

改正外為法に基づく

対内直接投資等事前届出該当性リスト（「銘柄リスト」）の問題点 —手続き的問題点と本質的問題点

2020年6月25日

CISTEC 事務局

本稿の要約

- 財務省が公開した対内投資の事前届出の要否を参考として示す「銘柄リスト」について、明らかにコア業種に区分されると思われる企業（＝輸出管理上のリスト規制該当の製品・技術を有している企業等）が少なからず漏れていたことから、CISTEC では緊急的に賛助会員企業等に対して、区分の適否についてチェックするよう注意喚起するとともに、問題点についてのアンケート調査を実施した（5/14～5/30）。
- その結果、財務省の「銘柄リスト」作成のための調査についての手続き的問題点と、改正外為法の本来目的である安全保障の観点からの問題点が明らかになった。
「銘柄リスト」制度に「懸念あり」と回答した企業は、全回答企業の63%にのぼる。
- 手続き的問題点としては、
 - ①調査票において、前提となる制度内容が（公表後にもかかわらず）明確に説明されていなかったこと。
 - ②調査自体の任意性、扱いが不明確だったこと。
 - ③定款や有価証券報告書等の公表資料では、安全保障の観点からの業種該当性を判断することは絶対にできないにもかかわらず、それができるかのような前提で調査が行われていること。また、企業側の調査内容の理解不足とともに、回答がない場合は財務省が自ら区分をしたことによって、重要企業がコア企業以外で区分される事例が少なからず生じたこと。
- 本質的問題点としては、
 - ①「銘柄リスト」は実質的に安全保障上機微な製品・技術を有していることの告知を迫るに等しいものであり、企業をリスクに晒す点で外為法改正の目的に反すること。
 - ・主要インフラ業種以外のコア業種は、輸出管理上のリスト規制該当製品・技術を有する企業や半導体関連、サイバーセキュリティ関連の企業が大半。
 - ・それらの製品・技術を有すること自体一種の企業秘密であり、敵対的買収、サイバー攻撃、人材引き抜き、エコノミックステイトクラフト的行為等を招きかねないリスクあり（ショッピングリスト化、ターゲットリスト化）
 - ②企業に業種区分の該当性の判断を継続的にさせることは、大きな負担とリスクとな

り、適当ではないこと。結果として、我が国の投資規制への信頼を損ない兼ねない状況になっていること。

③規制当局自身が作成したリストに基づいて事前届出不要と理解して投資した者に対して、実際は届出必要な業種区分だった場合に、しかるべき抗弁ができるのか、原状回復ができるのかについて懸念があること。

④諸外国では例がなく、事前届出の閾値を 10%に設定した後も「銘柄リスト」を規制当局が敢えて作成する必要性があるとは思えないこと。

- ・「銘柄リスト」作成方針が出されたのは、コア業種の事前届出の閾値を 1%とする枠組みを前提としたもの。その後、10%と修正され従前通りとなったわけだから、「銘柄リスト」作成方針表明時とは前提が変化。

- ・輸出管理上のリスト規制該当の製品・技術を有すること等でコア業種に区分されているのは高度ハイテク企業群であり、投資対象から外れるとは考えにくい。米国ではすべての投資が規制対象であるが、事前審査を要する業種（「重要業種」）が投資対象から外れたり、閾値の大小にかかわらず事前審査対象になることに投資家が不満を有しているという話は聞かない。

⑤新型コロナ禍による経済危機で欧米豪等が緊迫し、一斉に事前届出審査等を急遽強化している中で、外国投資家の利便に供することを前面に出す「銘柄リスト」を PR する我が国の状況には、安全保障の観点からは大きな違和感があること。

○上記の問題点を踏まえて、廃止も含めて、政府内で改めて再検討がなされることを強く期待。

安全保障上機微な製品・技術の流出を防ぐ観点から、対内直接投資規制の強化のため、外為法が昨 2019 年 11 月に改正され、本年 6 月 7 日に施行された。

改正外為法に基づく制度の詳細は、政省令・告示まで見て初めて全貌がわかるが、その概要については、財務省が以下の概要資料を公開している。

◎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（令和 2 年 4 月 24 日）

https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/kanrenshiryou01_20200424.pdf

他方、改正制度は、海外投資家からの投資阻害要因にならないようにとの強い要望を受けて投資円滑化措置も盛り込まれている。ただそれらについては、元々の機微製品・技術の流出防止の目的からする懸念も否定できないところであり、それらについては [CISTEC よりパブリックコメント](#) を提出するとともに、以下の解説資料をまとめている。

◎2019 年改正外為法に係る政省令・告示案について（2020 年 4 月 1 日）

—安全保障の観点からの考察と留意点

https://www.cistec.or.jp/service/zdata_gaitame_kaisei2019/8-200401.pdf

大きな懸念点のひとつが、「対内直接投資等事前届出該当性リスト」（しばしば「銘柄リスト」と呼ばれる）である。

同リストは、改正外為法により、投資規制対象の閾値を 10%から 1%に引下げるとともに、株式等取得時の事前届出免除制度を導入することとしたことを契機に、一部の外国投資家から事前届出対象、届出免除対象、事後報告のみのそれぞれ対象となる上場企業のリスト作成の要望があったことから、これを受けて財務省において作成されたものである。

