

第10回 貿易・投資等ワーキング・グループ 議事概要

1. 日時：平成26年3月18日（火）9:30～11:18
2. 場所：内閣府合同庁舎4号館4階共用第2特別会議室
3. 出席者：
（委員）大崎貞和（座長）、松村敏弘（座長代理）、安念潤司、長谷川幸洋
（専門委員）道垣内正人
（政府）稲田内閣府特命担当大臣（規制改革）
（説明者）日本証券業協会
（財務省）国際局調査課 阿部外国為替室長、山下課長補佐
（経済産業省）貿易経済協力局 貿易振興課国際投資室菅原課長補佐
（事務局）大川規制改革推進室次長、仁林企画官

4. 議題：

1. 外国為替及び外国貿易法の事前届出制度に係る規制改革要望について
 - ・日本証券業協会からの説明
 - ・財務省からの説明
 - ・質疑応答

5. 議事概要：

○大川次長 それでは、規制改革会議第10回貿易・投資等ワーキング・グループを開催させていただきたいと思っております。

皆様方には御多用中、御出席いただき誠にありがとうございます。

開会に当たりまして、稲田大臣から御挨拶をいただきたいと思っております。よろしくお願いたします。

○稲田大臣

お忙しいところ、委員の皆様方には御参加をいただきまして、ありがとうございます。

本日は、対内投資に関する規制改革として、大規模な資金調達を行う国内企業が海外の証券会社を利用した場合、外為法上の問題が生じ得ることについて議論を行っていただきます。

政府は、日本再興戦略において2020年に対内直接投資残高を現在の約2倍の35兆円を達成することを目標としており、外国投資家及び海外の証券会社から見て、より柔軟で簡素な投資ルールが求められていると思っております。

一方で、投資ルールには一定の安全保障上の考慮が必要であることも事実だと思っております。委員の皆様方におかれましては、国益に資するという観点で自由闊達な御議論

を今日も展開していただくことを御期待いたします。

私からは以上です。

○大川次長 どうもありがとうございました。

それでは、議事を進めさせていただきます。なお、本ワーキング・グループの議事概要は公開することとなっておりますので、よろしく願いいたします。

今後の進行は大崎座長をお願いいたしたく存じます。よろしく願いいたします。

○大崎座長 それでは、早速ですが議題1「外国為替及び外国貿易法の事前届出制度に係る規制改革要望について」に入らせていただきます。

この件につきましては、要望主体であります日本証券業協会より栗原会員本部会員部課長、モルガン・スタンレーMUFG証券から若松取締役資本市場統括本部長、岸資本市場統括本部株式資本市場部エグゼクティブディレクター、山下取締役コンプライアンス本部長、馬嶋法務・コンプライアンス本部エグゼクティブディレクターにお越しいただいております。

また、所管省であります財務省から阿部国際局調査課外国為替室長に御出席をいただいております。

それでは、日本証券業協会から御説明をお願いいたします。

○日本証券業協会 ただいま御紹介いただきました、日本証券業協会会員本部の栗原と申します。本日は貴重なお時間をいただきまして、誠にありがとうございます。

限られた説明時間でございますので、本協会の業務内容等につきましては、本日添付させていただいておりますパンフレットなどを御覧いただきまして、早速でございますが、今回の御説明させていただく御提案につきましては、モルガン・スタンレーMUFG証券様から御発案いただいたものでございますので、具体的には同社の御担当者様のほうから御説明いただくこととさせていただきたいと思っております。

本日はよろしく願いいたします。

○日本証券業協会 ありがとうございます。

モルガン・スタンレーMUFG証券の馬嶋でございます。よろしく願いいたします。

お手元の資料に沿いまして、説明を始めます。「外国為替及び外国為替法の事前届出制度に関する規制緩和要望」、グローバル・オファリングの促進に向けた提案ということで、今回、御説明をいたします。

グローバル・オファリングに関する規制緩和要望でございますので、まずグローバル・オファリングとは何かということにつきまして、概要をまず御説明いたします。

3ページ目、グローバル・オファリングとはというところですが、グローバル・オファリングの定義と本説明と対象ということで、国内会社が大規模な資金調達並びに国内会社の既存株主が保有株式の大規模な売却を行う場合等、国内外の市場で株式を同時に募集・売出しをすることがあります。これはグローバル・オファリングと言っております。

この資料では、グローバル・オファリングにおきまして、欧州及び米国を中心とする海外市場における投資家を対象とし、日本の証券会社の海外拠点または外国証券会社が引受け、販売されるものを想定しております。

グローバル・オファリングでは、取引の形態に応じて日本における法令に加え、当該市場における法令、開示規制及び慣習等に従って実務が行われます。

4 ページ目、御参考までに日本企業による株式の募集・売出し総額の推移というものをお付けしております。日本企業による株式の募集・売出しにおいて、海外の投資家、つまり外国投資家の果たす役割は大きく、グローバル・オファリングにおいては日本の証券会社の海外拠点または外国証券会社による株式の引受けが行われて、海外の投資家に販売されます。2008年以降の金額の推移はこういった形になっております。

5 ページ目、グローバル・オファリングにおきまして、どういった形で引受けが行われるかという簡単な説明になります。グローバル・オファリングでは通常複数の証券会社によるシンジケート団、私どもこれをシ団と言っておりますけれども、シンジケート団が株式を発行する会社または大株主から株式を一旦引受け、ただちに投資家に転売いたします。シ団は株式が募集・売出しされる国内及び海外市場で構成されます。

シ団が引受ける株式数の中では、そのシ団を組成する主幹事証券会社、主幹事と言っておりますが、その引受け分が通常最も大きくなっております。

このため、主幹事は株式の募集・売出し総額と全体の総額に占める引受け比率及び主幹事が既に引受け業務とは別にトレーディング勘定等で持っています株数とかがありますので、それを合算することになりますと、それによつては株式の保有比率が10パーセントを一瞬ですけれども、超える場合があります。

