

2020 年 9 月

## 外為法(対内直接投資規制)改正の M&A 取引への影響

弁護士 飛岡 和明 / 弁護士 新城 友哉 / 弁護士 小玉 留衣

### Contents

- 外国投資家の定義の変更
- ステークビルディング
- 上場会社へのマイナリティ出資・資本業務提携
- 非上場会社の買収
- 事業譲渡・組織再編を用いた指定業種該当事業の移転・承継

2020 年 5 月 8 日に施行された外国為替及び外国貿易法(以下「外為法」又は「法」といいます。)、対内直接投資等に関する政令及び同命令(以下それぞれ「直投令」及び「直投命令」といいます。)、並びに同法関連告示(以下総称して「外為法令」といいます。)の改正(以下「2019 年外為法改正」といいます。)<sup>1</sup>の目玉として、対内直接投資規制の大幅なアップデートがなされました<sup>2</sup>。改正法による対内直接投資規制の変更内容のうち、とりわけ外国投資家<sup>3</sup>における外為法令対応実務への影響が大きいと見られているのが、①外国投資家による、外為法令により指定された一定の業種(以下「指定業種」といいます。)<sup>4</sup>を営む国内上場会社の株式(議決権)取得に

<sup>1</sup> 2019 年 11 月 29 日公布の「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)」並びに 2020 年 4 月 30 日に公布された関係政省令及び告示を指します(同年 5 月 8 日施行)。改正に係る外為法令の内容は、本日現在財務省のウェブページ(下記リンク)に掲示されています。

[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/gaitame\\_kawase/fdi/index.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/fdi/index.htm)

<sup>2</sup> 2019 年外為法改正全体の概要については、財務省公表の「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 24 日)(下記リンク)をご参照ください。

[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/gaitame\\_kawase/press\\_release/kanrenshiryou01\\_20200424.pdf](https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/press_release/kanrenshiryou01_20200424.pdf)

<sup>3</sup> ①非居住者である個人、②外国法令に基づいて設立された法人その他の団体、③①又は②に該当する者により直接又は間接に保有される議決権数の合計が、総議決権数の 50% 以上を占める国内会社、④投資事業を営む組合や投資事業有限責任組合等であって、非居住者等の出資の割合が総組合員の出資の金額に占める割合が 50% 以上の組合又は業務執行組合員の過半数が非居住者等で占められている組合、及び⑤非居住者である個人が役員(取締役その他これに準ずる者)又は代表権を有する役員のいずれかの過半数を占めている国内の法人その他の団体のいずれかに該当する者をいいます(外為法 26 条 1 項、直投令 2 条 1 項乃至 5 項)。

<sup>4</sup> 「指定業種」とは、事前届出による審査が必要であるとして指定された業種をいいます(法 27 条 1 項、直投令 3 条 2 項 1 号、直投命令 3 条 3 項、「対内直接投資等に関する命令第三条第三項の規定に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件(平成 26 年内閣府・総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省・環境省告示第 1 号)」)。なお、2020 年 6 月 15 日公布の、「対内直接投資等に関する命令第三条の二第三項に基づき、財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件の一部を改正する件(令和 2 年 6 月 内閣府・総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省・

係る事前届出(以下「取得時事前届出」といいます。)に係る(i)閾値の引き下げ(10%→1%)及び(ii)届出免除制度の導入、②指定業種を営む国内上場会社の株式(議決権)を1%以上保有する外国投資家による、(i)役員選任行為、(ii)指定業種該当事業の売却・廃止等の提案行為に係る事前届出(以下「行為時事前届出」といいます。)の制度の導入、③外国投資家による、居住者からの事業譲受・吸収分割又は合併による指定業種該当事業の承継に係る事前届出制度の導入の3点といえます。

外国投資家による指定業種を営む国内企業の買収(バイアウト)については、当該国内企業が上場であるか非上場であるかにかかわらず、通常は取得割合が閾値を超えることになることから、対内直接投資に係る事前届出は必要であり、この点自体については、2019年外為法改正以前から同様でした。むしろ、上記の改正点による影響としては、上記③の点を除けば、外国投資家による国内企業の買収あるいは指定業種を含む事業の取得といった典型的なM&A・買収取引よりも、これまで届出審査不要とされていた、外国投資家(海外投資ファンド等)による1%~10%の範囲での指定業種を営む国内上場企業へのマイナリティ投資について、対内直接投資に係る事前届出規制の網を広げるという点が最も大きいといえ、実務上も主にこの点に着目した様々な議論・分析がなされているようです。

