

金融・資本市場から見た外為法の改正とその注目点

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 外国為替及び外国貿易法の一部を改正する法律が 2019 年 11 月 22 日に成立し、同月 29 日に公布された。今回の改正は、「経済の健全な発展につながる対内直接投資の一層の推進」と、「国の安全等を損なうおそれがある投資に適切に対応すること」で、メリハリのある対内直接投資制度の構築を企図するものである。
2. 「経済の健全な発展につながる対内直接投資の一層の推進」では、投資先企業の経営に関与しないポートフォリオ投資等を行う外国投資家による対内直接投資等に関し、事前の届け出と審査が必要な企業への投資であっても、それらを免除する「事前届出免除制度」が導入される。一方、「国の安全等を損なうおそれがある投資に対する適切な対応」では、事前届出の対象となる上場会社の株式取得の閾値を 10%から 1%に引き下げる。
3. 今回の改正では、当初詳細がほとんど知られていない中で、専ら事前届出対象企業の株式取得の閾値が 1%に引き下げられるということが新聞等で報道された。このため、アクティビストの活動封じなどを目的としており、コーポレートガバナンス改革の動きに逆行するとの印象と懸念を海外の投資家等に与えてしまった感は否めない。事前届出免除制度等、改正の内容が明らかにつれ、懸念はある程度払拭されてきたように思えるものの、改正の詳細が規定される政令の内容や、新しい事前審査制度がどのように運用されるのかなど、なお論点は残されている。残存する懸念を払拭し、今回の改正の目的である「メリハリのある」対内直接投資が行われるためには、透明性や納得度の高い制度運用が必要である。

I. 注目を集めた外為法改正

1. 「メリハリのある対内直接投資制度を目指す」ことが外為法改正の狙い

外国為替及び外国貿易法（以下：外為法）の一部を改正する法律が第 200 回国会（臨時会）において 2019 年 11 月 22 日に成立し、同月 29 日に公布された。施行日は公布日から起算して 6 月を超えない範囲内において政令で定める日とされていることから、2020 年 4～5 月頃になると考えられる¹。

財務省によれば今回の改正の狙いは、①投資自由の大原則の下、②一定の対内直接投資について、事後報告制度と指定業種における事前届出制度といった「必要最小限の管理又は調整（外為法第 1 条）」を行うことを前提とし、③健全な投資の一層の促進に加え、④欧米での安全保障上の観点からの対応強化の流れも勘案し、⑤新たに事前届出免除制度を導入して「経済の健全な発展につながる対内投資の一層の促進」を図る。それとともに、⑥事前届出対象の見直しにより「国の安全等を損なう恐れがある投資に適切に対応」することで、⑦「メリハリのある対内直接制度を目指す」ものである。

2. 特に海外投資家から強い懸念が示された

今回の改正の内容に関してはⅢ章で述べていくが、事前届出が必要となる上場会社の株式取得の閾値が 10%から 1%に引き下げられることを中心に新聞等で報道されるようになった 2019 年 9～10 月頃より、特に海外の投資家から、今回の改正はコーポレートガバナンス改革等による海外からの投資促進という流れに逆行するものではないか、さらにはアクティビスト封じを目的としたものではないかという懸念が広がった感がある。それとともに、今回の改正は事実上の外資投資規制の強化であり、海外投資家の日本株に対する関心を減じるものとして株式市場に悪い影響を与えるという意見も聞かれるようになった。

投資家による今回の改正に対する懸念は、例えば、日本 CFA 協会と CFA 協会（APAC）のアンケート調査『「外国為替及び外国貿易法（FEFTA）の一部を改正する法律案」に関する日本 CFA 協会と CFA 協会（APAC）による共同調査結果について』からも窺われる。同調査は外為法の改正が国会で成立した翌日の 2019 年 11 月 15 日から 27 日まで行われ、日本から 70 件、日本以外から 45 件の計 115 件の回答が寄せられた。

回答結果からは、①回答者の 70%が外為法改正に反対し、特に日本以外の回答者では反対が 81%に上ったこと、②改正の懸念点として「事前届出が必要な保有比率割合」が 72%、『幅広い「事前届出が必要な業種」』が 58%だったこと、③事前届出が必要な保有割合の望

¹ 本稿は「金融・資本市場から見た外為法の改正とその注目点（金融・資本市場動向レポート No.20-04）」の転載である。本稿執筆後、財務省から 2020 年 4 月 24 日に「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」が公表され、①「対内直接投資等に関する政令等の一部を改正する政令」が閣議決定され、改正政令及び関連改正省令・告示の公布は 4 月 30 日、改正外為法及び関連改正政省令・告示の施行及び全面適用は、それぞれ 5 月 8 日、6 月 7 日の予定であること、②Ⅲ章 5 で言及した「銘柄リスト」の公表は 5 月 8 日であることが示された。詳細は https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20200424.htm 参照。