通常、複数の証券会社がシンジケート団を組んで引受けを行うことが多いですが、まれにシ団を組成せず、1社の証券会社が単独主幹事で引き受ける場合もございます。この場合には引受比率が1社に偏るため、株式保有比率が10パーセントを超える可能性がより高まってまいります。

ここまでがグローバル・オファリングの概要なのですが、これが外為法とどのようにかかわってくるかといいますと、次の6ページ、外為法の事前届出制度というものがあつて、外国為替及び外国貿易法の27条では、外国投資家が一定の事業を営む国内の上場会社の発行済株数の10パーセント以上を取得する場合には、事前届出をすべきであるという旨を規定しています。当該届出後30日間は不作為期間として、当該株式を取得できないということになってはいますが、通常30日というのは運用で2週間に短縮して下さっていると聞いております。

このグローバル・オファリングと事前届出義務との関係で、実務上、私どもは問題点が2つあると思っております。第1は、証券会社が行う株式の引受けなのですが、これはそもそも証券会社、シ団が一旦引受ける、つまり引き受けるというのは買い取

ることなのですが、買い取るという形になっているのですが、一時的な取得になります。これは証券会社が株を一旦買い取って引き受けて、投資家に転売するために行う業務ですので、一時的な取得に過ぎないにもかかわらず届出義務の対象から外れていないということがございます。引受け証券会社から株式を取得する外国投資家にも別途届出義務が課せられていることに鑑みると、引受けを行う外国証券会社にまで同じ事前届出義務を課すことが、投資家による取得に係る届出義務と重複しているのではないかと考えております。

今、申し上げたことを図にしたものが8ページにございます。証券会社による引受けのイメージという図になっておりますが、一番左に発行会社・売出人というものがございます。こちらから発行済み株式の30パーセントを募集または売出しということと投資家に販売するということになりますと、シ団でこの30パーセントを一旦買い取ります。この買い取る目的は当然転売するためのものがございます。シンジケート団の中で引受け比率というものがございまして、30パーセントですと例えば主幹事がこのうち半分を引き受けます。残りの2社で残った分を引き受けます。こういった形になります。

このシンジケート団は、外国人投資家に向けて引き受けたものを販売するのですが、ここでは投資家6社ありますけれども、実際にはもっと多くの投資家になっております。仮にこの数字を引受けたものを全部こういった形で転売するということになりますと、投資家ももともと自分で既に市場から買って保有しているものがありますので、それと合算してさらに引受けに応募することによって、自分の保有株数が10パーセントを超えることになれば、ここでこの投資家は自ら届出をする必要があるのですが、これに加えてその前に転売を前提とした買付けであるシ団の引受けに対しても、今、届出義務が適用されているということになっております。

この引受けが最終投資家に株が渡るまでの一通過点であるということを考えますと、実際には実質的な投資を行うところで届出義務が適用されているので、この部分はある意味規制が重複しているのではないかと思います。これが私どもの問題意識の1点目でございます。

9ページ目、もう一つ私どもが問題点ということで意識しておりますのが、スケジュール的な問題でございます。公募増資・売出しの公表はローンチをもって行われ、各証券会社の引受額が確定するのは、引受け契約調印時となっております。このスケジュールのほうは次のページで見ることができますが、このため引受け契約の調印後に事前届出を行ってから不作為期間が終了するまでは引受けが実行できない。仮に引受けの実行の時点で不作為期間が終了していない場合には、グローバル・オファリングの日程変更または取りやめ等が余儀なくされ、グローバル・オファリングは大規模な資金調達である場合が多いため、一旦公表した案件を中止または延期することは、発行会社の資金調達計画、既存株主の保有株式売却計画に支障を来すことがあります。

また、グローバル・オファリングに関する情報というものは公表してからこれが実施されないということに仮になりますと、株価にも影響するため、マーケット全体に大きな悪影響を与え得るのではないかと考えております。

今、申し上げたところの10ページ目の図でもう一度御説明しますと、引受けの株数が確定しますが、右側4分の1ぐらいのところにあります条件決定、引受け契約書調印、アロケーション決定、このところで正確な株数というものが確定いたします。仮に株数が確定したから届出を出すということが本来の届出だと思うのですが、ここから届出を出しますと、不作為期間が通常の運用でも2週間ということになるのかと思います。ただ、実際にはこのグローバル・オファリングの日程といいますのは、引受け契約を調印して配分先の決定をしてしまいますと、払込みが5営業日、6営業日先ということになっておりまして、非常にタイトなスケジュールかと思っております。ですので、このスケジュールという意味でも事前届出制というものは難しいのではないかと考えております。

11ページ目、先ほどの問題点2つに対する提案ということで御説明したい点がございまして。問題点①、引受けといいますのは最終投資家に株が渡るまでの通過点に過ぎないのではないかとこの点に関したのですが、証券会社が多数の投資家に転売することを目的として行う引受けについて、当該引受けが多数の外国投資家に公正に割り当てて販売を行うという趣旨に基づき、適正に行われる場合には事前届出の対象外としていただくことはどうかということでございまして。

「多数の外国投資家に公正に割り当てて販売を行うという趣旨に基づき適正に行われる場合」といいますのは、本邦または外国の関連法令等に基づいて、公正に株式の割当てを行うことをいいます。こうしたルールに従って引受けを行う場合、証券会社は発行会社の意図に反して引き受けた株式を意図的に投資家に販売しない。つまり、引受けのまま抱えてしまうということはまず起こらないのではないかと考えております。

買い取ります以上、売れ残りのリスクというものは排除できません。ただし、証券の売れ残り、募残と私どもは言うておりますけれども、このリスクについては10ページでいきますと、実際に条件を決定します前に「ブックビルディング」というプロセスがありまして、ここで投資家の需要をよく調査いたします。調査した上でどのぐらいの値段で売ればきちんと売れるかといった手順を踏んでおりますので、募集・売出額以上の需要がある場合に通常引受け契約が締結されるのが普通でございまして。したがって、募残が発生することは極めてまれでして、これまでも本当の売れ残りという意味での募残というものがあつたことは非常にまれかと思っております。あるとすれば、例えば事務ミスで非常に僅かな株数が残るといふことはあつたかもしれませんが、実質的な意味での売れ残りというものは極めて起こりにくいと考えております。