これは、法令に基づくものではなく、投資対象企業がどの区分に属するかは外国投資家自らが調べるべきことが原則である中で、その便宜のための参考資料という位置づけであると説明されている。

同リストは、当初、本年 5 月 8 日に公表された。事前届出が必要なコア業種に区分される企業は 518 社だった。

しかしながら、外為法の輸出管理上のリスト規制対象製品・技術を有していれば、直ちに事前届出対象業種（「コア業種」）に区分されるわけなので、公表された「銘柄リスト」内容を一見すると、明らかに、コア業種であるはずにもかかわらず、他の区分に分類されている事例が多々見受けられた。他方で、マスコミでも取り上げられたように、コア業種に区分されるには違和感が否定できない企業も散見された。

輸出管理と対内投資管理とは表裏一体の関係にあり、輸出管理に注力しても投資管理の失敗により機微製品・技術が懸念国、懸念企業による買収を通じて流出してしまうことは防止される必要がある。

そのような問題意識に立って、CISTEC では、その賛助会員企業の上場企業各社(223 社)に注意喚起するとともにアンケート調査を行い、公表された各企業の区分が正しいか、自社のリスト規制品目・技術等の有無を把握している輸出管理部門と社内関係部門とで十分協議し、修正が必要であれば財務省に申し出ることが望ましい旨を伝えた。併せて、輸出管理関係で日頃連携している産業団体にも同様の注意喚起を行った。

その結果、多くの企業がコア業種に区分変更の申し出を行い、6 月 5 日に公表された更新リストでは、40 社増加して 558 社となった（日経新聞 6 月 5 日付によれば、▲11 社、+51 社とのことである。）。

©財務省プレスリリース（2020 年 6 月 5 日付）

https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/20200605.htm

CISTEC からのアンケート調査を通じて浮かび上がってきたことは、「銘柄リスト」調査

についての手続き的問題点と、同リスト自体の本質的問題点であった。

■CISTEC からのアンケート調査結果概要

CISTEC からのアンケート調査については、賛助会員中の上場企業223社に送付し、112社から回答を得た（回答率50.2%）。各設問ごとの回答は以下の通りである。

5月8日に公表された「銘柄リスト」の区分に問題がある（修正が必要）とする企業は、回答企業全体の4分の1にのぼり、これら約30社は実際に修正したものと想像される。

また、区分の妥当性は別として、銘柄リスト制度についての懸念の有無については、回答企業の63%が「懸念あり」と回答している（「よくわからない」で回答した企業においても、懸念を指摘した企業が若干見られる）。

【①～③の区分の妥当性】

	回答社数	割合
区分に問題ないと思う	69	54.5%
区分に問題あると思う（修正が必要と思う）	29	25.8%
よくわからない	21	18.8%

【プロセス】

	回答社数	割合
輸出管理部門に相談があり、リスト規制の観点からも判断の上で回答。	49	43.8%
輸出管理部門に相談なかったが、結果として区分に問題なし。	31	27.7%
「定款、有価証券報告書にて回答」とあるので、財務省との窓口である財務部門等でそれを見て対応したと思われる。	23	20.5%

【銘柄リスト制度についての懸念の有無】

	回答社数	割合
懸念は感じない	15	13.4%
懸念を感じる	70	62.5%
よくわからない	28	25.0%

■「銘柄リスト」調査の手続き的問題点

※下記で言及する財務省の「調査票」「回答の手引き」については、調査委託先の日本能率協会総合研究所のサイトに掲載されている。

<https://www.jmar-form.jp/mof/>

CISTEC からの賛助会員への注意喚起とアンケート調査の過程では、具体的問題として次のような困惑した声が寄せられた。

- 「③」（事前届出が必要なコア業種）になるものと思って回答していたが、（どの業種が③となるか等、アンケートの説明が不十分であったため）実際に振り分けられたのは②だった。
- 社内中調べたが、財務省から調査票が送られてきて回答したとする部署がどこにもない。
- 総合的判断で敢えて回答しなかったり、時間がなかったので放置したら、財務省の方で区分をしていた。
- 「定款、有価証券報告書、HP 等での公開情報」を元に記入するようにと手引きにあるので、財務部門だけの判断で回答していた（結果的に合っていた例と合っていない例の双方あり）。
- そのような公開情報をもとに記入せよとの記載があるので、公開情報にはないリスト規制該当品のことは捨象して回答した。
- 財務省からの調査票は「アンケート調査」とあったが、どういう趣旨によるものなのか、回答がどういう効果をもたらすものなのかが明確に理解できないまま、短期間で（実質3日間だったという企業もある）、かつ在宅勤務が少なくない中で対応しなければならなかった。

これらに関連する「プロセス」の問題点について問うた質問に対しては、次のような回答割合だった。

	回答社数	割合（括弧内は問題ありとする企業数を分母としたもの）
回答は任意だとしながら、様々な考慮をして回答をしない場合もあり得るにもかかわらず、回答しなければ財務省が自ら定款、有価証券報告書を見て判断して区分してしまうのはおかしいと思う。	51	45.5% (72.9%)
調査票には、「定款、有価証券報告書、HPで	51	45.5%