もっとも、2019年外為法改正により、規制の対象となる「外国投資家」の定義についても一定の変更が加えられたため、これまで外国投資家に該当しなかったような投資主体についても規制対象に該当する可能性が生じている点も含め、外国投資家による指定業種該当事業を対象に含むM&A取引の実務にも少なからず影響が及ぶことが想定されます。そこで以下では、かかる外為法令(対内直接投資規制)の改正が、M&A取引に及ぼす影響という角度からの検討・考察を試みるものです。

## 1. 外国投資家の定義の変更

### (1) 外国法人等の子会社等の外国投資家該当性

2019年外為法改正前においては、外国法人等の子会社等であることにより自らも外国投資家(以下「居住者外国投資家」といいます。)に該当する国内会社には、①非居住者である個人又は外国法人等が総議決権数の50%以上を直接保有する国内会社及び②当該国内会社が総議決権の50%以上を直接保有する国内会社(すなわち、上記①に該当する会社の子会社)のみが、外国投資家の定義に含まれていました。

これに対し、2019年外為法改正後は、上記①及び②に該当する会社に加えて、③居住者外国投資家に該当する会社、その会社法上の子会社を通じて間接的に50%以上の議決権を保有する会社についても、外国投資家の定義に含まれることになりました<sup>5</sup>。すなわち、上記①に該当する会社の子会社のみならず、孫会社以降につ

---

農林水産省・経済産業省・国土交通省・環境省 告示第9号)」及び「対内直接投資等に関する命令第三条第三項に基づき財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件の一部を改正する件(令和2年6月 内閣府・総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省・環境省 告示第10号)」により、感染症に対する医薬品に係る製造業(医薬品中間物を含む)及び高度管理医療機器に係る製造業(附属品・部分品を含む)を、対内直接投資等に係る事前届出が必要となる指定業種のうち「コア業種」に追加する改正がなされ、2020年7月15日から当該改正が適用されることとなりました。これにより、事前届出規制の対象となる業種の範囲が拡大されることになるため、留意を要します。なお、「コア業種」とは、指定業種のうち、武器や原子力、インフラサービス等の、国の安全に影響を及ぼすおそれが大きいものとして指定された業種を指します。「コア業種」については、原則として取得時事前届出免除の利用が、10%未満の上場会社の株式取得等についてしか認められないという投資制限を受けます(外為法27条の2第1項、直投令3条の2第2項3号、直投命令3条の2第3項、「対内直接投資等に関する命令第3条の2第3項の規定に基づき、財務大臣及び事業所管大臣が定める業種を定める件(令和2年内閣府・総務省・財務省・文部科学省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省・環境省告示第4号)」)。財務省は、上場会社の業種区分を分類した「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7月10日更新)(下記リンク)を公表しています。

[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/gaitame\\_kawase/fdi/list.xlsx](https://www.mof.go.jp/international_policy/gaitame_kawase/fdi/list.xlsx)

<sup>5</sup> 法26条1項3号、法27条13項、55条の5第2項、直投令2条1項

いても、すべて連綿と外国投資家に該当することに留意が必要です。

## (2) 組合等の外国投資家該当性

2019 年外為法改正前は、①日本法上の任意組合又は投資事業有限責任組合の形式による、いわゆる国内系の投資ファンドは、外国投資家の定義に含まれず、これらが国内の会社の株式を取得する場合、当該組合の各組合員(無限責任組合員(GP)又は有限責任組合員(LP))のいずれかが外国投資家であれば、当該各組合員が届出・報告を行う義務を負っていました。他方で、②外国法上の組合型投資ファンドについては、改正前も組合それ自体が現地法上法人格を有するとして外国投資家(「外国法令に基づいて設立された法人その他の団体」)に該当するものとして届出・報告を行う事例があつたものの、法令上の取扱いは必ずしも明確ではありませんでした。

これに対し、2019 年外為法改正後は、①日本法上の任意組合(一部の組合員に業務執行を委任している組合に限る。)又は投資事業有限責任組合については、組合単位で外国投資家該当性が判断されることになり、(a) 外国投資家の出資比率が 50%以上であるか、又は(b)業務執行組合員の過半数を外国投資家が占める場合には、当該組合自身が「特定組合等」として外国投資家に該当することになりました。この場合に、当該特定組合等が行う対内直接投資等については、組合名義でまとめて1本の届出・報告をすれば足りることになり、各組合員には届出及び報告義務は課されないことになりました<sup>6</sup>。そして、日本法上の任意組合(一部の組合員に業務執行を委任している組合に限る。)又は投資事業有限責任組合であつて、外国投資家の出資比率が 50%未満かつ GP が外国投資家ではない組合(特定組合等に該当しない組合)については、組合及び組合員の双方について、対内直接投資等に係る届出・報告が不要となりました<sup>7</sup>。