配分ルールに関しましては、英国及び日本の配分に関するガイドラインというものがございまして。英国の証券会社を引受け人とする場合には、同国の金融行為規制機構

が定めるガイドラインがあります。このガイドラインでは、引受け証券会社の行うべきこととして次の点が規定されています。つまり株式の販売プロセスに関する重要事項について、早い段階から発行会社と合意すべきこと。株式の販売プロセスに発行会社を積極的に参加させること。株式の販売結果に関する詳細情報を発行会社に開示すること。つまり発行会社としましては、多数の投資家に自分の発行する株を持ってもらいたいという意向がある以上、証券会社としては発行会社をこの配分のプロセスに関与させることによって、これに反して自ら引き受けたものを抱えてしまうということが起こりにくいのではないかとということです。

日本証券業協会の自主規制規則というものもございまして、ここでは主幹事である証券会社は引き受けた株券等の配分状況を遅滞なく発行会社に提供しなければならないとされています。つまり発行会社はどういうところに自分の株が発行されたかということを知ることになります。日本の発行会社のグローバル・オファリングにおいて、日本の証券会社とその海外関連会社による引受けをあっせんする場合には、日本の証券会社は海外拠点に対して同様の情報提供を要請することとされています。つまり、実際には海外において行われますグローバル・オファリングの引受けに関しては海外の証券会社が引受けを行うわけですが、もし発行体が日本の会社であり、日本の証券会社はその引受けのあっせんを行っている場合には、その日本の拠点から協会ルールに基づいて海外拠点である証券会社に対して、発行会社に同様の情報提供をなさいということをお願いできますので、日本の証券会社、つまり証券業協会の会員の海外拠点による引受けであれば、協会ルールの考え方が尊重されるものと考えております。

このところまでが引受けが一通過点ですので、この事前届出制度の対象外と考えていいのではないかとこのところでございます。

13 ページ、問題点②、つまりスケジュール上の不都合に対する提案でございます。前述の問題点①の提案が認められない場合でも、少なくとも国内の発行会社の資金調達に悪影響が出ないような枠組みを作っていただきたいというものがございます。例えば引受け案件に関しては引受け契約の調印による1社当たりの引受け額が確定したことをもって事前届出を出すこととするが、その不作為期間を通常の2週間ではなく、払込み日までに完了させるような運用、先ほどのスケジュールですと5営業日目、6営業日目ということがございますが、その前までに引受けであれば確実に手続が終わるような枠組みにしていだけないかということが提案内容でございます。

14 ページ目、最後にこれは事前届出制度の先ほどの2つの問題点と少し離れておりますけれども、その他の要望といたしまして、そもそも事前届出しなければならない業種、これが実は今、公にされていて分かるようなものが出ておりません。現行法では具体的にどの企業が事前届出制の対象となるのが、個別に例えば今回何々という会社の引受けが予定されているのですがというお話をするのかどうかあれですが、具体的に銘柄名を挙げまして、個別に事業所、所管省庁に問い合わせなければ、これが届

出の対象銘柄なのかどうかということが正確には分かりません。この運用は非常に分かりにくいと思っております、この点についても例えば該当する企業名を常時公表するなど、明確にしておくことが望ましいのではないかと考えております。

以上でございます。ありがとうございます。

○大崎座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの御要望に関する財務省のお考えを御説明いただけますでしょうか。

○財務省（阿部室長） 財務省国際局調査課外国為替室長の阿部でございます。よろしく願いいたします。

お手元の資料に従いまして、御説明したいと思います。

資料2でございますけれども、2ページ目「外為法に基づく対内直接投資制度の概要」でございますが、外為法は、対外取引の原則自由という基本的考え方に立ちつつ、経済協力開発機構、OECDでございますが、この資本移動自由化コード等の国際的な投資ルール の範囲内で、国の安全等の理由から一部の業種に限定いたしまして、対内直接投資等に対する規制、いわゆる審査付事前届出制度を導入しております。

なお、一部の業種以外の業種に対する対内直接投資等につきましては、事後報告で足りるという制度になっております。

具体的に申しますと、資料の①のところに記載いたしました国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、または公衆の安全の保護に支障を来すおそれのある業種。又は②に記載しました我が国経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼす恐れのある業種を指定しまして、外国投資家はその指定された業種に対して対内直接投資等を行う場合には、事前審査を行っております。

事前審査の結果、外国投資家による投資が我が国の安全等を脅かす可能性がある場合には、取引の変更・中止命令を行うこととされております。以上が制度の概要でございます。

続きまして、具体的な業種を申し上げますと、2ページの資料に一部の業種を記載しておりますけれども、①の四角の中に記載いたしました例えば「国の安全」に係る業種でございます。武器、航空機、原子力、宇宙開発に関連する製造業、軍事転用の蓋然性が高い汎用品の製造業等が掲げられております。「公の秩序」に係る業種の例といたしまして、電気業、ガス業、熱供給業、通信事業、放送事業、水道業、鉄道業、旅客運送業が挙げられております。「公衆の安全」に係る業種でございますが、生物学的製剤製造業、いわゆるワクチンの製造でございます。さらに、警備業が挙げられております。

②の四角のところでございますが、我が国の国内産業の保護という観点から、農林水産業、石油業、皮革・皮革製品製造業、航空運輸業、海運業という業種が例として挙げられております。

なお、事前届出対象業種及び事後報告で足りる業種の詳細につきましては、それぞれ告示により定めておりました、告示において日本標準産業分類に基づきます業種区分に従いまして列挙されております。

3 ページ目で具体的な事務処理手続の流れを御説明したいと思います。左側のほうから申し上げますと、外国投資家が事前届出対象業種に対しまして対内直接投資等を行う場合には、株式の取得を行おうとする日の前6カ月以内に届出書を提出していただくことになっております。そして、中段にあります審査基準に基づきまして審査を行う期間というのが、当該届出を受理した日から起算して30日間は投資ができない期間、これは審査期間と呼ばれておりますが、これが定められております。