ましい水準では、現行と同じ10%が最も多い(38%)一方、1%との回答は10%に満たなかったこと、等が注目される(図表1)。さらに、このアンケートの回答者をみると、外為法改正に関する理解度や反対割合、改正へのコメントはいずれも外国人投資家の方が多く、この問題に対する関心の高さや懸念の大きさを示す内容となっている。

このアンケート調査に基づけば、今回の改正にあたり、投資家、特に外国人投資からの主な懸念は、まず、図表1の3に示されているように、投資するにあたって、事前の届け出(と審査)が必要とされる指定された一定の業種に属する企業への株式取得の閾値が、保有比率、または議決権比率の10%から1%に引き下げられる点である。これについては、図表1の4で示したように、現行と変わらない10%か、変更されたとしても5%という意見が多く、1%は厳し過ぎるという見方と考えられる。

図表1 日本CFA協会とCFA協会(APAC)による外為法改正案に関する共同調査の概要

1.外為法改正への意見
・70%が反対(日本以外の回答者81%、日本60%)、賛成は10%未満
2.外国から日本への投資の流れへの影響
・86%が「よくない」、「とてもよくない」影響がある
3.改正の懸念点
・事前届出が必要な保有比率:72%
・幅広い「事前届出が必要な業種」:58%
4.事前届出が必要な保有割合の望ましい比率
・10%以上:24%、10%:38%、5%:30%、1%:10%未満
5.事前届出が必要な業種
・防衛(97%)、宇宙航空(70%超)、原子力(60%超)、電気・ガス(40%超)、 電気通信(40%弱)、放送(30%弱)、鉄道、農業、林業/漁業、運輸(20%未満)

(注) 1. 回答件数は日本70件、日本以外45件。

2. 調査期間は2019年11月15日~27日。

(出所) 日本CFA協会「外国為替及び外国貿易法(FEFTA)の一部を改正する法律案」に関する日本CFA協会とCFA協会(APAC)による外為法改正案に関する共同調査結果について(2019年12月16日)より野村資本市場研究所作成

また、図表1の3からは、事前届出の対象となる業種に関する懸念も強いことが窺われる。今回の改正では対象となる業種の範囲には変更がないものの、2019年5月に対内直接投資等に係る事前届出対象業種の追加に関する告示が出されて同年8月より適用されており、対象となる業種の範囲は既に拡大している。

これらの結果からは以下のようなことが言えるであろう。一般に、投資家にとり、自分たちの投資に対する制限や煩雑な事務作業といった諸負担は、軽ければ軽いほど好ましいと考えられる。これに対し、今回の改正は、投資家にとって、自分たちの保有する企業のうち、

あるいは今後投資しようとする企業の保有比率が 10%以上になる可能性は高くなくても、1%であれば超える可能性はかなり高いと考えられることや、2019 年 8 月からすでに事前届出対象業種が拡大しており、自分たちが投資している、または投資を検討している企業がそれに該当する可能性が高まることなどを踏まえると、投資に対する諸々の負担が軽くなるというよりは重くなる可能性がある内容に思えることが、彼らの懸念につながっていると考えられる。

本稿のⅡ章以降では、このような投資家の懸念を生むポイントを意識しながら、今回の改正内容や日本の株式市場への影響、今後の注目点などについて述べていく。

Ⅱ. いわゆる外資投資規制の概要

I 章の 1 で述べたように、外為法では、投資自由の大原則の下、必要最小限の管理又は調整として、「外国投資家」が行う一定の「対内直接投資等」について、「事後報告」と、一定の対内直接投資等の中で指定業種に該当する上場企業への投資に対する「事前届出制度」を設けている。ここではまず、現行の外為法上、いわゆる外資投資規制に該当する、「外国投資家」、「対内直接投資等」の定義と、「事前届出制度」の概要を見る。

1. 「外国投資家」の定義

事後報告制度及び事前届出の対象者である「外国投資家」の定義は外為法 26 条 1 項に示されているが、いわゆる外国人や外国企業だけではなく、国内企業でも、議決権ベースでの外国人保有比率が 50%以上の企業や、過半の役員または代表権のある役員が存在する企業の場合には外国投資家となる。外国人の保有比率が 50%以上の上場企業は、日本を代表するグローバル企業など数 10 社程度存在する。しかし、特定の外国投資家の保有比率（発行済み株数または議決権ベース）が 10%未満、すなわち、保有比率 10%以上の外国投資家が存在しない場合は「特定上場会社等」として扱われ、外国投資家に求められる手続きの多くは必要としない。外国人保有比率が 50%以上の日本企業の多くは株主がある程度分散しており、「特定上場会社等」に該当すると考えられる。

2. 「対内直接投資等」の定義

「対内直接投資等」の定義は外為法 26 条 2 項、及び対内投資等に関する政令 2 条 9 項に示されている。例えば外国投資家が行う以下のような事項が該当する。

- ・非上場株式会社の株式又は持分の取得（1 株でも取得すれば該当）
 - ・上場会社の発行済み株数の 10%以上の取得（取得者と特別の関係²にある外国投資家が保有する株数を合算）
- ・上場会社等への株式の一任運用の引き受け（当該一任運用者と特別な関係にある外国

