

CORPORATE NEWSLETTER

2020年3月号 (Vol.33)

—M&A/会社法—

**外為法改正に係る政令・省令・告示案の発行会社から見た留意点
—事前届出免除制度を中心に—**

I. はじめに

II. 取得時事前届出免除制度の新設

III. 行為時事前届出制度の新設

IV. 上場会社の銘柄リスト化

V. その他

VI. 最後に

森・濱田松本法律事務所

弁護士 松下 憲

TEL. 03-6266-8553

akira.matsushita@mhm-global.com

弁護士 松村 謙太郎

TEL. 03-6266-8938

kentaro.matsumura@mhm-global.com

I. はじめに

わが国の対内直接投資制度等を改正する「外国為替及び外国貿易法の一部を改正する法律（令和元年法律第60号）」（以下「本改正法」といい、本改正法による改正を「本改正」という。）が2019年11月29日に成立したことを受け、2020年3月14日に本改正の詳細を定める政省令の改正案及び告示案（以下「本政省令案等」と総称する。）が公表され、パブリック・コメントに付されている。

今回の対内直接投資制度等の改正は、世界的な国家安全保障強化の流れの中において、昨今、国内外において数パーセントしか株式を保有していない株主が上場会社の経営上の重要な意思決定に大きな影響を与え得る事例が散見され、投資家が上場会社の保有する国の安全等に関する機微情報にアクセス可能になってしまうことや国の安全等に関する事業を毀損することへの懸念が生じていること等を背景として行われたものである。

本改正は、上場株式に関する対内直接投資等に係る事前届出の閾値を10%から1%に引き下げるものであり、事前届出が必要になる対象が大幅に拡大されることになるため、本改正法の成立後、海外投資家等からの批判が強かった。具体的には、海外投資家による日本企業への投資を不適切に制限するものであり、日本の経済発展を阻害するおそれがある、日本のコーポレートガバナンス強化の方針に逆行するものである等の懸念が示されていた。

もっとも、財務省は、本改正法の成立時より、本改正は、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く、アクティビスト封じが狙いではないことを強調しており¹、本政省令案等により示された本改正の詳細は、上記の海外投資家等の声も踏まえ、海外投資家による健全な投資を阻害しないような配慮がなさ

¹ 財務省「外為法改正案についてのよくある質問」（2019年10月25日）
(https://www.mof.go.jp/international_policy/qaitame_kawase/press_release/faq_191025.pdf)

CORPORATE NEWSLETTER

れているように思われる。

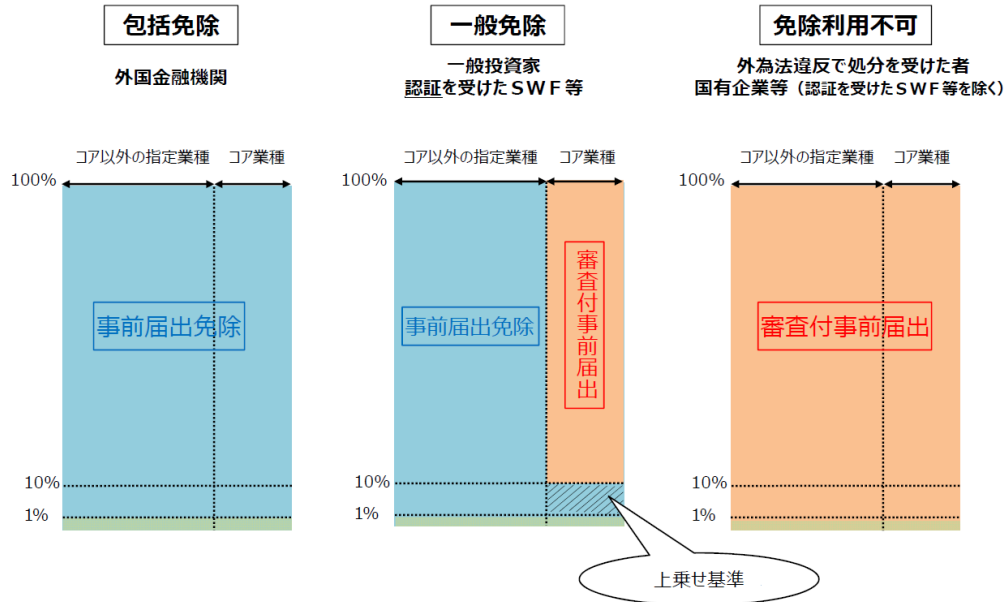
これまでのところ、海外投資家目線で本改正の概要を解説するニュースレターは多く存在するため、本ニュースレターでは、主に投資対象となる上場会社である発行会社側の視点で本改正の留意点を解説する。