の公表情報等を踏まえて回答」するよう書かれているが、輸出管理のリスト規制該当貨物・技術の有無やサイバーセキュリティ関連の詳細は、それらの資料ではわからないのだから、そのような指示は混乱を招き適当ではないと思う。		(72.8%)
「定期的に見直す予定だが、時期や審査方法についても未定」と報じられているが、事業内容は常に変化し得るのだから、当面銘柄リスト制度を維持するにしても、発行会社からの申し出によって直ちに区分を修正する（非掲載も含めて）方法を用意すべきだと思う。	55	49.1% (78.6%)

これらの指摘をもとに、財務省の調査プロセスの問題を整理すると以下ようになる。

問題点1 調査票において、前提となる制度内容が（公表後にもかかわらず）明確に説明されていなかったこと。

財務省の「回答の手引き」では、「銘柄リスト」のイメージとして、①＝指定業種以外（事後報告のみ）、②＝指定業種（③以外）、③国の安全等を損なうおそれがある指定業種、の3つに区分して公表する旨が説明されている。この③の業種は「今後制定が予定されている告示」で規定するとされている。

その上で、アンケート調査として、指定業種を定める別表1、別表2の業種の該当性を問うものとなっており、①～③のどの区分に該当するかは、回答から機械的に突合して決めるとされている。

上記の説明が不可解と思われるのは、以下のような点である。

- アンケート発出の3月19日時点で、既に3月14日に制度の詳細である政省令、告示案は公開され、パブコメ募集されていたが、その説明に即したものになっていない。
- 3月14日発表の資料を参照と書いてあるが、そこでは、事前届出対象となる「コア業種」のことが説明されており、別表1＋別表2の主要インフラ業種、サイバーセキュリティ関連ということが明記されている。また、コア業種を指定する告示案も公表されていた。それであれば、初めから「回答の手引き」の本文中でその旨を説明してしかるべきだが、そうはなっていない。
- アンケートのタイトルが「事前届出該当性に関する調査」となっている中で、別表1、別表2の該当性を問うものとなっているため、その両表該当業種が事前届出対象と誤

解される可能性があった。他方で、事前届出対象は、「国の安全等に該当するおそれがある指定業種」と書かれているので、別表1の業種と誤解される可能性もあった。

初めから、3月14日公表資料や告示案の内容に即して説明すればこのような誤解を避けることができたはずだが、そうはなっていなかった。

CISTECからのアンケート調査に対する問い合わせの中に、「コア業種の③で回答したつもりなのに、なぜか②の区分になっていた」というものが何件か見られたが、その誤解の原因は、別表2の指定業種には、事前届出対象となるものと届出免除対象となるものが混在していることの説明が明確になされていないことが原因だったと思われる。

【注】「コア業種」は、以下で構成されている。

告示別表	指定業種	コア業種該当性
別表1	安全保障の観点からの業種	すべてコア業種
別表2	・公の秩序の観点からの業種 ・OECDに対する留保業種 ・一部の安全保障の観点からの業種	コア業種該当は以下の業種に限定 ・主要インフラ業種（鉄道、電力・ガス、通信、鉱業等） ・半導体関連、光ディスク等関連 ・サイバーセキュリティ等ソフトウェア関連

当初の回答期限が3月27日であり、実質1週間弱の間に回答を求めていたことから、調査票の印刷や発送準備期間を考慮すると、3月14日の詳細制度の確定・公表前に印刷にかけなければならないがために、制度確定前の説明に留めざるを得なかったという事情があったと推測される。

しかしそれでは調査の前提となる制度の説明・理解がしかるべくなされないままに回答がなされたことになり、調査プロセスとしては問題があったと言わざるを得ない。

問題点2 調査自体の任意性、扱いが不明確だったこと。

財務省の調査の「回答の手引き」冒頭部分の説明では、「一部外国投資家からのリスト作成・公表の要望に対応するためのアンケート調査」と書かれている（p5）。このような説明、位置づけであれば、回答は任意だと通常は受け止められる（任意ではない「アンケート調査」というのは考えにくいし、無回答なのに調査側の判断で区分してしまうということも通常は想定されない）。

実際、「手引き」本文の末尾（p11）にも、「回答を強要するものではありません」と書かれている。しかし、その一方で、その直前部分に、「回答いただけない場合は、当局において、定款及び有価証券報告書を基に該当性を判断し公表させていただきます」という重大

な留意事項が目立たない形で書かれている。

CISTEC のアンケート調査で寄せられた指摘の一部は、このような財務省の調査の「回答の手引き」における調査の位置付け、回答の任意性とその扱いについての説明が十分なされていないことから生じた混乱の一つと考えられる。

問題点3 定款や有価証券報告書等の公表資料では、安全保障の観点からの業種該当性を判断することは絶対にできないにもかかわらず、それができるかのような前提で調査が行われていること。また、企業側の調査内容の理解不足とともに、回答がない場合は財務省が自ら区分をしたことによって、重要企業がコア企業以外で分類される事例が少なからず生じたこと。