² 特別な関係とは、対内直接投資を行う者と永続的な経済関係、親族関係その他に準じる特別な関係にあるものとして、対内直接投資に関する政令 2 条 4 項 1～16 号に措定されているものである。

投資家の一任勘定分を合算して出資比率が10%以上となるもの)

- ・ 議決権の3分の1以上を所有する国内会社の事業目的の実質的な変更に関して行う同意

これらに、対内直接投資等に関する政令の一部改正（2019年9月26日公布、10月26日施行）により、以下が追加された。

- ・ 上場会社の総議決権10%以上の取得
- ・ 議決権の代理行使の受任³（上場会社の場合は当該外国投資家が既に保有する議決権を含めて議決権の10%以上、非上場会社の場合は下限なし）
- ・ 上場会社の議決権取得後における外国投資家間の共同議決権行使に係る同意の取得（合算して総議決権の10%以上となる場合）

3. 「事前届出制度」

「事前届出制度」については、外為法27条に規定されている。事前届出が必要な業種は、①国の安全、②公の秩序、③公衆の安全、④我が国経済の円滑な運営の4つの観点から選ばれており、図表2に示すような業種が該当する。なお、2019年5月27日告示、同年8月1日適用の「対内直接投資等に係る事前届出対象業種の追加に関する告示」において、サイバーセキュリティの確保の重要性が高まっていることなどを踏まえ、安全保障上重要な技術の流出や、我が国の防衛生産・技術基盤の棄損など、我が国の安全保障に重大な影響を及ぼす事が生じることを適切に防止する観点から、集積回路製造業等が追加されている。

図表2 事前届出の審査のポイントと該当する業種

①「国の安全」 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」 電気・ガス、熱供給、通信事業、放送事業、水道、旅客輸送
③「公衆の安全」 生物学的製剤製造業、警備業
④「我が国経済の円滑運営」 農林水産、石油、皮革関連、航空運輸、海運

(注) 具体的な業種は日本標準産業分類における業種を引用している。詳細は日本銀行国際局国際収支課外為法手続グループ「外為法Q&A（対内直接投資・特定取得編）（2019年10月）」を参照。

(出所) 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25日改訂）より野村資本市場研究所作成

³ 取締役の選解任等、会社の経営を実質的に支配する又は経営に重要な影響を与える可能性のある議案に限定される。

外国人投資家による事前届出業種を営む国内上場企業の総議決権 10%以上の取得など、「対内直接投資等」に該当する行為については、対内直接投資等の事前届出に関する取引または行為を行おうとする日の 6 か月以内に、日本銀行を經由して財務大臣及び事務所轄大臣に届出書を提出する（事前届出）。日本銀行が届出書を受理してから 30 日経過日までは届け出た取引や行為は禁止される（禁止期間）。ただし、財務大臣及び事務所轄大臣が特に審査の必要があると認めるものを除き、禁止期間は通常 2 週間に短縮されている⁴。そして、届け出た投資や行為を行った後 30 日以内に、日本銀行を經由して財務大臣及び事務所轄大臣に実行報告書を提出する。

なお、事前届出業種に該当しない対内直接投資等に関しては、該当する取引又は行為を行った日の翌月 15 日までに、日本銀行を經由して財務大臣及び事務所轄大臣に報告書を提出する必要がある（事後報告）。

事前届出を受け、財務大臣及び事務所轄大臣は図表 2 に示した、①「国の安全」を損なう、②「公の秩序」の維持を妨げる、③「公衆の安全」の保護に支障をきたす、④「我が国経済の円滑な運営」に著しい悪影響を及ぼす対内直接投資等に該当しないかどうかについて、審査が必要と認めた場合⁵、禁止期間を最長 4 か月延長できる。

審査に当たっては関税・外国為替等審議会（以下：外為審）からも意見を聴取するが、審査の結果問題があると判断した場合には当該取引、行為の変更、中止を勧告する。もし、届出者がこれに応諾しない場合には変更、中止の命令が出される。また、無届けで該当する投資や行為を行った場合や、変更、中止命令に違反した場合、国の安全を損ねるおそれがある場合は、外為審の意見を聴取した上で、取得した株式の売却等の措置命令を出すことになる。

Ⅲ. 今次外為法改正の概要

1. 「メリハリのある」対内直接投資制度の標榜

I 章でも述べたように、今回の外為法改正は、「経済の健全な発展につながる対内直接投資の一層の推進」と、「国の安全等を損なうおそれがある投資に適切に対応すること」で、メリハリのある直接投資制度を目指すものとされている。

特に後者に関しては、近年米国や欧州で、安全保障等の観点から対内直接投資管理が強化される方向にある中で、対内直接投資の管理が強化された国を避け、機微技術（武器や、民生用途でも大量破壊兵器などに転用できるものに関する技術で、国家安全保障上甚大な影響を与えうるもの）の獲得等を目的とした投資が増えることにより、日本が機微技術流出の

