という事前届出免除基準を満たす必要があるためである。

特に、認証された SWF 等、一般投資家等がコア業種に投資する場合に事前届出を免除されるためには、追加の事前届出免除基準を満たすことも求められる。具体的には、コア業種に属する事業に関して、重要な意思決定権限を有する委員会に参加したり、取締役会等に期限を付して回答・行動を求めて書面で提案を行ったりしないことも求められる。

事前届出免除基準は事前届出が免除されるための基準であり、外国投資家がこれらの行為をすることが禁止されるわけではない。しかし、SWF 等のように多額の資金を運用する外国投資家は、そのような手続が必要なこと自体が投資の阻害要因となる。そのため、外国投資家がこれらの行為をためらう可能性があり、企業と投資家との対話が制約される場面が生じ得るだろう。

(イ) 「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」としないこと

指定業種を営む企業に投資する場合、事前届出を免除されるためには「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」としないという条件も満たす必要がある。

p. 4 で述べた通り、実際に適用されるのは限定的な場合と想定されているが、個別のケースが「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資に該当するかは必ずしも明らかではない。例えば、例示されている場合 (p. 4 の枠内) について、「指定業種のうち国の安全等の観点から継続的かつ安定的な実施が求められる事業」はインフラ事業が想定されていると思われるが、具体的にどの事業が含まれるのかという点や、「財務や事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが可能な程度の株式」はどの程度の株式数であれば該当するのかという点は明らかではない。

仮に「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資に該当すれば、事前届出が免除されない。そのため、外国投資家が「このような投資に該当しない」と誤って判断し、事前届出をせずに投資した場合に、実は上記の投資に該当していた、といった事態も想定される。そのような場合は、理論上、事前届出義務違反となる。事前届出義務違反については刑事罰が定められており、また、違反から 5 年間は事前届出免除が受けられない。

その結果、「事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的」とする投資に該当しないよう、外国投資家に対して、発行会社への提案行為を抑制するインセンティブが働くことが懸念される。外国投資家によるエンゲージメント活動を不必要に阻害しないように、上記の条件の対象となる事業の範囲等が明確化されることが望ましい。

(以上)