II. 取得時事前届出免除制度の新設

1. 取得時事前届出免除制度の概要

本改正により、外国為替及び外国貿易法（以下「外為法」という。）上の対内直接投資等に係る事前届出制度に関して、外国投資家による対内直接投資等に該当する上場会社等の株式・議決権の取得の閾値が10%から1%に引き下げられる一方、取得時事前届出免除制度が新設されることとなった。

本政省令案等において、取得時事前届出免除制度の適用対象や要件等が明確化されている。具体的には、下図のとおり、外国投資家の属性と、投資対象となる上場会社の営む事業の種類（国の安全等に係るものとして指定されたコア業種か、それ以外の通常の指定業種か）によって、「包括免除」と「一般免除」の2つの免除制度が用意されている。



(財務省が2020年3月14日に公表した資料を一部加工)

「包括免除」は、外国金融機関のみが利用できる免除制度であり、投資対象となる上場会社が営む事業の種類にかかわらず、以下の3つの基準（以下「免除基準」という。）を遵守すれば、取得割合の上限なく、事前届出を行わずに上場会社の株式・議

CORPORATE NEWSLETTER

決権を取得することができる。

<免除基準>

- ① 外国投資家自ら又はその密接関係者が取締役又は監査役に就任しない
- ② 指定業種の属する事業の譲渡・廃止等を株主総会に自ら提案しない
- ③ 指定業種の属する事業に係る非公開の技術情報にアクセスしない

「一般免除」は、外国金融機関以外の一般投資家及び認証を受けたソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）等が利用できる免除制度であり、投資対象となる上場会社が営む事業がコア業種以外の指定業種であれば、上記の免除基準のみを遵守することで取得割合の上限なく事前届出が免除され、コア業種であれば、上記の免除基準に加えて以下の2つの基準（以下「上乘せ基準」という。）を遵守することにより、上場会社の保有株式・議決権の割合が10%未満になる範囲で、事前届出が免除される。

<上乘せ基準>

- ① 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出席しない
- ② 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

上記にかかわらず、過去に外為法違反で処分を受けた者や、国有企業等（認証を受けたSWF等を除く。）は、包括免除・一般免除のいずれも利用できないため、原則どおり、1%以上の上場会社の株式・議決権を取得する際には審査付事前届出を行うことが必要になる（政令第3条の2第1項各号）。

改正前においては、投資対象となる上場会社が指定業種に係る事業を営んでいる場合、外国投資家の属性にかかわらず、保有株式・議決権割合が10%以上になる場合には、事前届出が必要とされていたが、本改正により、包括免除の適用を受ける投資家についてはコア業種を含む全ての指定業種について、一般免除の適用を受ける投資家についてはコア業種以外の指定業種について、免除基準を充たせば事前届出が不要になるため、基本的には、事前届出が必要になる対内直接投資等の範囲は限定されることになると考えられる。

2. 包括免除の対象となる外国金融機関の範囲

包括免除の対象となる外国金融機関は、証券会社、銀行、保険会社、投資運用会社、運用型信託会社、登録投資法人（会社型投資法人）及び高速取引業者であり、日本の業法に基づいて許認可等を受けている者のほか、日本の業法に「相当する外国の法令等の規定による許認可等」を受けている者も含まれる（政令第3条の2第2項3号イ、

CORPORATE NEWSLETTER

命令案 3 条の 2 第 3 項各号)²。

かかる基準は、外国投資家に「相当する外国の法令」による許認可等を受けていることを求めている。その趣旨は、外国の当局による監督等の対象になっていれば、典型的に国の安全等を損なうおそれが低いとの判断に基づくものと考えられるが、諸外国の法令が日本の業法と同じレベルの規制を有しているとも限られないところ、諸外国の法令の「相当する外国の法令」への該当性は必ずしも明確ではないように思われる。