⁴ グリーンフィールド案件、ロールオーバー案件、パッシブインベストメント案件については届出書受理日から 4 営業日経過日まで禁止期間を短縮するよう努めることになっている（各案件の定義などの詳細は日本銀行国際局国際収支課外為法手続グループ「外為法 Q&A（対内直接投資・特定取得編）（2019 年 10 月）」24-25 頁を参照。

⁵ 対内直接投資等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については以下を参照。

(https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/gaitame/recent_revised/gaitamehou_20170802.htm)

ループホールになるような事態を避ける必要性が高まっていることが、今回の改正理由の一つと考えられる⁶。

2. 事前届出免除制度の導入

「経済の健全な発展につながる対内直接投資の一層の推進」に関する今回の外為法改正点としては、事前届出免除制度の導入がある。

1) 対象範囲

事前届出免除制度とは、国の安全等に係る対内直接投資等や特定取得⁷に該当しない投資や行為に関しては事前届出を要しないことにするものである。その対象範囲は政令・告示において規定されるが、その際、過去に外為法に基づく命令に違反した者や、国有企業等、その他審査の必要性が高いとして政令で定める者、そして、武器製造や原子力、電気・通信など国の安全を損なうおそれが大きいとして政令で定める者は免除の対象にはならない。なお、財務省のHPに掲載されている「外為法改正案についてのよくある質問（以下：Q&A）」では、ソブリンウェルスファンド（以下：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、また、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、事前届出は不要であることが示されている。

2) 届出免除を受ける投資家が守るべき基準

届出免除を受ける投資家が守るべき基準として、①外国投資家自らまたはその密接関係者⁸が役員に就任しないこと、②重要事業の譲渡・禁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、が挙げられている。なお、Q&Aでは、コーポレートガバナンス強化の観点から、今回の法令改正で上記①、②以外に株主の権利行使・企業との対話に制限を追加することはないこと、株式取得後に、外国投資家が上記①②の行為を行うことも、行為前に届出をすれば可能であることが示された。さらに、Q&Aでは、①、②の行為を行う際の事前届出、審査についてはコーポレートガバナンスに十分配慮して行い、もっぱら国の安全等に関わる技術情報の流出や事業活動の喪失を防ぐ観点から審査を行うもので、法改正の目的に関係のない株主の権利行使・企業との対話を制限するものではないこと、審査の透明性を確保する観点から、審査に際して考慮する要素を作成・公表し、説明責任を果たすこと、国の安全等の観点から問題のない行為については、審査通過の通知を5営業日以内に行うこと、が示されている。

⁶ 経済産業省産業構造審議会通商・貿易分科会安全保障貿易小委員会中間報告（2019年10月8日）等を参照。

⁷ 特定取得とは、外国投資家が上場会社等以外（非上場会社）の株式又は持分を他の外国投資家からの譲受により取得することをいう。

⁸ 密接関係者とは、外国人投資家であって、株式取得者、議決権取得者または同意者と株式の所有関係等に基づく永続的な経済関係、親族関係その他これらに準ずる特別の関係にあるものとして政令で定めるものをいう。

3) 事後報告と措置命令

届出免除を受ける投資家に対しては、投資や行為の実施後に事後報告を求めるとともに、届出免除基準に違反した投資家に対する必要な措置の勧告、基準違反に関する勧告を受けなくても従わない投資家に対する株式売却等の事後措置命令を可能にする。事後措置命令は、現行で「国の安全」を損なうおそれがある投資に限られているが、改正法下ではこれに加え「公の秩序」、「公衆の安全」、「我が国経済の円滑な運営」を損なうおそれのある投資にも適用される。なお、事後報告では、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を示せばよいこととなる。

4) 免除対象明確化と負担軽減のための対応

届出免除を受けることのできる対象として、①対象銘柄に関わらず、外国証券会社による自己勘定取引（顧客勘定取引は引き続き当該顧客が届出義務を負う）、②対象銘柄に関わらず、外国銀行、外国保険会社、及び外国運用会社が行う取引、が挙げられている。また、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閾値は現状（10%）より加重しないこととされている。

3. 事前届出見直しと国内外の行政機関との情報連携の強化

一方、「国の安全等を損なうおそれのある投資への適切な対応」として、上場会社の株式取得について、事前届出の閾値を、発行済み株式数または議決権の10%から1%に引き下げる。なお、事前届出対象業種以外の上場企業については、事後報告を求められる株式取得の閾値（現行10%）に変更はない。

さらに、対内直接投資等の定義に、会社の経営に重要な影響を与える事項として政令で定めるもの（例えば役員の就任や重要事業の譲渡・廃止）に関し行う同意が追加された。上場会社の場合、同意者及び同意者の密接保有者が保有する議決権が総議決権の1%である。