財務省の調査では、各企業の業種区分を、「定款上の事業目的、有価証券報告書、ホームページの公表情報等を踏まえ」回答するように求めている。また、「ご回答いただけない場合は、当局において定款及び有価証券報告書を基に該当性を判断し公表する」としている。

しかしながら、言うまでもなく、上記の安全保障の観点からの業種に該当するかどうかは、定款や有価証券報告書から判断などは絶対にできない。安全保障輸出管理上のリスト規制該当かどうかは、熟練した専門的スキルが必要であり（そのような難解性はそれはそれで別途の大きな問題ではあるが）、企業内においても輸出管理部門であれば容易に判断できるかといえそう簡単なものではないことは、輸出管理に携わる者にとっては周知のことである。

当初公表したリストにおけるコア企業数が、更新されたリストでは追加分が51社と大きく増えた要因には、二つのパターンがあると思われる。

第一は、極めて短期間に、「定款上の事業目的、有価証券報告書、ホームページの公表情報等を踏まえ」回答するよう求めたこと等から、企業側の窓口部門が調査趣旨や回答の意味を十分理解せず、輸出管理部門と相談しないまま、それらの資料だけを参照して正確ではない回答をしてしまったケースである。

第二は、企業側が様々な事情で回答しなかったにもかかわらず、財務省自身が、定款や有価証券報告書から判断して区分してしまったケースである。

コア業種として追加された51社がそのいずれに該当するのかわからないが、結果として、工作機械、電子機器、半導体製造装置、シリコンウェハ、先端素材、商社等の少なからぬ主要企業群が、当初公表リストからは脱落する結果となった。

更新されたリストにおいても、企業側が十分理解しないままに回答したものがそのままになっている可能性は否定できないし、その区分に違和感が残る企業も依然としてある。

■ 「銘柄リスト」 制度自体の本質的問題点

「銘柄リスト」作成上のプロセスに問題があったことは以上の通りであるが、それらのプ

プロセス上の問題点がクリアされたとしても、「銘柄リスト」制度自体に本質的問題点が多々ある。それらは、改正外為法の元々の目的である、安全保障上機微な製品・技術の流出を防止するという点が逆に危うくなりかねないという点である。

まず、関連する問題点について問うたアンケート結果は次のようになっている。

	回答社数	割合（括弧内は問題ありとする企業数を分母としたもの）
企業は不断の製品開発、研究開発を行っており、リスト規制該当貨物・技術を有することになるかどうかは社内でもわかるとは限らないし、まして社外に告げるべきものでもない。そういう中で、リスト規制該当貨物・技術の有無も含めて対外的に告知を迫るようなことし、リスクに晒すようなことを、規制当局が行うことは問題だと思う。	55	49.1% (78.6%)
今回の対内投資規制の制度改正は、我が国の企業を守ることを目的として行ったはずなのに、我が国企業に負担を強いながら、このような性格が曖昧で内容も正確ではない銘柄リストを公表することによって、我が国企業に逆に大きな混乱とリスクをもたらしかねないことは適当ではないと思う。	51	45.5% (72.9%)
事業内容は常に変化するし、輸出管理のリスト規制該当貨物・技術の有無は特にそうである。インフラ業種のような固定的なものと同じ感覚で、「軍事転用可能な汎用品・技術」やサイバーセキュリティ関連製品・技術を考えるのは適当ではないと思う。	64	57.1% (91.4%)
事前届出免除の可否は、海外投資家が自ら判断すべきこととし、銘柄リストは参考にすぎないと説明されているが、悪意ではない海外投資家がリストの区分を信じて投資したことが結果的に間違っていた場合（事前届出不要と思い込んで投資した場合など）にどういう扱いになるのかがわからず不安である（財務省のパブコメ回答では、	40	35.7% (57.1%)

「海外投資家がリストを悪用して投資した場合に必要な是正措置を講じる」としか書かれていない。		
欧米諸国（規制対象に閾値や業種限定が必ずしもあるわけではない）でこのような銘柄リスト的なものを規制当局自身が作る例を聞かない中で、日本だけがこのようなリストを作る必要性がよくわからない。	4 8	4 2. 9 % (6 8. 6 %)
新型コロナ禍の混乱の下、中国が海外企業の買収姿勢を顕在化している中で、米国だけでなく、EU や豪州、インド等が投資規制を緊急的に強化している一方で、我が国が「一部の海外投資家からの要望」があったとして、投資促進的姿勢を前面に押し出しているように見えることには、違和感を感じる。	4 1	3 6. 6 % (5 8. 6 %)

以下、具体的に説明する。

問題点4 「銘柄リスト」は実質的に安全保障上機微な製品・技術を有していることの告知を迫るに等しいものであり、企業をリスクに晒す点で外為法改正の目的に反すること。

前述のように、コア業種に区分されるものは、安全保障上の観点からの業種と、公の秩序の維持の観点からの業種のうち主要インフラ業種（鉄道、電力・ガス、通信、鉱業等）である。後者の主要インフラ業種については、それこそ定款や有価証券報告書を見るまでもなく判断可能であり、外国投資家に利便を図る必要はない。