アクティビスト等のヘッジファンドについても、日本や外国で投資運用業等に係る許認可等を受けている場合には、原則として外国金融機関として包括免除の対象となり、免除基準を遵守する限りは、審査付事前届出を行うことなく、コア業種を含む指定業種を営む上場会社の株式・議決権を上限なく取得できることになる。加えて、免除基準に抵触しない範囲でエンゲージメント（例えば、配当・自己株式取得、自らの密接関係者の候補者の選任を要求しないことを前提とする経営陣の交替、又は当該上場会社全体の第三者への売却等の要求）を行うのであれば、原則として株式の取得又はかかるエンゲージメント自体に制約はないことになる（ただし、下記 5.「包括的例外規定」参照）。

3. 包括免除・一般免除に共通する免除基準

(1) 免除基準①：外国投資家自ら又はその密接関係者が取締役又は監査役に就任しないこと

免除基準①³は、その選任議案を自ら又は他のものを通じて株主総会に提出したものの（以下「自己提案」という。）⁴か、他のもの（発行会社を含む。）が提出したものの（以下「他者提案」という。）かにより、就任させてはならない「密接関係者」の範囲が異なる仕組みとなっており、自己提案の場合は、外国投資家及びその関係者（主要な取引先を含む。）の役員及び使用人が含まれるが、他者提案の場合には、外国投資家及びその関係者（主要な取引先を含まない。）の役員は含まれるが、使用人は含まれないものとされている。

他者提案には、発行会社が議案を提出した場合も含まれるところ、アクティビストが役員を送り込むことを企図する場合、事前に上場会社との間でエンゲージメントを行い、その結果、会社提案として、アクティビストが指名する者の役員選任議案が株主総会に提出されるという経緯をたどることが多いが、そのような場合が他

² ただし、高速取引業者は、日本の金融商品取引法に基づく登録を受けている者に限る。

³ 外国為替及び外国貿易法 27 条の 2 第 1 項の規定に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める対内直接投資等が国の安全等に係る対内直接投資等に該当しないための基準を定める件（以下「対内直投基準告示」という。）2 条 1 号。

⁴ 自己提案のうち、自ら提出した議案は、会社法に基づく株主提案を意味し、具体的には、会社法 303 条に基づくいわゆる議題提案権を行使して株主総会に議案を提出する場合、及び会社法 304 条に基づくいわゆる議案提案権を行使して株主総会の場で役員選任議案（修正動議）を提出する場合を意味する。したがって、会社法に基づかない単なる提案は、これに含まれない。なお、「他のものを通じて」提出した議案については、後述する。

CORPORATE NEWSLETTER

者提案に該当し、アクティビスト又はその関係者の使用人を役員に選任することができるか否かは明確ではないと思われる。すなわち、アクティビストからの要求を受けて発行会社が会社提案として株主総会に提出した場合に、それがアクティビストによる「他のものを通じ」た提案として自己提案に該当することになるのが問題となるが、アクティビストの要求を契機としているとはいえ、最終的には発行会社もそれに合意し、自らの意思で会社提案としている以上、「他のものを通じ」た提案ではなく、他者提案であると解される場合が多いように思われる。

また、自己提案・他者提案のいずれの場合であっても、外国投資家及びその関係者の役職員等ではない、いわゆるプロ経営者を外部から招聘して就任させること自体は禁止されていない。

(2) 免除基準②：指定業種に属する事業の譲渡・廃止等を株主総会に自ら提案しないこと

免除基準②⁵については、免除基準①と異なり、事業の譲渡・廃止等に関する議案を自ら株主総会に提案することを禁止するものであり⁶、発行会社を含む他のものにより提案が行われることは禁止されていない。すなわち、「他のものを通じ」た提案も禁止されていないため、例えば、上場会社がアクティビストからの要求を受け、エンゲージメントの結果、会社提案として株主総会に議案が提出されるに至った場合でも、免除基準②に抵触することにはならない。

(3) 免除基準③：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

免除基準③⁷について、禁止される非公開の技術情報へのアクセスの意義は、以下のとおり具体的に定められている。

- (a) 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）の取得
- (b) 秘密技術関連情報を開示することの提案
- (c) 秘密技術関連情報の管理に係る規定等の変更の提案