また、②外国法上の組合型投資ファンドについては、(i)各組合員が組合財産を直接共有する関係にあり、業務を執行する組合員又は構成員が存在する場合には、当該ファンドは「特定組合類似団体」に該当し、この場合上記(a)又は(b)の要件を満たせば、ファンド自体が届出・報告の主体となります。他方、(ii)「特定組合類似団体」に該当しない外国ファンドについても、当該ファンドが「外国法令に基づいて設立された法人その他の団体」に該当する場合には、外国投資家として原則どおり当該ファンドそれ自体が届出・報告の主体となります<sup>8</sup>。

## 2. ステークビルディング

外国投資家が指定業種を営む国内上場会社の買収(マジョリティ取得)を企図する場合において、まずは市場等において少数割合の買付けを図る場合があります(いわゆるステークビルディング)。

この点、従前は株券等保有割合(金融商品取引法)が 5%を超える大量保有報告書提出義務をトリガーするまでは、何らの届出等を要せず取得することも可能でした(個別業法上の規制のある場合を除く)。

ところが、今回の 2019 年外為法改正により、議決権割合にして 1%以上を取得する時点において、将来的に指定業種を営む対象会社への役員派遣、指定業種に該当する事業に係る売却その他の処分、又は技術情報へのアクセス(若しくはコア業種に属する事業に関する委員会等への参加又は期限付き書面提案)等を行うことを企図

<sup>6</sup> 法 26 条1項4号、直投令 2 条 3 項、5 項

<sup>7</sup> 法 27 条 1 項、同 28 条 1 項、直投令 3 条 1 項 7 号、同 4 条 1 項 3 号

<sup>8</sup> 法 26 条 1 項 2 号、同号括弧書き。なお、本(ii)の外国法上の組合型投資ファンドが同号に掲げる外国投資家となる場合において、外国の法令上当該ファンドの GP が当該ファンドの組合財産を当該ファンドの代わりに保有し、当該 GP が外国投資家に該当する場合は、当該ファンドに代わって当該 GP が届出者となることが認められています(財務省の 2020 年 4 月 30 日付「対内直接投資等に関する政令等の一部を改正する政令案及び対内直接投資等に関する命令の一部を改正する命令案等、対内直接投資等に関する業種を定める告示案等に対する意見募集の結果について」の「別紙 1)意見への考え方」(以下「パブリックコメント回答」といいます。)13 番)。

<https://search.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=395122004&Mode=2>

している場合には、1%取得の段階から事前届出が必要となり得ることになりました<sup>9</sup>。すなわち、外国投資家による国内上場会社株式の取得につきステークビルディングの段階から一定の規制に服するようになったという意味で、M&A 取引の初期段階における規律に変更が生じたものといえます。

### 3. 上場会社へのマイナリティ出資・資本業務提携

外国投資家が指定業種を営む上場国内会社の株式をマイナリティで取得(例:議決権割合にして20~30%を取得)し、対象会社と資本業務提携契約等の契約を締結して同社への役員派遣(自己の密接関係者<sup>10</sup>の対象会社役員としての選任)や業務上の提携を行う場合、①当該株式取得に係る取得時事前届出に加えて(前述のとおり、当該事前届出は、改正前であっても、取得割合が閾値を超えていたり、原則として必要だったもの)、②対象会社の株主総会において自己又はその密接関係者の役員選任議案等に係る議決権行使を行う度に行為時事前届出が必要となります<sup>11</sup>。

また、自己の密接関係者の役員派遣や対象会社の技術情報へのアクセスを投資目的に含む場合には、③以後の追加の株式取得についても取得時事前届出の免除を利用することはできず、届出が必要となります<sup>12</sup>。

なお、外国投資家の密接関係者の役員派遣に関して、当該外国投資家が初回の選任時の議決権行使に関して行為時事前届出を行い、当局の審査を通過したうえで当該密接関係者が役員に選任され、その者がその後任期満了後に再選される場合があります。このような再選の場合における議決権行使についても、外国投資家は、(その者が引き続き自身の密接関係者である限り)再任の都度行為時事前届出を行う必要があるため、留意が必要です<sup>13</sup>。

### 4. 非上場会社の買収

#### (1) 取得時事前届出

外国投資家である PE ファンド(バイアウトファンド)が国内の指定業種を営む非上場会社(対象会社)の株式を100%取得して買収するケースも、2019 年外為法改正により以下の影響を受けます。