他方、安全保障の観点からの業種は、具体的には次のようなものである。

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ① 武器関連（専用品）、航空機、人工衛星・ロケット、原子力関連の業種 ② 外為法の輸出管理上のリスト規制品・技術を有する製造業、研究所、ソフトウェア業等（輸出をしているかどうかは問わない） ③ 集積回路、半導体メモリメディア、光・磁気ディスク、電子回路実装基板の製造業（輸出管理上のリスト規制品に留まらない） ④ サイバーセキュリティ、個人情報関連の一定のソフトウェア業種 ⑤ 感染症関連医薬品、高度管理医療機器の製造業（注：20年6月追加） |
|---|

これらに該当する製品・技術を有しているかどうかは、企業秘密的側面が多分にある。財務省は、「リストの対象となった理由について、個別企業の事業内容の秘密を漏らす懸念が

あるとして開示しない方針だ」と報じられているが（日経新聞 2020 年 5 月 8 日付他）、それが正しいとすれば、その秘密性を認識した上で、その保有の有無の開示を実質的に迫っている構図となる。

企業において製品開発、技術開発はその発展の原動力であり、日々開発が推進されている。現時点でそれらを有していないからといって、今後有しないとは限らない。エマージング技術の輸出管理の対象化は、輸出管理の世界では大きな焦点となっており、今後、そのような次世代ハイテク製品・技術が輸出管理対象となると同時に、対内投資規制の対象ともなっていく。それらの製品・技術開発・保有の状況を対外的に公表するかどうかは、企業自身が判断することであって、政府当局から迫られて公表するべき筋のものではない。

今回の「銘柄リスト」の公表は、その公表を規制当局が迫るに等しいものとなっている。しかも、企業側が総合的判断に立って敢えて回答をしなかったにもかかわらず、財務省自身が、定款や有価証券報告書から判断して区分してしまっている。

上記の安全保障の観点からの業種に該当するかどうかを、定款や有価証券報告書から判断するなど絶対にできないことは、前掲の「問題点 3」で説明した通りである。

加えて、対内投資規制上のコア業種は、その企業自身が輸出しているかどうかとは関係がなく、輸出していない場合でも当該製品を製造し、技術を有していれば、コア業種に分類される。

コア業種に区分されれば、（主要インフラ業種を除けば）安全保障上機微な製品・技術を有しているというメルクマールになるから、懸念投資家から買収のターゲットになり得る。

また、サイバー攻撃や人材リクルートの対象となるリスクも想定され得る。サイバー攻撃への対処の必要性が官民挙げて叫ばれているが、「銘柄リスト」によって、そのようなリスクを招きかねない。エコノミックステイトクラフト的行為が買収攻勢で利用されることがあることは、しばしば指摘される場所である。構図的には、規制当局自身が、ショッピングリスト、ターゲットリストを提供しているかのような形になっている。

事前届出対象だから当局の審査対象になるので懸念先に買収されるリスクが少ないかといえ、必ずしもそうではない。今回の政令改正では、「外国金融機関」（国有企業等以外の民間金融機関）に対しては、コア業種を含め、また 100%までの「取得時届出免除」を認めてしまっている。

「外国金融機関」といっても様々であり、懸念国の金融機関やマネーロンダリング等で制裁対象となった金融機関などもあり得るが、それらを排除する根拠規定が今回の政令改正では手当てされていない。

いったん株式等を取得した場合、役員就任、事業譲渡・廃止等の行為は、「行為時事前届出」対象となるが、事前届出には一定の要件があり（「密接関係者」の関与など）、懸念は必ずしも払拭できない。

「銘柄リスト」作成のための調査過程での説明・理解の不十分さから、本来コア業種であ

るにもかかわらず、それ以外の指定業種に区分されてしまっている場合には、一般の外国投資家も含めて、100%までの事前届出免除が可能となる。その後のリスクは、上記に記載した通りである。

問題点5 企業に業種区分の該当性の判断を継続的にさせることは、大きな負担とリスクとなり、適当ではないこと。結果として、我が国の投資規制への信頼を損ない兼ねない状況になっていること。

既述の通り、安全保障の関連からの業種区分を正確に行うことは難しい。企業が日常的に製品・技術開発を行えば、コア業種に該当してくる場合もある。規制内容も、国際輸出管理レジーム合意などによって逐次変化しているから、それに応じて業種区分も変化し得る。

加えて、対内投資規制上のコア業種は、その企業自身が輸出しているかどうかとは関係がなく、輸出していない場合でも当該製品を製造し、技術を有していれば、コア業種に分類される。輸出している場合には、まだ輸出管理部門がフォローしていることが多いが、どの企業でも正しく判断できるとは限らない。まして、輸出していない企業であれば、なおのこと把握・判定は難しい。

更に、安全保障の観点からの業種としては、輸出管理上のリスト規制品・技術を越えて、集積回路、光・磁気ディスク等のほか、サイバーセキュリティ等の関連のソフトウェア業が含まれている。この条文は極めて難解で、容易にその正確な範囲を読み解くのは難しく、誤解する企業も少なくないと思われる。

また更に、支配権のある子会社の分まで含めて該当性を判断する必要があるため、なおのこと判断を難しくさせている。

こういう難しさがある中で、当該企業が継続的に自社内の事業をフォローして区分を判断するという負担と、「問題点4」及び次の「問題点6」で説明するリスクとを強いられなければならない理由は見出しがたい。