このうち、(a) の秘密技術関連情報の取得制限については、発行会社やその子会

⁵ 対内直投基準告示 2 条 2 号。

⁶ 「株主総会に提案」することが禁止されているため、会社法 303 条又は 304 条に基づく株主提案権を行使する場合に限定されていると考えられる。なお、本政省令案等で具体的に定められている株主総会への提出が禁止される議案の中には、事業の全部又は一部の譲渡、子会社の株式等の全部又は一部の譲渡、合併及び会社分割に係る議案が含まれている（政令案 2 条 11 項 2 号・命令案 2 条 2 項 1 号ないし 7 号）が、会社法上、これらの議案のように、その性質上会社側の発議によってのみ株主総会に付議されることが適切である事項について、株主提案が認められるかについては議論があり、かかる株主提案は認められないとする見解や、承認可決されても取締役会に対する拘束力を持たない勧告的提案としてのみなし得るとする見解がある。

⁷ 対内直投基準告示 2 条 3 号。

CORPORATE NEWSLETTER

社等が自主的に提供した場合であって、その提供を受けた目的及び条件の範囲内で当該秘密技術関連情報が利用される場合は除外されている。したがって、発行会社等が外国投資家から投資を受けたり、子会社を売却したりするような場合において、当該外国投資家によるデュー・ディリジェンスに協力し、発行会社等が自主的に秘密技術関連情報を開示する場合には、当該外国投資家において、免除基準の違反を構成するものではない⁸。これは、実務的にデュー・ディリジェンスの際に免除基準を解除する必要性がある一方で、発行会社等が同意した範囲にあっては国の安全等の観点からのリスクが限定的であることから、投資家の要請と国の安全等の必要性のバランスをとったものと思われる。

4. 一般免除における上乘せ基準

(1) 上乘せ基準^①：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出席しないこと

上乘せ基準^①⁹は、外国投資家は、コア業種に属する事業に関して「発行会社等の重要な意思決定の権限を有する委員会」に自ら出席し、又は自らが指定する者を出席させてはならないとしている。会社法上、会社の重要な意思決定の権限を有する会議体は取締役会であるが、これに加えて、社内規程等により、取締役、(指名委員会等設置会社における)執行役や執行役員等で構成される経営会議、執行役会又は執行役員会等の会議体に対して、取締役会から業務執行に係る意思決定の一部について委任されている場合には、これらの会議体もここでいう「委員会」に該当すると考えられる。また、会社によっては、経営会議等を意思決定を行う機関ではなく、代表取締役の意思決定に際しての諮問機関として設置している場合や、取締役会の事前審議機関として設置している場合があるところ、そのような場合でも、経営会議等において実質的には意思決定が行われていると解される場合には、「委員会」に該当すると解される可能性もあるため、実態に応じた判断が必要になると考えられる。

また、アクティビストが、上場会社に対して、会社の経営戦略の見直し (strategic review) を行い、取締役会に対して提案を行うことを目的とする委員会を設置することを要求することがあるが、当該委員会において意思決定を行うものでない限り、当該委員会はここでいう「委員会」には該当しないと解される可能性がある。

⁸ ただし、対内直投基準告示 2 条 3 号ロ (上記 (b)) は、秘密技術関連情報であることを知りながら、当該秘密技術関連情報の開示を提案することを禁止していることには注意する必要がある。

⁹ 対内直投基準告示 2 条 4 号前段。

CORPORATE NEWSLETTER

(2) 上乗せ基準②: 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

上乗せ基準②¹⁰は、コア業種に属する事業に関し、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又はそれらの構成員に「期限を付して」回答・行動を求めて「書面若しくは電磁的記録」により提案する行為を禁止している。

「期限を付して」という点については、アクティビスト等の株主が会社に対して提案を行うに際して、日付等により具体的な期限を設定している場合は、必ずしも多くないと考えられるところ、提案への回答に具体的な期限は設定されていないものの実質的には期限が付されていると解されるような場合¹¹について、「期限を付して」と解釈されることになるか当局の実務運用を注視する必要がある。

また、「書面若しくは電磁的記録」による提案に限定されているため、口頭での提案であれば、期限を付した提案であっても無制限に行うことが可能である。

5. 包括的例外規定

以上に加え、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対内直接投資等」に該当する場合には、「国の安全等に係る対内直接投資等に該当するおそれが大きいもの」として、取得時事前届出免除制度の利用ができないものとする包括的例外規定が設けられている（政令第3条の2第2項4号）。そのため、これに該当する場合には、外国金融機関であっても、原則どおり、指定業種（コア事業に限られない。）を営む上場会社の株式・議決権を1%以上取得する際に審査付事前届出を行うことが必要になる。

かかる包括的例外規定は、取得時事前届出免除制度の利用を広く認める一方で、後述するようなケースを形式的には捕捉できない可能性があるため、そのバランスとして国の安全等を維持する観点から設けられたものと思われる。