他方、対内直接投資等や特定取得に関し、国内外の行政機関との情報連携を強化することとしている。

4. 事後報告等に関する負担軽減と勧告、命令等による審査制度実効性の担保

事前届出免除制度に該当する上場企業や、事前届出業種に該当しない上場企業（事後報告業種）への投資は、実際に投資を行った後に日本銀行を經由して財務大臣及び事務所轄大臣に報告することになる。事前届出対象業種以外の上場企業については、事後報告を求められる株式取得の閾値（現行10%）に変更はないが、対象業種に該当する企業の場合は、事後報告を行う閾値が1%となる。機関投資家等は対象業種に該当し、事後報告の対象となる上場企業を相対的に多く保有することが想定されることから、事後報告時の負担を低減するために、①全ての取引ごとに報告を求めるのではなく、初回の報告以降は、会社法等の閾値

(例えば会社法上の株主総会招集請求権である3%や、金融商品取引法上の大量保有報告義務の発生する5%)など、一定の節目を超えることになる株式取得時のみの報告にすることや、②報告期限を現行の翌月15日までから、45日以内へ延長すること、③簡易な事後報告手法の採用(報告様式・書類提出方法など)、などが検討されている。

一方、対内投資審査制度の実効性を高めるために、無届け、虚偽届出等で行われた対内直接投資等、事前届出免除制度の基準違反に対する勧告に従わない外国投資家について、国の安全等に係る対内直接投資または国の安全に係る特定投資に該当すると認めるときは、財務大臣及び事業所管大臣は株式売却等の事後措置命令を行うことを可能にする。

5. 事後報告等に関する負担軽減と勧告、命令等による審査制度実効性の担保

事前届出の対象となる対内直接投資等では、当該発行会社だけではなく当該発行会社の子会社、または完全対等合弁会社の事業に含まれる場合も、その対象となる。また、事前届出業種の調査にあたっては、定款上の事業目的ではなく、事実上行っている事業で確認することや、主たる業務のみならず、事業中に少しでも事前届出業種が含まれていれば該当することになる。よって、投資家が投資対象の上場企業が事前届出免除になるかを判断することは容易ではなく、予見可能性が低くなることが懸念される。

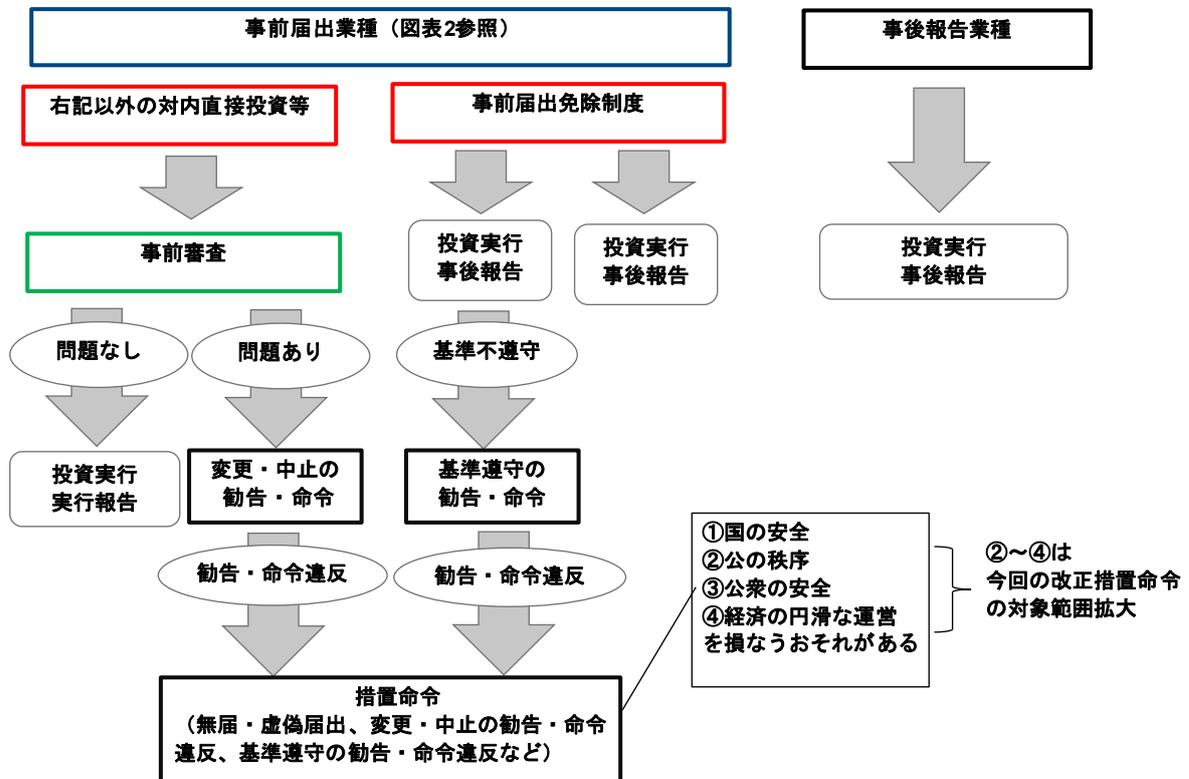
こうした点を考慮して、Q&Aにおいて、投資家が安心して届出の要否を容易に判断できるよう、当局が、①事前届出を要しない会社、②事前届出の免除が可能な会社、③事前届出免除の対象から除かれる会社の3分類について、上場会社の銘柄リストを法令の施行までに作成、公表し、その後も更新していくことが示された。