しかしながら、事前届出に係る事業目的等の内容から、対内直接投資等が行われても審査基準に照らして問題がないものと考えられる場合には、この期間を短縮できることとなっております。これは中段の事前届出の四角の下に審査期間というものがございまして、原則として30日でございますが、問題がない場合は短縮可ということでございまして、通常2週間でございますが、21年度以降につきましては5営業日で審査を終了ということで対応しているところでございます。これが終了しまして問題がないということが審査で明らかにされた場合には、右側の方に問題なしということで取引開始ができるということになっております。

ちなみに、2012年度の事前届出に係る期間の短縮の例はどうかということをお申し上げますと、事前届出のあった件数は439件でございます。このうち414件は事前届出をした日の翌日から数えまして5営業日目には投資が可能になるように期間短縮を行っております。これは全体の概ね94パーセントが5営業日から取引ができたということになっております。

御提案の点につきましてお答え申し上げたいと思っておりますけれども、御提案でございますが、海外募集の公募増資案件において海外の証券会社が引き受けて海外投資家に販売する場合における海外の引受証券会社による株式の一時的な取得については、対内直接投資等に係る事前届出の対象外にしていただきたい。事前届出の対象外にできない場合には、取引に支障がないように審査期間のさらなる短縮をしていただきたいということと承知しております。

これにつきまして、株式の一時的な取得でございますが、これは当方で審査するときに目的等をきちんと審査するということが必要でございまして、株式の一時的な取得であっても事前届出の対象業種に対し投資が行われることに変わりはないこととございまして、審査基準に照らしまして、株式取得の目的等に問題がないかどうか慎重に審査を行うことが必要であると考えております。

続きまして、期間の短縮でございますけれども、対内直接投資等の事前届出の時期でございますが、私どもの説明不足かもしれませんが、必ずしも完全に条件が決定された後に事前届出をしなければならないということをお求めているものではございませ

ん。したがいまして、あらかじめ株式の取引を行おうとする日の前6カ月以内に行っていただくということが可能になっておりますので、確実に取得数量が決まる以前にある程度、最高何パーセントになる見込みですということがはっきりした段階で出していただければ、6カ月間という期間がございますので、なるべく余裕を持って出していただいた上で、私どもも審査を素早くいたしまして、対応するということが可能でございます。

したがいまして、この御提案の取引について、対内直接投資に係る事前届出の対象外とすることや、審査期間のさらなる短縮は難しいと考えておりますので、ひとつ御理解のほどよろしくお願ひしたいと思ひます。

以上、私からの御説明を終了いたします。ありがとうございました。

○大崎座長 ありがとうございます。

それでは、ただいまの件についての議論を行いたいと思ひます。委員の皆様、いかがでございましょう。

○道垣内専門委員 幾つか前提事実を確認させていただきたいのですけれども、先ほどの439件があった年、何年か聞きそびれましたが、このうち変更・中止勧告をした例は何件ぐらいあるのでしょうか。

○財務省（阿部室長） この件数でございますが、2012年度の件数でございますして、439件の事前届出がありました。そのうち、414件は5営業日目に投資が可能となるような処置をしております。2週間の審査期間がありましたのは22件でございます。30日以内が2件となっております。取り下げが1件でございます。

○道垣内専門委員 結論として、変更・中止勧告に至ったものはないということですね。

○財務省（阿部室長） ございません。

1980年以降、審査付事前届出になってからでございますけれども、1件だけ中止勧告をした例がございます。これは2008年でございますが、外資系ファンドによります電源開発株式会社（J-POWER）への投資です。これにつきましては公の秩序の維持を妨げるおそれがあるということで、これはニュース等でも報道されましたけれども、これ1件だけでございます。

○道垣内専門委員 実態は分かりました。

もう一つ、早目に届け出ることも可能だという点についてです。証券業協会の作成された資料の10ページのところですが、引受けする証券会社は契約のときにパーセンテージが確定するということですが、オーバーしそうだということが予測される段階で届け出るということも可能なのですか。それから、最終的に買う投資家もブックビルディングをする段階あるいはもう少し前に、もし買えればこうなりますみたいなことで事前届出することは可能なのでしょうか。

○日本証券業協会 今の御質問ですけれども、手続的に我々業者として発行会社様と

当該案件についてマニフェストといいますが、準備を進めるというお約束をいただいた段階で届け出ることには可能です。最大これぐらいの引受け株数になるということは、その時点で話し合えますので、その時点で届け出ることには可能です。

○道垣内専門委員 実際にそうしているのですか。それとも余りしていないのですか。

○日本証券業協会 ケース・バイ・ケースで、株数、調達金額、売出し株数がどの程度いくということは、結構ぎりぎりまで詰まらないケースもありますので、そういうケースは30日ですとか2週間に近づくようなタイミングということにならないと届け出づらいつい現状はございますけれども、それでも最大限の株数でということであれば、10ページの表で見ていただくと、オレンジ色のローンチというものが左側にありますけれども、これが案件公表というところですが、その前に2.5カ月ぐらいの準備期間がございまして、このタイミングで届け出ることには可能です。

○道垣内専門委員 情報が漏れてはまずいと思っておりますけれども、情報管理の上から余りそれはしていらつしやらないということですか。

○日本証券業協会 案件によってはしております。

○道垣内専門委員 どの業種がこの規制対象になるのか分かりづらいついのも、その段階で聞いておけば分かるわけですね。それはやっいていらつしやるのですか。

○日本証券業協会 どの業種がというのはQ&A等の中で、定款等で事業の目的として開示していないものであつても、当該事業を行つていればそれは届け出なさいということになっていまして、そうしますと、会社さんによつて、非常に多岐にわたつて事業をされている会社さんですと、なかなか告示されている内容の事業をされているかどうかということの判断がつきにくいところが実際にございまして、それも前広に問い合わせるということであれば、それは対応可能でございまして。