まず前提として、PE ファンドの外国投資家該当性が問題になりますが、いわゆる国内系の PE ファンド(日本法上の投資事業有限責任組合としてファンドが組成され、その GP 兼運用会社が日本の運用会社である場合を想定します。)であっても、LP 投資家の大部分が外国投資家であるなど、ファンドに対する外国投資家の出資割合が50%を超える場合、又は GP の株主の総議決権の過半数を外国投資家が保有している場合には、当該ファンドは「特定組合等」として外国投資家に該当します(上記 1(2)及び脚注[3]参照)。

<sup>9</sup> 外為法 27 条の 2 第 1 項、直投令 3 条の 2 第 2 項 5 号、直投命令 3 条の 2 第 5 項 1 乃至 3 号

<sup>10</sup> 「密接関係者」とは、外国投資家が対象会社の事業に影響を及ぼし得る関係にある者をいいます。具体的には、外国投資家自身が(又は他者を通じて)役員選任議案を提案する場合、外国投資家が法人であれば、①法人の役員、使用人及び投資委員会等構成員、②主要な取引先の役員等・多額の財産を得ている者、③過去 1 年以内に①又は②に該当した者、④議決権行使の同意をしている者及びその関係者等、広範囲に定義されています(外為法 26 条 2 項 5 号、27 条 1 項、直投令 2 条 11 項 1 号、12 項 2 号、直投命令 2 条 1 項 2 号)。これに対して、対象会社や他の株主から役員選任議案が提案された場合には、上記②及び③の範囲が縮減され、外国投資家の実務上の負担が軽減されています(直投命令 2 条 1 項 1 号)。

<sup>11</sup> 取得時事前届出については、2019 年外為法改正以前より取得割合が 10%以上の株式取得については必要であったため、この点は改正前と変わりません。なお、この場合自己の密接関係者の役員派遣を投資目的とするため、取得時事前届出の免除を利用することはできません(外為法 27 条の 2 第 1 項、直投令 3 条の 2 第 2 項 5 号、直投命令 3 条の 2 第 5 項 1 号)。

<sup>12</sup> なお、所轄官庁の審査を追加した取得時事前届出は、届出日から 6 か月間有効であり、その間は届出書に記載した取得予定株式数までの取得が隨時可能となります(外為法 27 条 1 項、直投令 3 条 3 項)。

<sup>13</sup> パブリックコメント回答 222 番

<https://search.e-gov.go.jp/servlet/Public?CLASSNAME=PCMMSTDETAIL&id=395122004&Mode=2>

そのため、当該ファンドによる指定業種を営む対象会社株式の取得につき、取得時事前届出が必要となり得ます。

この点、2019 年外為法改正前においては、指定業種を営む非上場会社の株式取得については常に 1 株から取得時事前届出が必要でした。これに対し、2019 年外為法改正後においては、指定業種のうちコア業種以外(ノンコア業種)のみを営む非上場会社の株式取得については、免除基準<sup>14</sup>を満たす場合には、取得時事前届出に係る免除制度が利用できることになりました。但し、外国投資家による非上場の対象会社の買収の場面においては、対象会社への役員派遣など、免除基準に抵触する行為を行うことが想定され、その場合は免除制度を利用することはできません<sup>15</sup>。

## (2) 行為時事前届出

外国投資家たる PE ファンドによる指定業種を営む非上場会社(対象会社)の買収後も、対象会社への役員派遣(自己の密接関係者の役員選任議案に対する同意)について、行為時事前届出の要否が問題となります。

もつとも、外国投資家が取得時事前届出を経て株式(議決権)の 50%以上を保有している場合には、行為時事前届出は不要とされる<sup>16</sup>ため、対象会社の株主総会(書面決議の場合を含む)において役員選任に係る議決権を行使する外国投資家(買収者)が、株式取得時に事前届出を行っている場合には、かかる行為時事前届出の問題は生じないことになります。