また、「銘柄リスト」の公表後、その作成過程・基準がマスコミ等外部からは明らかでないこともあり、リスト区分の妥当性、基準の如何についてさかんに取り上げられている。海外の主要メディアも含めて、「安全保障とおよそ関係ないと思われる企業がなぜコア業種なのか?」「コア業種の選定基準が不明確だ」といった疑念を持たれるような事態になっている。

外資による投資を回避しようとして、同リスト制度を悪用して恣意的な回答をすることを排除することは難しい。

結果として、「銘柄リスト」が、我が国の投資規制への疑問を招く要因になってしまうという面があることは否定できない。

問題点6 規制当局自身が作成したリストに基づいて事前届出不要と理解して投資した者に対して、実際は届出必要な業種区分だった場合に、しかるべき抗弁ができるのか、原状回復ができるのかについて懸念があること。

事前届出免除の可否は、外国投資家が自ら判断すべきこととし、銘柄リストは参考にすぎないと説明されているが、悪意ではない外国投資家がリストの区分を信じて投資したことが結果的に間違っていた場合（事前届出不要と思い込んで投資した場合など）にどういう扱いになるのかは、明確ではない。

法案審議時の国会質疑やパブリックコメントへの回答では、「外国投資家がリストを悪用して投資した場合に必要な是正措置を講じる」としか述べられていない。

財務省は、アンケート調査に際して、企業からの回答がない場合には、「定款及び有価証券報告書を基に該当性を判断する」としている。それであれば、外国投資家が同様に「定款及び有価証券報告書を基に該当性を判断した」として、事前届出不要として投資してしまった場合、どういう扱いになるかは不透明であり、混乱をもたらす要因になる可能性が高い。

「銘柄リストの区分とは異なり、事前届出が必要である」として原状回復命令を出して投資家側が抗弁した場合、当局側はきちんと反論できるのか、相手が悪意だと立証できるのか、企業側が誤解して区分していた場合の扱いはどうなるのか、財務省自身が判断して区分していた場合の扱いはどうなるのか、最終的に当局側の判断が司法で支持されるとしてもそれに至るまでの混乱をどう考えるのか・・・等等、論点はさまざまあるように思われる。

これらの混乱は、株主構成等を不安定にさせるものであり、経営にも影響を及ぼすことになるが、そのような混乱は、位置づけが曖昧で正確性が担保し難い「銘柄リスト」があるからこそである。

問題点7 諸外国では例がなく、事前届出の閾値を10%に設定した後も「銘柄リスト」を規制当局が敢えて作成する必要があるとは思えないこと。

投資対象企業が、どの業種区分に属し、どの規制区分になるかの調査・判断は、外国投資家自身が行うというのは大原則であるが、規制当局自身が、その参考に資するために業種区分をとりまとめ公表している事例は、世界のどこにもない。

そういう中で、このような異例の「銘柄リスト」を公表することとなった背景には、今回の対内投資規制改正過程での紆余曲折があると思われる。

今回の投資規制の改正は、経済産業省の産業構造審議会安全保障貿易管理小委員会において19年7～10月にかけて審議・提言が行われた。内容の機微性に鑑みて非公開で行われたが、中間報告が公開されて改正の方向性が示されたのは、同年10月8日であった。その前後から、投資関係者の間では規制対象投資の閾値を10%から1%に引き下げることに ついて、投資阻害ではないかとの懸念が高まり大きく取り上げられるようになった。

中間報告に基づく外為法改正案は、10月18日に閣議決定されたが、この時点で公表された制度概要の枠組みは、今回施行された枠組みとは異なり、コア業種は1%以上の投資が事前届出対象と説明されていた（事前届出やその免除の閾値をどう設定するかは政令・告示マターだったため、法案の閣議決定時点では、今後の見込みとして説明された。図を参照）。

これによって投資阻害要因ではないか、アクティビスト封じではないかといった批判が

投資家側からなされたことを受けて、財務省は10月25日に公表した「よくある質問」の中で、「銘柄リスト」を作成・公表する方針を明らかにした。国会審議においてもその旨を説明した。

ところが、その後の政令・告示での事前届出免除対象の設計作業の中で、この10月時点での説明とは異なり、コア業種においても、事前届出対象は10%以上と設定された（10%未満は、上乘せ基準を遵守することが前提）。

投資阻害かどうかの議論では、これまでは10%以上の投資が事前届出対象だったものが、1~10%まで拡大されるとすれば、ポートフォリオ投資ではその程度割合の売買は日常的な取引の中で生じるから、その売買の可否（事前届出の要否）が判断できなくなるので阻害要因になるというものだったはずである。しかし、これが10%以上ということであれば、改正前と変わりが無いということになる。

経営関与を目的としないポートフォリオ投資であれば、経営関与に関する1~10%部分の「上乘せ基準」は関係ないはずであるから、それが投資阻害要因になるとは考えにくい。