「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対内直接投資等」の内容は明確ではないが、例えば、外国金融機関であるアクティビスト等が、国の安全等に関する事業を営む上場会社の株式を買い増し、免除基準には抵触せず、当該上場会社に対して、事業の継続に支障を生じさせるような多額の増配や自己株式取得の取得を要求したり、事業の継続を脅かす経営陣への刷新を要求したりするような場合等には、包括的例外規定の適用が問題となる可能性があるように思われる¹²。

¹⁰ 対内直投基準告示2条4号後段。

¹¹ 例えば、「要求を受け入れなければ、取締役の再任に反対する」旨の提案において、次の株主総会が取締役の改選期である場合は、実質的に次の株主総会が期限として付されていると解釈され得る。

¹² なお、対内直接投資等の目的が「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」である必要があるため、結果として事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為が行われた場合でも、対内直接投資等を行う時点において当該目的を有していなかった場合には、これに該当しない。

CORPORATE NEWSLETTER

Ⅲ. 行為時事前届出制度の新設

本改正により、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に関し行う同意」が新たに追加され（本改正法 26 条 2 項 5 号）、かかる委任を受けた本政省令案等は、以下の 2 つの株主としての行為を対象として定めている。上場会社の 1%以上の議決権を保有する外国投資家が当該行為をする場合には、審査付事前届出（以下「行為時事前届出」という。）を行うことが必要になる（政令案 2 条 11 項各号、命令案 2 条 1 項・2 項）¹³。

＜行為時事前届出の対象＞

- ① 外国投資家自ら又はその密接関係者が役員に就任することについて、株主総会において同意すること
- ② 指定業種に属する事業の譲渡・廃止等を株主総会に自ら提案し、同意すること

これらの行為は取得時規制の免除基準①及び②に対応するものである。株式・議決権の取得時に、免除基準を遵守することを前提に、取得時事前届出免除制度を利用した外国投資家が、免除基準①及び②に対応する上記の行為について行為時事前届出を行い、待機期間を経過した場合には、例外的に免除基準に反しないものとされている（対内直接投資基準告示 3 条 1 号・2 号）。そのため、当初、免除基準を遵守する前提で取得時事前届出免除制度を利用して事前届出を行わずに株式・議決権を取得した外国投資家が、その後翻意し、免除基準①又は②に反する行為を行おうとする場合でも、行為時事前届出の手続きを行い、国の安全等の観点で問題がないと認められれば、免除基準の違反に問われず、その後も継続して事前届出免除制度を利用し続けることができる建て付けになっている。

他方、免除基準③又は上乗せ基準①若しくは②に対応する行為時事前届出制度は用意されていないため、事前届出免除制度を利用して株式・議決権を取得した外国投資家が、その後、事前届出免除制度の利用適格を失わずに、免除基準③又は上乗せ基準①若しくは②に反する行為を行うことができるかは明確ではないように思われる。

Ⅳ. 上場会社の銘柄リスト化

事前届出の要否や事前届出免除制度の利用の可否を判断するに際して、投資対象となる上場会社が指定業種やコア業種を営む会社かどうかを判断することが必要になるところ、指定業種の分類が複雑であり、また、公表情報のみからは把握しきれないことが多く、事前届出の閾値を 1%に引き下げた場合、外国投資家による投資活動が制約され

¹³ これらの行為に対する事前届出に係る審査は、もっぱら国の安全等に係る技術情報の流出や事業活動の喪失を防ぐという法目的の観点から実施されることとされており、国の安全等の観点から問題のない行為については、審査通過を 5 営業日以内に通知することとされている。

CORPORATE NEWSLETTER

るおそれがあるとの指摘があった。かかる指摘を踏まえ、財務省は、上場企業の銘柄について、以下の3つの業種に分類したリスト（以下「銘柄リスト」という。）を作成し、本改正法の施行までに公表することとしている。

<銘柄リストの分類>

- ① 指定業種以外（事後報告業種）の事業のみを営んでいる会社
- ② 指定業種のうち、コア業種以外の事業のみを営んでいる会社
- ③ 定業種のうち、コア業種に属する事業を営んでいる会社