○道垣内専門委員 財務省として、当たるか当たらないかの審査は早目にして答えを出してあげることも可能なのでしょうか。

○財務省（阿部室長） 所管省庁に前広に問い合わせていただきたいと思つてます。また、取引に支障がないように早目に出てきたものについても同じように審査して、例えば問題がなければ5営業日目からできるということで、取得しようとする日の前6カ月以内ですから、その後6カ月有効でございまして、その間で対応していただければ問題ないと思つております。

○道垣内専門委員 手続コストですが、どれくらい面倒なことで金銭に置き直すと事前届出というのはどれくらいかかるものなのでしょうか。

○日本証券業協会 金銭的なところということになりますと、発行会社さんの事業内容を我々の審査の過程で詳細に審査させていただいて、これは場合によつては該当するかもしれないということを一担当者が財務省さんなり経済産業省さんなり日本銀行なりを通して確認するということになりますので、そのコストということではそんなに大きなものには当たらないと思つてます。

○大崎座長 他にいかがでしょう。

安念委員、どうぞ。

○安念委員 今は、引き受ける証券会社も、証券会社さんから見れば客先、主として機関投資家も、その両方に規制がかかっている。そうすると、結局最終的には客先が10パーセントを超えればその客先だって規制がかかるのだから、それだけでいいではないかというお考えですね。

ところが、考えてみると、個別の機関投資家も果たして規制の対象となるような株式というか銘柄であるのかどうかを知らなくてはならない。そしてそれは、海外の投資家などがすぐに分かるものではないとすると、売り出すところの証券会社から情報をもらわなくてはならないのではないかと素人目には見えるのです。そうだとすると、証券会社さんとしての手間は結局同じことになりませんかと思ってしまうのですが、そうでもないものですか。

○大崎座長 今の点は各投資家が届け出る義務があるかどうかは各投資家が確認すべきものですね。

○安念委員 もちろんそうなのだけれども、当然大口の客に売るわけだから、単純に我々個人が証券会社の店頭に行って1,000株下さいという話ではないので、そういう情報提供のサービス込みでお売りになるのかと思ったものですから伺ったわけです。

○日本証券業協会 その点につきましては、当該案件に参加する前にどれぐらいのポジションを保有されているかどうか我々は知り得ないので、そういう意味では割と投資家の判断に任せているという状況です。

○安念委員 お買いになる投資家の自己責任でやると。そうだとすると、一番川上のところでどうしても押さえておかななくてはならないということはないのではないかと証券業協会さんの御言い分もそれなりに分かる。つまり、証券会社にとっては引き受けた株は倉庫の中の在庫と同じことで、どうせすぐに売り出すのです、とおっしゃるわけですね。そんなところを捉えてもしようがない。結局、本当にホールドするつもりのある人こそがどういう意図を持っているかが大切なことから、そこを抑えればいいでしょう、というのはそれなりに理屈があるような気がするのですけれども、財務省さんとしてはそれではいけませんか。

○財務省（山下補佐） 御指摘はおっしゃるとおりだと思うのですけれども、そこが一時的に取得するということを含めて審査するということが手続として必要だと考えております。すなわち、枠組みとして何か一定の枠組み、そこから外れればペナルティーが科されるという枠組みの中で、そこに入れば外すということは考え得るのですけれども、今回の場合、証券会社さんが一時的に取得するといってもそれは何の目的でというのはこちらからは分からないわけですから、そこを含めて御相談いただいて届出をしていただくということだと思っております。

○大崎座長 私、この分野は自分の専門分野なのであえて今まで発言を控えていたの

ですけれども、余りにもそういうことをおっしゃると許し難いと思います。

何のために外国為替法上の事前届出制を行っておられるのかという本旨に立ち返って真面目に考えていただきたいのです。形式論理的にこれが有価証券の取得に該当する、だから審査するのだという全く何の目的もないような審査をすることは嫌がらせでしかないわけです。しかも、証券会社による引受け行為というのは、海外で行われているものであったとしても、例えば日本の金融商品取引法に言う有価証券の募集または売出しの引受けということに該当する海外法令上の行為ということできちんと定義もできるわけです。引受け行為であれば、これは一時的に取得してその後分売する目的であるということから引受けに含意されているわけですから、目的が分からないということを使うのはあり得ない話なわけです。

ですから、そういう理由で審査をするというのは本当に嫌がらせでしかないし、日本企業の資金調達を妨害していることになるし、本当にいけないと思います。

実は、日本の公募、いわゆる募集・売出しは国内の投資家に販売される比率が異常に高い。しかも、国内の機関投資家が余り積極的に購入しないので、個人投資家に販売される比率が異常に高いという非常に大きな構造的問題があるのです。これだけ外国人の持ち株比率が上がって30パーセントぐらいになろうとしているにもかかわらず、グローバル・オファリングがあまり積極的に行われていない理由の一端はこういう外為法の取扱いにもあるわけです。ですから、市場をまともにしていくには、財務省として全く意味のない審査をすることは是非やめていただきたいと私は思うのです。

変に詳しいだけに余計なことを申しましたが、真面目に考えて欲しいのです。これを審査しても何の意味もないですから。

○安念委員 こう言うのはなんだけれども、私は座長と違って素人だから直感で言っているだけですが、言うなれば商社が倉庫業者にインスタントラーメンの段ボールを積んでいる。何のために倉庫を置いてあるのか。それは誰が考えても転売するでしょう。社員に食わせるためかもしれないから審査する、と言っているのと私は変わらないような気がするのです。

○大崎座長 いかがでしょう。

長谷川さん、どうぞ。

○長谷川委員 私も全く素人なのでお聞きしますけれども、財務省さんの資料の2ページ目で、なぜこういう規制をやっているのか。国の安全を損ない公の秩序維持を妨げ公衆の安全の保護、それから我が国固有の事情という4点ですが、この4点はいずれも証券会社さんが国の安全を損ない公の秩序の維持云々かんぬんを乱すということになるのでしょうか。なるという場合もあり得ると考えているのか、そこをちょっとお聞きしたい。