つまり、事前届出免除の設計イメージ（閾値）が変わったことによって、「銘柄リスト」を敢えて作成・公表しなければならない理由は失われたはずである。

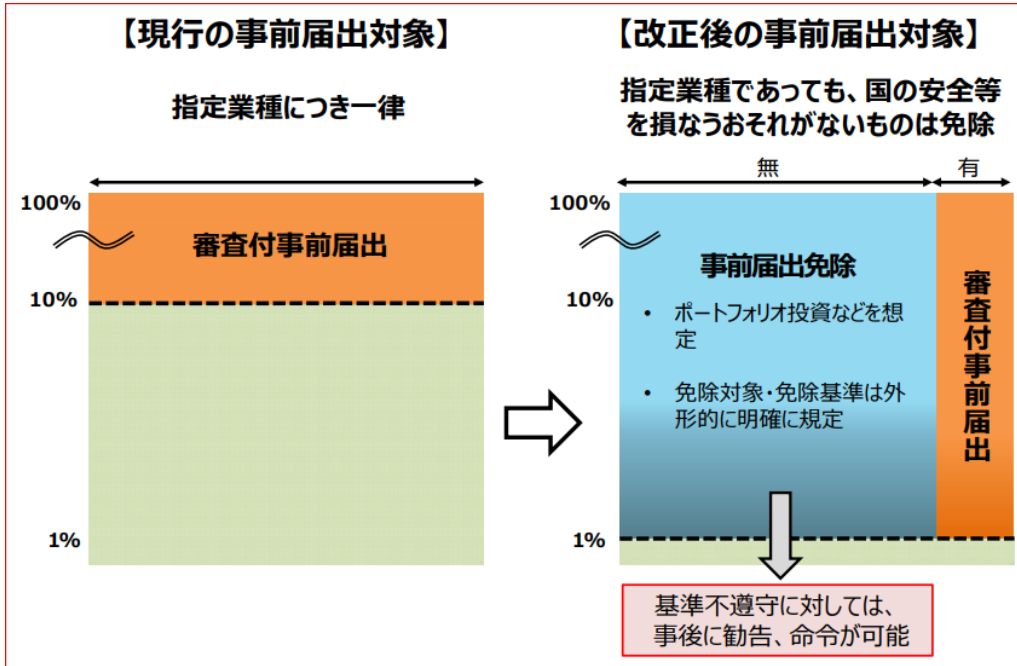
しかし、その作成・公表を初期段階で対外的にコミットしてしまったがために、短期間でアンケート調査を行って作成・公表するに至ったのではないかと、外部からは見えてくる。

そもそも論として、閾値の引き下げで投資回避の要因になるというのは本当なのだろうか？ コア業種の対象となる機微製品・技術というのは、高度なハイテク製品・技術であり、エマージング技術などは次世代の社会の変革をリードする製品・技術群である。そのような優れた製品・技術を有しているハイテク企業群を投資対象から外すなどということがあるのだろうか？

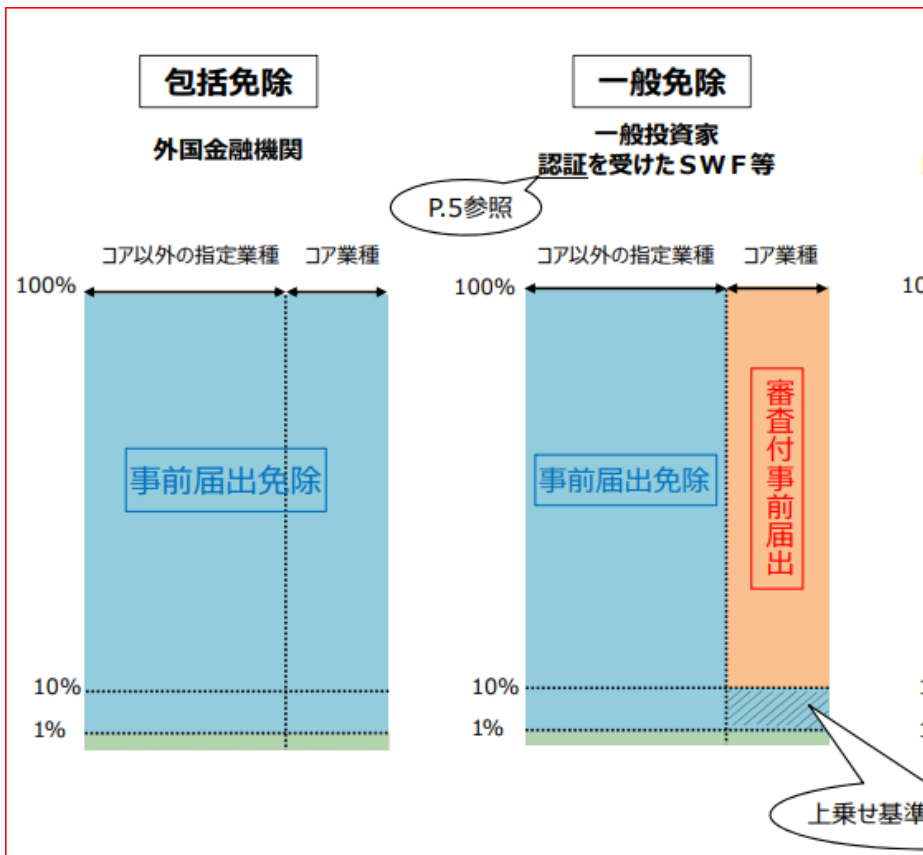
また、事前届出免除で投資することに不安を感じるならば、事前届出を行って審査を受ければいい話である（米国でも任意的な事前審査制度を新たに設けている）。今まではそれでやってきたわけであり、ポートフォリオ投資については90%が5営業日で、8%が2週間以内で審査が完了していることが公表されている。