以上、ここまで述べてきたことをまとめると、外為法改正後の審査制度の全体像は図表3のようになると考えられる。

6. その他の改正点

なお、本稿では特段言及、紹介はしないが、今回の外為法の改正はここまで述べたもの他に、居住者の事業の譲受等を対内直接投資等の定義に追加することや、投資組合(ファンド)からの対内直接投資等に係る届出義務者を見直すこと(届出の簡素化)などがある。

図表3 事前届出の審査のポイントと該当する業種



（出所）「対内直接投資審査制度について（財務省国際局：2019年10月8日）」より野村資本市場研究所作成

IV. 今後の注目点：投資家の懸念はどこまで払拭できるか

1. 当初の懸念は多くが払拭されたと思われるものの、なお投資家の懸念は残る

今回の外為法改正は、当初は「事前届出の対象になる株式取得の閾値が10%から1%になること」以外の情報は不明な点が多かったこともあり、海外から日本への株式投資の意欲を減じるものである、また、アクティビスト封じである、などの批判を受けた⁹。しかし、その後の財務省等からの説明などでその内容が把握できるようになり、事前届出免除制度新設や、外国銀行、外国保険会社、外国運用会社が行う取引が同制度の対象になるといった、負担軽減策の存在も明らかになったことから、当初の懸念のかなりの部分は払拭されたと思われる。

それでも、なお明確になっていない点は少なくなく、今回の改正に対し投資家が抱く懸念は残存する。以下では、現時点でまだ明確ではなく、懸念が残ると考えられる事項と、それらに対し考えうる方向性等について述べる。

⁹ 例えば、「外資規制、届け出制 不透明（日本経済新聞2019年10月19日朝刊）」や、「外資1%規制「米に配慮」色濃く「物言う株主」も意識か（同2019年10月22日朝刊）」など。

2. 事前届出の審査対象件数、審査のスピード

投資家にとって、例え投資期間を中・長期と考えていても、投資のタイミングの重要性は失われるわけではない。投資をしたいときに遅滞なく実行できないのであれば、そのような企業や市場への投資がためられることもあるだろう。

この点について、財務省国際局「対内直接投資審査制度について（2019年10月8日）」によれば、①現状、過去3年間重要提案行為等を行った実績のない投資家による事前届出は年平均607件であり、そのうち約9割は投資先の会社経営に関与しないポートフォリオ投資等であること、②届け出た取引や行為が禁止される期間は30日であるが、ポートフォリオ投資等については審査を5営業日で完了しているのが実態であること、さらに、③外為法改正後に想定される事前届出対象となりうる件数は現行の約8倍になると見込まれるものの、その約9割が経営に関与しないポートフォリオ投資であり、それらは事前届出免除制度の対象になる見込みであるため、事前届出の件数増加は限定できると考えられること、そして、④実際の事前届出制度における審査期間は5営業日程度と比較的短い期間で済むと見られる、とのことである。

さらに、前述の通り、負担軽減策として、報告頻度について、すべての取引ごとに事後報告を求めるのではなく、初回（1%超の取得時）の報告以降は、一定の節目（例えば会社法上の閾値）を超えることとなる株式取得の際も報告することや、報告期間を翌月15日までから45日以内へ報告期限の延長が検討されている。さらに、一定期間の取引についてまとめて届けるなど、簡易な事後報告も検討されている。審査の透明性については、第Ⅲ章で示したように、審査に際して考慮する要素について作成・公表の予定である。

以上から考えると、事前届出の審査対象件数増加とそれに伴う審査のスピードについては、投資意欲に悪影響を与えるという懸念はある程度払拭できると考える。

3. 海外機関投資家、アクティビストへの影響

海外機関投資家については、①外国運用会社の行う取引は、対象銘柄に関わらず事前届出免除の対象となることや、②重要事業の譲渡や廃止を株主総会に自ら提案しない限りは事前届出免除制度を利用できる投資家の対象となると考えられること、③株主提案を自ら行わない限りは、エンゲージメントや議決権行使を巡る環境は従来と大きく変わることはないと思われること、④事後報告に関しても負担軽減措置が検討されていることなどから、最終的にはあまり大きな影響は出ない模様である。

一方、アクティビストに関しては、Q&Aや財務大臣の国会答弁などで、今回の改正はアクティビストの排除ではないと繰り返し述べられているが、特に、事前届出業種に属する企業への働きかけに関し、どのように判断されるかが注目される。これに関して、事前届出による投資に対し過去1度だけ中止命令が出された、TCIによる電源開発（以下、Jパワー）株式の買い増しの事例がある程度参考になるであろう¹⁰。2008年5月13日に財務省と経

¹⁰ 経緯については「参考：事前届出において投資の中止勧告、命令が出された事例」を参照。

経済産業省が出した「TCI 投資に係る外為法に基づく中止命令について」を見ると、中止命令が出されたのは、あくまでも「公の秩序を妨げる恐れ」があるためであった。ただし、「公の秩序を妨げる恐れ」と判断した理由として、TCI がこれまでの投資先企業における、経営陣への働きかけや、委任状勧誘の可能性、株主権の行使で投資先の企業の経営陣の変更等に成功した事例などから J パワーの経営に影響を及ぼすことの可能性が上記文書で挙げられた。