○財務省（山下補佐） これにつきましては、届出の対象が、「外国投資家が取得する」ということですから。

○大崎座長 それは分かるのです。逆に形式論理として該当することは明らかなのです。また、証券会社が長期に保有する目的で取得する場合には、国の安全を損なわないという保障はないと私は思います。だけれども、そうではなくて、引受け行為の一環として取得することがどうして国の安全を損なったり公の秩序の維持を妨げたり経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼすのか全く理解できないし、むしろそんなことを審査することが経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼしていると思います。

こういうものは正直本当によくないと思うのですけれども、いろんな規制があってもちゃんと目的があって、目的どおり実行されているものも多々あるのですが、真摯に担当の方が取り組んでおられて、ただちょっと理解が錯綜しているためになかなかいろんな改革要望どおりには対応できないということは他には多々あって、それはある意味利害調整が必要だと思うのですけれども、これは単に形式論理を振りかざして意味のない規制をしているという非常に悪い例だと思います。この件について金融庁は何と言っているのですか。財務省にどなり込む気はないのですか。

○経済産業省（菅原補佐） 経済産業省の菅原と申します。お世話になっております。

私ども、実際に審査をさせていただいている立場で申し上げますと、当然本法の規制の目的に沿って外国投資家、いわゆる本件でも実際に日本企業の株を取得しようとする外国投資家というカテゴリーで当然外国投資家も審査をしておりますと同時に、逆に外資を結果的に受け入れる形となる日本企業、いわゆる発行会社に対して外資が入ることがどうなのだという観点でも我々は審査しております。

○大崎座長 それは当たり前ですけれども、ここで問題になっているのは証券会社が一時的に取得する行為がなぜ外国からの投資に該当するのかという問題です。末端で最終的に取得する人が10パーセント以上取得しようとしていて審査されるのは当たり前だし、それはTCIのケースみたいに問題がある場合は中止勧告を出すのは当然のことだと思うのです。それにけちつけている人は誰もいないわけです。

事前届出制度がおかしいとも言っていないし、ただ、証券会社による引受け行為というものは事前届出の対象に該当しないのではないかという話だと思うのですけれども、どうしてそれが該当すると経済産業省はお考えなのですか。

○経済産業省（菅原補佐） 審査の中で日本企業にその辺が当然ながら外資も含めて募集行為をしているということの観点も含め審査しているというのが現状でございます。

○長谷川委員 もう一点、私、素人だから確認したいのだけれども、証券会社が国の安全を損ない公の秩序の維持を妨げまたは公衆の安全の保護を犯す場合があり得ることもあるとまず考えていらっしゃるのかどうか。

○経済産業省（菅原補佐） 正直、そこは日本の証券会社も当然含めてあるとは一般的に思っておりません。ただし、例えばですけれども、我が国の例えば事前の届出対象となっている武器製造業への届出があれば、防衛産業のサプライチェーンの全体を

見て審査をしております。

○大崎座長 それは当たり前です。

○長谷川委員 それは最終取得者でしょう。私の質問は、仲介に入る証券会社が国の安全を損なうのかということです。

○大崎座長 それと問題になっているのは10パーセント以上を保有することではないですか。だから、最終投資家が10パーセント以上保有する場合に事前届出で審査を受けるのは当たり前の話だし、おっしゃるようなケースで重大な国家安全保障上の問題が引き起こすからやめさせる。これに対して異論を唱えている人は少なくともここに座っている中には1人もいないと思うのです。証券会社の引受け契約に基づく一時的取得がなぜ国家安全保障にかかわるのかということを知りたいのです。それは説明できないでしょう。昔からやっているからというだけではないですか。

○経済産業省(菅原補佐) 直近では平成19年改正で改正時に色々検討しております。

○大崎座長 昔は、引受けは適用除外だったのですか。

○経済産業省(菅原補佐) 海外公募については、さようでございます。

○大崎座長 何で適用対象にしたのですか。それは本当ですか。

○安念委員 今の点は立法史上非常に重要ですね。普通の感覚からすれば、引受けと投資というのは全然違いますね。平成19年以前の法律がどうだったか知らないけれども、どうなのですか。皆さん別の業界から転業してこられた方で御存じないですか。

○大崎座長 それは初耳なのです。財務省はそう理解しているのですか。

○財務省(阿部室長) 平成19年に武器等の安全保障上の産業に係る技術の流出等の観点でそこを規制しようという対応が一部であったのです。それに対する改正のときに、あわせて対内直接投資のルールについても一部見直しまして、いわゆる海外発行のものについては海外発行が多くされてきているという状況に鑑みて、それ以前はいわゆる資産運用というだけで海外でやられているケースが多いので、そこは自由だったのですけれども、平成19年に改正するとき海外の投資家もかなり多く株式を取得する機会が増えてきているということで、そこについても事前届出が必要になるように改めたということでございます。

○大崎座長 それは全然違う話のような気がするのですけれども、要するに海外投資家が海外で取得する場合は規制対象になったということをおっしゃっているのですか。

○財務省(山下補佐) そうです。

○大崎座長 それは妥当な改正だと思うのですけれども、再三申し上げているのは、証券会社の一時的な引受け契約に基づく取得は投資家による投資ではないのではないかという言葉の問題をお聞きしているのです。それは投資家による投資だと経済産業省は真剣にお考えなのですか。

○安念委員 そう考えているとしないとおかしいわけでしょう。

座長、今の立法史を一度さらってみて、ひょっとして以前は引受けは何かの事前的

な届出その他の規制の対象でもなかったものが、規制の対象にそのとき取り込まれたのではないか。そうかどうかは知らないが、もしそうだとしたら、その合理性がどこにあるのか、ひとつ研究してみる価値がありはしませんか。

○財務省（山下補佐） 引受けという理由で対象外になっていたということはございません。もともと対象ではなかった海外で募集しているものを、海外発行が増えてきた事情に鑑みて規制の対象に加えたものです。