米国においては、閾値はなくすべての投資が規制対象となるが、事後審査が原則の中で、今回のFIRRMAによる規制において事前審査を義務付ける業種等が規定された。いわば、日本の改正外為法と同様の規制の構図になっており、事前届出対象か否かは、当然のことながら投資家自らが判断するスキームとなっている。それでは、0.1%の投資であっても事前審査対象となる「重要業種」が投資対象として忌避されているかといえば、そのようなことはないし、投資家がそのような懸念や不満を表明しているという話は聞かない。エマージング製品・技術も包含する「重要業種」に属する企業は、次世代リーディング企業であり、有望投資先ではあっても、投資対象から外れるとはおよそ考えにくい。

【19年10月25日公表の財務省資料】



【20年3月14日公表の財務省資料】



問題点 8 新型コロナ禍による経済危機で欧米豪等が緊迫し、一斉に事前届出審査等を急遽強化している中で、外国投資家の利便に供することを前面に出す「銘柄リスト」をPRする状況には、安全保障の観点からは大きな違和感があること。

新型コロナウイルスのパンデミックを契機に、米国や欧州を始め、世界は警戒モードに入っている。特に欧州企業等の株価の大幅下落を契機に、M&A攻勢に意欲を示している中国企業に対する警戒は高まっている。

この1～2ヶ月の主要国の動きは急である。

米国は、FIRRMA（外国投資審査現代化法）の下位規則が2月に確定し、新たな対内投資規制が施行された。そこでは、「外国政府と実質的な利害関係がある」者による一定の投資や、重要業種27業種等が事前申告義務の対象となっていた。しかし、5月21日に再度、下位規則を改正し、27業種との限定を撤廃し、その投資者に輸出したら輸出許可対象になる一定の投資を事前審査対象とすることとした。それによって、事前申告義務の対象が大きく拡大することとなった。

EU委員会もまた、今回のコロナウイルス問題による経済的危機によって、欧州諸国の重要な資産・技術が海外からの買収により流出することに強い警戒感を持ち、3月25日にEU加盟国に対し、「現在の危機下で重要な欧州の資産と技術を保護するためのガイドライン」を公表し、「重要な資産と技術の損失」を引き起こさないことを確実にするために警戒を強め、有する投資スクリーニングのスキームの最大限の活用や、それが無い場合には使えるすべてのツール（黄金株を含む）を動員するよう呼びかけた。

また更に、6月17日には、買収しようとしている外国企業が一定規模以上の政府補助金などの支援を受けている場合にはEU委員会に通知を義務づけるとともに、公正な競争を損なうと認定する場合には買収を阻止することも可能にするとの新方針を提案した（9月まで意見を募り来年施行見込み）。加盟国任せにせず、EU委員会自身が規制の主体となる。域内の公共事業についても、政府補助金に支えられた外国企業の受注を阻止し、市場価格より低い水準での入札参加も認めないとしている。

豪州においても、3月30日に緊急的措置として、今後一定期間は投資金額にかかわらず、海外からの全ての投資案件について、投資の可否を判断する審査を当局に義務付けた。従来は金額が低ければ、当局の審査は要らなかった。審査期間も通常の30日から最大6か月に延長した。更に、通信とエネルギー、テクノロジー、防衛機器製造の企業を対象に規制強化の年内法制化を図る方針を打ち出した。

インドにおいても、4月18日に、隣国からの投資全件に承認を義務付けた。

以上のように、欧米豪印といった主要国が緊迫し、緊急避難的規制の動きを見せている中で、我が国では規制当局自身が、買収やサイバー攻撃、人材引き抜き、エコノミックステイトクラフト等のショッピングリスト、ターゲットリストを提供するに等しいようなことをしていることには、大きな違和感と危惧とを感じざるを得ない。

■まとめ

上記の問題点を踏まえれば、「銘柄リスト」制度の妥当性について改めて検討がなされる必要があると思われる。

今回の一連の対内投資規制の制度改革に際しては、詳細を定める政省令、告示については、パブリックコメントの対象となったが、「銘柄リスト」については、昨年10月に作成方針が打ち出された際も、また3月14日に政省令、告示案が公開されパブリックコメントが募集された際にも、パブリックコメントの対象とはならなかった。もしその対象となっていれば、その運用上の問題点、リスト作成・公開の意義とリスク等についての議論を深めることができたと思われる。

今回の外為法改正は、あくまで、機微製品・技術が流出することを防止するという安全保障の観点からのものであるから、「銘柄リスト」についても、その観点からの適否について再検討がなされる必要があると思われる。改めて政府内で、廃止も含めて検討がなされることを強く期待したいところである。

以上