上記で指摘されるような行動は、アクティビストであれば行う可能性はあるものと考えられる。確かに、事前届出に対する中止勧告、命令はこの一例だけとは言えるものの、外為法が改正されて事前届出の対象となる株式取得の閾値が 1% に下がれば、その対象になる投資（計画）が増えることは想定されるため、アクティビストの活動に影響が及ぶ可能性も考えられる。

一方、近年、アクティビストによる企業への諸提案（株主提案を含む）は他の投資家、株主からも受け入れやすいものになっていることもあり、彼らの我が国企業や株式市場への関心は引き続き高いと考えられる。このため、今後、事前届出制度の実際の運用において、著しく投資家にとって納得しがたいとの評価がなされるような事例が出てこない限りにおいては、アクティビストの活動等への影響は大きくならないと考えられる。

4. 事前届出免除制度が適用できる SWF や年金資金の審査

SWF や年金基金が届出免除対象の金融機関等を介さず、自分で株式を取得する場合、国の安全等を損なうおそれがないと認められるものであれば、事前届出免除制度の利用が可能とされている。届出免除制度を利用できるかどうかの判断基準としては、設立目的や日本への投資実績、投資決定が政府から独立しているかどうか等となるだろうが、申請しても利用できないとされた SWF や年金基金の数がどのくらいになるか、その場合、利用できないとされた理由が当該 SWF 等や他の投資家から見て納得できるものであるかどうか注目される。仮に、理由があまり明確ではない不適用が一定の数に上ると、日本は海外からの投資に前向きではないとの印象を持たれる可能性もあるだろう。

5. 銘柄リスト

投資家が事前届出の可否を容易に判断できるようにするために財務省が作成し、上場会社を、①事前届出を要しない会社、②事前届出の免除が可能な会社、③事前届出免除の対象から除かれる会社の 3 つに分類するリストも注目される。

リストに関し注目されるのは、①事前届出免除から除外される会社がどのくらいの数に上るのか、②事前除外免除となった理由が納得できるものになるかどうか、③どのくらいの頻度で更新されるのか、④リストに関する企業側の反応、⑤最初の公表はいつ頃になるのか、等が挙げられるであろう。

①に関しては、事前届出の免除対象から除かれる企業は国の安全等を損なうおそれのあ

るものに限定される予定であり、現在のところ、図表2に示した事前届出の対象となる業種のうち、武器製造、原子力、電力、通信が「外国為替及び外国貿易法の一部を改訂する法律案について（2019年10月25日改訂）」など財務省からの説明資料には例示されている。実際、これらの業種に限定されるのか、それとも対象業種が増えるのかどうかは今のところ明らかではない。事前届出業種の対象範囲は、前述のように当該企業だけではなく子会社、孫会社も含むことや、対象に該当するかに関する調査では、実際に行っている事業で確認する。主たる事業だけではなく、事業の中に事前届出該当業種が少しでも含まれていた場合には対象に該当することになる。事前届出免除となる企業の選定もほぼ同様のプロセスを経ると考えられるため、選定の基準の厳しさの度合によっては免除対象外の企業が投資家の想定以上に多くなる可能性もある。

②については、①で述べたように事前届出の免除対象から除かれる企業数は、選定の仕方によって異なってくることが考えられるため、事前届出の免除対象から除かれた企業は、その理由の開示を含め多くの投資家にとって納得できるものになるかが注目される。仮に、多くの投資家が納得することが難しい銘柄が事前届出免除の対象から外れ、かつ、選定プロセス、理由が不明確であると、外国人投資家の日本株に対する投資意欲に悪い影響を与える可能性がある。

③については、企業、企業グループの再編、再構築が頻繁に行われている中で、事前届出対象業種を営む企業、あるいは事業部門の買収や売却は日常的に行われている。そのため、リストの更新があまり頻繁に行われないと、投資をしようとするときに改めて調査したところ事前届出対象免除から外れた企業に該当している可能性がある。その際、リストが優先されるのか現状が優先されるか（すなわち、リストだけ見て行動しさえすれば特段問題は生じないのか）は現状明確ではない。いずれにしても、投資家の利便性への配慮と、更新頻度など当局のリストに対する姿勢に注目したい。

④については、例えば、事前届出の免除対象から外れ、外国人投資家の投資意欲や関心が薄れることを嫌って当該事業や子会社等を売却したり、反対に、免除対象から外れることでアクティビスト等の投資対象とならないことを期待して、免除対象から外れる事業に進出したり、そのような業種に関係する企業を買収したりするといった動きが見られるかが注目される。