○安念委員 分かりました。丸ごとアンブロックに加えたということですね。

そうなると、今、おっしゃるようになってなぜそれが投資なのか。恐らく考えられる理由がもしあるとすれば、情報の一番川上のところでつかんでおきたいということぐらいしか、あえて理由づけるとすればそれくらいしかない。

○松村座長代理 理由があるとすれば、今はこういうルールだからそういうことはないけれども、ある種の脱法行為というか、引受けという名前にして売れ残ったと違ってずっと長く持っているということになったら困るのではないかという御心配なのではないかと思いました。

逆に言えば、そういうことがないということがはっきりすれば別に問題ないという理解でいいのですか。

○財務省（山下補佐） おっしゃるとおりだと思います。ただ、脱法行為という理由だけでこれを維持しているとは考えておりませんが、先ほども申し上げましたが、ある種の枠組みの中でこの範囲に入りますということが確定できるものであれば、それは検討の余地はあると思っています。

○大崎座長 ですから、それは確定できるではないですか。金融商品取引法上の定義がきちんとあるわけですし、日本の金融庁の監督も受けているわけですし、そんな脱法行為などをやったら行政処分すればいいわけです。ですから、例えば投資家というふうに読まないものを日本の証券業協会会員とその関係会社に限るとかというふうにすることはテクニカルにも十分可能だし、どこかにわけの分からぬ怪しい国の怪しい証券会社と称するものが引受けと称することをやっているみたいなことは、捕まえることは十分可能なのではないですか。そういう工夫を是非やっていただかないと、日本の資本市場の発展を邪魔していると思えないです。

○道垣内専門委員 法律の枠内で何とかするのではないかと最初は思っていたのですが、法律に手をつけることもあり得るとすれば、比較法的な資料をいただいているのですが、アメリカとかイギリスは事後でもけしからんと言えるという仕組みがあるようです。日本にはこの事後審査制度はないので、事前で丁寧に見て、時間がかかるのではないのでしょうか。もし一部例外的にでも事後に審査できるという制度を導入することをどうお考えでしょうか。ただ、事後審査制度は結構大変な話だと思うのですが、どうやってアメリカやイギリスはやっているのか思うのですが、取引が終わった後、もしかするとさらに転売されているかもしれないものを巻き戻せと命令することにな

ることがあり得るわけですが、うまくいっているのでしょうか。事前規制を少し緩和するかわりに、事後規制を導入するという方向は、証券会社としてはそれでもいいのか、オプションとしてあり得るのかどうか。両方に伺いたいのです。

財務省としては、あり得るオプションでしょうか。

○財務省（阿部室長） 現状では考えてはおりません。ドイツ、フランスの例を見ますと同じように事前届出ということで運用されていると承知しております。それから、委員がおっしゃったように米国は事後的に介入ということと承知しております。一般的に事後介入については、取引の安定性、透明性の観点から問題点があると思いますが、今は外為法のルールといいますと、現状ではこのルールについて問題があるとか、そういう意見等も特に承知していないところでございまして、ある程度透明性が確保されている最小限のルールということでできていると承知しております。

○道垣内専門委員 事前規制にすると丁寧に審査せざるを得なくて、そんなに簡単には緩められませんということになりますね。「外国投資家」という文言の括弧書きで何とかを除くみたいには書けませんということですね。

○大崎座長 それは本当に真剣に緩められないと思っておられますか。そういうことを安易に言うてはいけないお立場だから言うておられるだけではないですか。本当に日本の証券会社と関係している証券会社による引受け契約に基づく取得だけを外すということが、どういう実害があるのか全く誰も理解できないと思うのです。ただ単にそんなことを安易に言えないとおっしゃっているだけだと思うので、これは物すごく悪い意味の官僚主義的応答だと私は思います。

事後規制はよくないのです。アメリカのエクソン・フロリオ条項は非常に問題がありますので、日本でも絶対にやるべきではないと私個人的にも思いますし、やって欲しいと知っている人はまずいないです。

事後規制といっても、当然事後にやられたら大変なことになるので、みんなここはあやしそうだということは事前に相談しますし、ドバイのケースとかアメリカでは大きな問題になったケースとかいろいろ実例もございます。

○安念委員 座長のおっしゃるのは、日証協の会員会社の平たく言えば海外現法が引き受けるという典型的な、そういう事例については事前届出もへったくれもないだろうとおっしゃるわけでしょう。全く同感なのだけれども。

○道垣内専門委員 少し差別的な規定にするということですか。外資の外国の証券会社は駄目で、日本の証券会社であればよいという規定をするのですか。

○大崎座長 海外現法ということはテクニカルに書けると思うのですけれども、親会社も含むということではよろしいのではないですか。例えばモルガン・スタンレーMUFGさんだと親会社がアメリカにあたりするわけです。あるいは兄弟会社も含むとすればいいわけで、それはテクニカルに書き込めると思います。ちょっとあり得ない想定ですけれども、全く日本と関係のない証券会社がどこか怪しい国の免許を受けていて、

引受けと称してそういうことをやるという場合は取り締まるべきなのではないですか。
○道垣内専門委員 きょうは条文を具体的に提案されていないですが、「外国投資家」という文言から特定の者は除くときれいに書いて、しかもどこから見ても問題ないような規定振りができ、それが財務省としても受け容れ可能であれば、定義のところで問題は解決されますね。座長は書けるはずだということですね。

○大崎座長 書けるとは思いますけれどもね。

○長谷川委員 別な論点でお伺いしたいのだけれども、財務省資料の2ページの下から4行目の②、我が国固有の事情により経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼすかどうかというのは政策の判断だと思うのだけれども、OECDコードに違反といったら言い過ぎなのかもしれないが、かもしれないようなことを政策として続けるという意味がどこにあるのですか。

○財務省(阿部室長) OECDコードにおきましては原則自由という方針に従いまして、各国が自由化義務を負う。ただし、その発展段階といいますか、国内産業の保護といいますか、そういう目的であれば自由化の例外措置といたしまして、各国が留保できるという規定がございます。そこに我が国としましては留保している業種がこの農林水産業、石油業とか皮革ということで、留保して対内直接投資について審査しているという現状でございます。