ところが、PE ファンドによる典型的な投資手法である、日本で設立した SPC を買収ビークルとして対象会社株式を 100% 取得させるケースにおいては、かかる行為時事前届出の免除の利用に関して問題が生じ得ます。すなわち、買収ビークルである SPC の設立時及びファンドから買収ビークルへの出資時においては、SPC は何らの事業も行っていないため、SPC の設立又は増資時におけるファンダによる SPC の株式取得については、取得時事前届出は必要ないと考えられます。これに対し、SPC による指定業種を営む対象会社株式の 50%以上の取得については取得時事前届出が必要ですが、かかる SPC の取得時事前届出により事後の行為時事前届出が免除されるのは、SPC 自らが行う、自己の密接関係者の対象会社の役員への選任に係る議決権行使のみと考えられます。そして、SPC が対象会社を買収・子会社化した後においては、SPC 自体も指定業種を営んでいると見做され<sup>17</sup>、ファンドが自らの密接関係者を SPC の役員に選任させる議決権行使をする場合にも行為時事前届出が必要となります。この点、上記のとおりファンダが SPC の株式取得につき取得時事前届出を行っていないことを前提としますと、ファンダについて「取得時事前届出を経て株式(議決権)の 50%以上を保有している場合」に該当せず、上記の役員選任行為に係る行為時事前届出の免除要件を充足しないため、以後ファンダによる SPC 役員の選任につき行為時事前届出の免除を利用できず、逐一届出が必要になるという問題が生じることになります。

また、PE ファンドによる対象会社株式の買収後に、対象会社を SPC に吸収合併(いわゆる順合併)させることも比較的一般に行われています(なお、下記 5 のとおり、外国投資家が吸収分割により指定業種該当事業を直接

<sup>14</sup> ①外国投資家自ら又はその密接関係者(脚注[10]ご参照)をして、対象会社の役員(取締役又は監査役)に就任し又は就任させないこと、②指定業種に属する事業の譲渡・廃止(合併、会社分割、子会社株式の譲渡その他取引手法を問わず当該事業の譲渡又は廃止の結果をもたらすあらゆる場合を含みます。)を株主総会に自ら又は他の株主を通じて提案しないこと、及び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(同情報の開示の提案又は同情報管理に関する社内規則等の変更の提案をしないことを含みます。)をいいます(法 27 条の 2 第 1 項後段、「外国為替および外国貿易法第二十七条の二第一項の規定に基づき財務大臣およ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」2 条 1 乃至 3 号)。

<sup>15</sup> 本場面からは外れますが、非上場会社に係る取得時事前届出の免除制度の利用場面としては、例えば、外国投資家(投資ファンド等)が、コア業種に該当しないソフトウェア事業を営む上場前のベンチャー企業にマイナリティ出資するようなケースが想定されます。

<sup>16</sup> 外為法 26 条 2 項 5 号、同 27 条 1 項、直投令 2 条 11 項 1 号、同 3 条 1 項 12 号、直投命令 3 条 2 項 7 号

<sup>17</sup> 法 27 条 1 項、直投令 3 条 2 項 1 号柱書、同 2 条 1 項、直投命令第 3 条 3 項

承継する場合についても取得時事前届出の対象とされたため、かかる吸収合併についても、吸収合併存続会社となる SPCにおいて取得時事前届出が必要となります。)。その場合、上記のとおりファンドは存続会社である SPC の株式の取得については取得時事前届出を行っていないことが想定されます。その場合、以後ファンドが、対象会社の事業を承継した SPC に関して自らの密接関係者の役員への選任に係る議決権行使をする場合において、やはり行為時事前届出の免除を利用できないという問題が生じることになります。

## 5. 事業譲渡・組織再編を用いた指定業種該当事業の移転・承継

2019 年外為法改正前は、指定業種該当事業のカーブアウト取引において、①売主(国内会社)が新設の 100%子会社(受け皿会社)に会社分割等により対象事業を承継し、その上で買主(外国投資家)<sup>18</sup>が受け皿会社の株式を取得する場合には株式取得に係る事前届出が必要であったのに対し、②外国投資家が指定業種該当事業を直接吸収分割又は事業譲渡等により株式の移転を伴わない形式で取得する取引については、事前届出の対象とされていませんでした。

この点、2019 年外為法改正により、②外国投資家が事業譲受、吸収分割及び合併により指定業種該当事業を直接承継する場合についても取得時事前届出の対象とされた<sup>19</sup>ため、カーブアウト取引に係る手法の別による事前届出要否の差異はなくなりました。

---

<sup>18</sup> 典型的には、外国株主比率が 50%を超える国内会社や、外国事業会社の日本子会社が買主となって指定業種事業のカーブアウト取得を行う場合が想定されます。

<sup>19</sup> 外為法 26 条 2 項 8 号

- 
- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 飛岡 和明 ([kazuaki.tobioka@amt-law.com](mailto:kazuaki.tobioka@amt-law.com))  
弁護士 新城 友哉 ([tomoya.shinjo@amt-law.com](mailto:tomoya.shinjo@amt-law.com))  
弁護士 小玉 留衣 ([rui.kodama@amt-law.com](mailto:rui.kodama@amt-law.com))
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。