⑤については、銘柄リストがどのようなものになるにせよ、株式市場に何らかの影響を与えるであろうが、免除対象外の企業数によって、そのインパクトは異なるであろう。免除対象外の企業数が多ければ、ネガティブインパクトもそれに応じて大きくなると推察される。また、改正外為法は遅くとも2020年5月までには施行されることになるが、2020年6月に株主総会を行う企業が多い中、銘柄リストの最初の発表時期によっては、リストの公表を受けた投資家の行動が株主総会の運営等にも影響する可能性も考えられる。

6. 透明性、納得性の高い制度運用が懸念払拭の鍵

今回の外為法の改正について、国家安全保障上の理由に関しては異議を唱える意見は少ないと考えられる。図表1に示したCFA協会のアンケートでも、事前届出の業種として防衛や航空宇宙、原子力との回答は相対的に多く安全保障の観点については、投資家も一定の理解を示していると考えられる。その一方で、例えアクティビストではなく、自ら重要事業の譲渡や廃止等の株主提案は行うことを想定していない投資家であっても、元来ある投資家の権利が制限されること自体を好まないとする意見が少なくないこともまた事実である。

今回は当初は改正に関する情報量が少なく、結果的に投資家にとってネガティブな情報や懸念が先行する形になったため、現在進められているコーポレートガバナンス改革に逆行する動きを我が国政府がとるとの印象を与えてしまった感のあることは否めない。現在は改正の内容もある程度理解されるようになり、当初から比べれば投資家等が抱く懸念もある程度払拭されたと考えられるものの、上述のように、政令の内容や新しい事前届出制度、特に審査がどのように運用されていくのかなどは未だ明確ではなく、論点はなお残されている。残存する懸念を払拭し、今回の改正の目的である「メリハリのある」対内直接投資制度とするためには、その運用が納得性の高いものになる必要があることは論を待たない。そうした観点からは、当面は、2020年2月から3月に公表されると見られる政令案の内容や、事前届出制度に係る銘柄リストの内容に注目が集まるであろう。

参考：事前届出において投資の中止勧告、命令が出された事例

これまでに事前届出に基づく審査の結果、行為の中止勧告、及び命令が出された例が一つだけある。それは、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）が、自らが筆頭株主となっていたJパワーの保有株式を、発行済み株数の9.9%から20%に増やすという事案であった。事前審査の経過、及び中止命令後の動きは図表4にまとめたが、この時、中止勧告、命令を決定した理由として、財務省と経済産業省は、TCIによるJパワー株式の買い増しを「公の秩序の維持を妨げる恐れがある」と認定したことを挙げている。

また、「公の秩序の維持を妨げる恐れがある」と認定した理由として、①TCIの過去の投資行動（対ドイツ証券取引所等）において、10%程度の議決権行使比率の場合であっても投資先企業の経営方針の変更等に成功するなど、TCIの投資方針や投資行動から判断してJパワーの経営に影響を及ぼす可能性があり、②TCIによる追加取得、株主権の行使によってJパワーの経営、送電線や原子力発電をはじめとする基幹設備にかかる計画・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恐れがあると判断したことを挙げている¹¹。

¹¹ 財務省・経済産業省「TCIの投資に係る外為法に基づく中止命令について（2008年5月13日）」。

図表4 TCIのJパワー株式の買い増しに関する事前審査の過程及び中止命令後の動き

2008年	
1月15日	TCIが事前届出
1月22日～	審査(ヒアリングなど)
2月13日	行為停止期間を延長
2月14日～	審査(ヒアリングなど)
4月11日	関税・外国為替等審議会第1回特別部会
4月15日	関税・外国為替等審議会第2回特別部会
4月16日	中止勧告
4月25日	TCI中止勧告に応諾しない旨通知、TCIに弁明の機会を付与
5月8日	TCI弁明書提出
5月13日	中止命令
7月14日	TCI、行政不服審査の申立てを行わず中止命令受け入れ
10月31日	TCIの全保有株式(保有割合9.9%をJパワーが買い取り(総額約630億円)(注))

(注) Jパワーが2008年7月末に発表した簡易吸収による分割子会社の一部事業承継にTCIが反対、保有株式の買い取りを請求した。

(出所) 財務省・経済産業省「TCIの投資に係る外為法に基づく中止命令について(2008年5月13日)」、及び各種報道より野村資本市場研究所作成

これに対し、TCIは中止勧告には応諾しなかったが、最終的には中止命令を受け入れ、Jパワー株式の買い増しを断念した。そして、最終的にはJパワーがTCIの保有する発行済み株式の9.9%を全て買い取り、TCIはJパワー株式への投資から撤退する形となった。

なお、中止勧告が出された2008年4月16日に出された財務大臣・経済産業大臣の談話では、中止勧告の決定はあくまでも外為法に基づく「公の秩序の維持を妨げる恐れがある」との判断に基づくものであり、Jパワーにおいては、「株主との真摯な対話の中で株主に対する説明責任を十分に果たしていくことが必要であり、また、その実施する事業の公共性を勘案した株主への還元の在り方について、株主の理解と納得が得られるよう努力していくことが望まれる」とされた。さらに、日本政府の対日直接投資促進の姿勢は不変であることも併せて示された。