○長谷川委員 農林水産とか皮革とかは非常にセンシティブな業種であることは十分理解できるのだが、しかし、投資をするかしないかというところの手續にかかわる部分ですね。ですから、そういう手續のところでは何か例えばざり言って関税を維持するかしないかというのは、最終的に入るか入らないかというものにかかわるけれども、手續のところでは何かそういうことをいまだにやるというのは、透明さに欠けるように私は思うのですけれども、いかがですか。

○財務省(阿部室長) 正に委員のおっしゃるとおりでございますが、これは外為法以外の他法令、国内の各業法により、基本的には内外無差別ということが望ましいのだらうと思います。例えば日本の中にある企業が買収するとかというケースもありますので、内外無差別で資本の構成を規制できるような観点から、業法で規定されることが透明性に繋がると思うのですけれども、これとは別に外為法という形で規制している業種があるという状況でございます。

○大崎座長 航空運輸業は業法に規制がありますね。

○財務省(山下補佐) ございます。

○大崎座長 よろしいですか。

○長谷川委員 これはざり別途関税とかというところで、要するにそれ自体が政策課題としてすごく大きな議論になっているわけで、そのところで議論するなら分かるのだけれども、そうではなくてこういう対内投資のところの手續論みたいなどころでもこういうものを残しているというのは私も初めて知ったのだけれども、これはど

うですか。政策として裏口で邪魔しているみたいな感じが私は非常にして。

○大崎座長 そこは非常に大きな議論ですね。他の国もいろいろ個別産業の外国人の投資規制には事前・事後いろいろですけれども設けているので、そこはもちろん議論のあるところだと思います。

○長谷川委員 つまり大臣が最初におっしゃったではないですか。政策の大きな目的として日本は対内直接投資を増やそうということがまずあるわけです。それから、我々の規制改革会議でも農業は重大テーマと思っているわけです。これから例えば海外における農林水産業にかかわる投資などはどんどんふやしてもらいたいという大きな政策目的を掲げているわけです。そういう観点から議論すれば、こういうものも外すことは議論できないのかというのが私のお伺いしたい点でございます。

○大崎座長そこはいかがですか。

○財務省（阿部室長） 個々の業種については所管省庁の行政の判断ということになるかと思っておりますので、きちんとそこは所管省庁の法律でどこまで規制をどのようにするとか、それは考えられる事項ではないかと思っております。

○長谷川委員 ということは、大きな政策課題として所管省庁なり政府の方針が農林水産業などについて、これからこういうふうに門戸を開いていくのであるという大方針さえ決まれば、このところは十分見直すことはあり得ると考えていいですか。

○財務省（山下補佐）そこは農林水産省さんが農林水産業に関してはそういうことになると思いますが、事業を所管する省庁の方針としてそうなれば、見直すということも検討の1つになるかと思っております。

○長谷川委員 分かりました。

もう一点、今度はすごく細かい話なのですが、不作為期間の2週間とか5日とか30日とかという話ですが、発行会社さんから見るとマネーが本当に入ってくるのかどうかということで、すごく大事な問題だと思うのだけれども、事前にこの案件についてはほぼ間違いなく5営業日ぐらいで終わりますよということは分かるものなのではないでしょうか。伝えることができるようなものなのではないでしょうか。やってみなくては分からないという話なのですか。

○財務省（山下補佐）公表しているものがあるのですけれども、今、手持ちで持っていないのですけれども、パッシブインベストメントと100パーセント新規で設立するグリーンフィールド投資と言われているもの、それと有効期限が6カ月なので、いつでも買えるように定期的な届出を出しているロールオーバーと言われているもの。この3つは基本的によほど問題がない限り5営業日で審査をするということで公表しております。

○長谷川委員 同じ質問を証券会社さんにお聞きしたいのですが、そこら辺の情報が事前に分からないことによって、取引上非常に支障が生じるという例はあるのでしょうか。

○日本証券業協会 今、御説明があったようなパッシブインベストメントですとか、そういったところ、あとグリーンフィールド、ロールオーバーについては、確かにこういった形の Q&A ということで手元にございますけれども、ただ、我々が引受け行為を行ってというような案件がこの例外事項に当たるかどうかということは、我々サイドでは直接的には分かりませんので、これは逐次御相談してという形の対応になると思います。

○財務省（山下補佐） 制度の見直しの話とは別に、手続面で経済活動に支障のないようにという観点で申し上げると、事前に相談をいただくという形で問題のない形にするということは十分可能だと思っております。

○大崎座長 ただ、先ほど6カ月ということまでおっしゃるので私は非常にびっくりしたのですけれども、マーケットというものを理解しておられるのか。6カ月前から引受けをこのぐらいするというのが御相談できるというのは、よほどのんきな証券会社で、そんなことはまともに考えたらあり得ないです。無責任な相談だったらできると思いますよ。ここにやっつけにいろいろ思うのですけれどもどうですかみたいな。しかし、真面目に持ち株比率が15%になってしまいます、20%になってしまいますということをきちんとお届けできるのは何日か前というのが現実的、それがマーケットというものだと思います。

ぼちぼち時間があれるので、いろいろ失礼なことを申し上げましたが、是非財務省、経済産業省で前向きに、しかも合目的的な規制をするという観点から考えていただきたいと切に思います。

よろしいでしょうか。

○日本証券業協会 すみません。1つだけ追加でお願いしたいのですけれども、1番目の通過点であるというところの議論は時間がかかる議論だと思いますので、2番目の事前届出ということである程度上限を定めれば、それで届出をフォーマルに出せるということ、例えば日銀のQ&Aがございますので、そこである程度明確に書いておいていただいたほうが実務としてやりやすいので、それは是非早急にお願いできればと思います。

以上でございます。

○大崎座長 それでは、皆さん、どうもありがとうございました。本日の議論はここまでということにしたいと思います。どうもありがとうございました。