もっとも、銘柄リストは法令上の根拠に基づいて作成されるものではない。そのため、外国投資家が銘柄リストに依拠して事前届出を行わずに対内直接投資等を行った場合において、事後的に対象会社が指定業種又はコア業種を営んでいたため事前届出が必要であったことが判明した場合、当該外国投資家の事前届出の懈怠の責任が免除あるいは軽減されるかは明確ではない。

銘柄リストは、財務省が公表情報と上場会社へのアンケート・聞き取り調査等を基に作成することとされているが、上場会社において、かかる調査に協力する義務があるのか、誤った報告をしてしまった場合に責任が生じるのかなど明確ではない点がある。

また、上場会社の事業内容は日々変化していくものであり、銘柄リストがどのような頻度でアップデートされるのかについても、上場会社としては関心の高いところかと思われる。なお、上場会社としては、新たな技術を創出したこと等により、新たに指定業種のうちコア業種を営む会社に変更になるような事態も想定されるところ、その時点で公表していない技術情報に基づいて上記調査に対して誠実に回答すべきか、悩ましい場面も想定される。このような点を含め、銘柄リストの運用については、明確な基準が示されることが望ましい。

V. その他

1. 議決権代理行使受任

株主総会における委任状勧誘は、政令案2条16項4号ロに定める「上場会社等の議決権に係る議決権代理行使受任」に該当し、事前届出が必要となる閾値は従前どおり10%となるため、本改正後においても、外国投資家は、指定業種（コア業種を含む。）を営む会社について10%未満の株主総会の議案に係る委任状勧誘を事前届出を行うことなく実施することができる。他方、議決権代理行使受任については、取得時事前届出免除制度が適用されないため（政令案3条の2第2項2号）、適用されれば包括免除・一般免除を利用し得る外国投資家についても、指定業種（コア業種を含む。）を営む会社について議決権割合が10%以上となる委任状勧誘を行う場合には、審査付事前届出を行う必要がある。

CORPORATE NEWSLETTER

2. 施行時期

本改正は、現在行われているパブリック・コメントの手続を経て内容が確定することになるが、2020年5月中の施行が予定され、施行日から起算して30日を経過した日以降に行う対内直接投資等から、上場会社の株式・議決権の取得に係る閾値の1%への引き下げ、並びに取得時事前届出免除制度及び行為時事前届出制度の適用がそれぞれ開始する（本改正法の附則3条）。本改正の施行日の具体的な日付は決まっていないものの、関係省庁による市場関係者への説明会では2020年6月に開催される株主総会のピークに間に合うように施行することを想定しているとのことであり、3月決算会社においては株主総会で本改正が適用されることを前提に本改正の内容を理解しておく必要がある。

まず、閾値の1%引き下げ及び取得時事前届出免除制度との関係では、2020年6月総会で議決権を行使できる株主は3月末日時点の株主で確定していることが通常であるため、外国投資家による株式・議決権取得に関する改正は2020年6月総会に影響は生じさせないと考えられる。

他方、行為時事前届出の対象となる事項の株主総会における提案・同意については、例えば、1%以上10%未満の範囲内で株式・議決権を有する外国投資家が、本改正の適用開始後に開催される2020年6月総会について、自らの役職員又は密接関係者を取締役候補者とする役員選任議案等を事前に株主提案していた場合において、当該株主提案に同意（議決権行使）しようとする際には、行為時事前届出が必要になると考えられる。また、本改正の適用開始後に開催される2020年6月総会の議場において、会社法304条に基づいて役員選任議案等の提案（修正動議）を行い、当該提案に同意しようとする際にも、行為時事前届出が必要になると考えられる。

VI. 最後に

本改正は、外国投資家による投資に関する規制を見直すものであり、一義的には外国投資家にとって重要な改正である。一方で、外国投資家からの投資を受け入れる発行会社にとっても、外国投資家がどのようなルールを遵守して投資しているか把握することは、外国投資家との健全な対話を実施していくうえで重要になる。また、本改正は国の安全等の観点から実施されるものであるが、機微技術の管理や重要事業の維持という観点は各発行会社においても利害が一致する。

本改正では広く事前届出免除制度の利用を認める一方で、免除基準・上乘せ基準を課すことで自由な投資と国の安全等のバランスをとっていると考えられる。発行会社としては、外為法の内容・運用について正確に理解することにより、自らに投資する外国投資家がルールを遵守しているかを把握し、違反が認められる場合には、積極的に外為法を利用していくことも考えられる。

（当事務所に関するお問い合わせ）
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhm-global.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com