



RIETI Discussion Paper Series 15-J-059

国有企業・政府系ファンドに対する諸国の外資規制 —開放性と安全保障の両立をいかにして図るか—

伊藤 一頼
北海道大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

国有企業・政府系ファンドに対する諸国の外資規制
—開放性と安全保障の両立をいかにして図るか—*

伊藤一頼（北海道大学）**

要 旨

2000年代以降、国有企業や政府系ファンドによる外国投資が活発化し、世界の資本市場における存在感を急速に高めている。それに伴い、こうした政府系企業による投資が、ホスト国の国益や安全保障を損なう恐れが指摘されるようになった。諸国の外資規制法令は、国家安全保障上の脅威に対する審査体制を強化し、とりわけ政府系企業による投資に対しては加重的な審査を課す国が増加している。しかし、一般に外国投資はホスト国に経済成長や雇用創出をもたらす要因であり、特に短期的収益に必ずしも左右されない政府系企業からの投資は歓迎すべき面もある。しかるに、諸国の外資規制法令は、安全保障上の脅威の認定において恣意的ないし保護主義的な判断に陥る可能性を含んでおり、外国投資の不必要な萎縮につながる恐れがある。安全保障面からの審査の余地を残しつつ、いかにそれを適切に限界づけ、自由な投資環境を確保するかが課題である。そのためには、透明性・無差別性・説明責任などの主要な行政原則を外資規制の場面にも取り入れ、政府系企業にも公法上の適正な処遇を与えることが必要である。本稿では、戦略的分野の防衛と外国投資の促進の間のバランスという観点から、諸国の外資規制法令を分析・評価し、望ましい制度設計のあり方を考察する。また、外資規制における不当な処分などに対して、外国投資家が投資保護協定を援用して国際仲裁法廷に提訴する可能性もある。それゆえ、諸国の外資規制措置は、国内法令のみならず、投資保護協定との整合性を意識しながら実施される必要がある。

キーワード：国有企業、政府系ファンド、外資規制、透明性、投資保護協定

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

*本稿は〔独〕経済産業研究所「現代国際通商・投資システムの総合的研究（第Ⅱ期）」プロジェクト（代表:川瀬剛志ファカルティフェロー）の成果の一環である。

** 北海道大学大学院公共政策学連携研究部准教授: itok@juris.hokudai.ac.jp

1. はじめに

外国投資の受け入れが経済発展と雇用創出の重要な源泉であることは、いまや先進国・発展途上国を問わず広く共有されている認識であり、資本移動の自由化は諸国の経済政策の基本的な方向性である。1980年代以降、投資自由化が世界的に進められてきたことで、国際投資の規模は急速な拡大を遂げており、そうした投資をどれだけ自国に呼び込めるかが、経済成長の水準を左右する要因の一つになっている。しかし同時に、国の安全保障や国民生活の安定の観点から、国内資本による所有・支配を守るべき産業部門もあると考えられており（防衛、情報通信、資源・エネルギー、輸送、インフラストラクチャーなど）、各国とも外国投資に対して規制を行う余地を何らかの形で維持している。言い換えれば、外国投資の誘致と規律、経済の活性化と社会秩序の安定とを両立させるために、いかなる範囲や強度で外資規制を課すべきかが、今日における基本的な政策課題となっているのである。

加えて、近年ではいわゆる新興国を中心に、国有企業が強力な経済上の地位と競争力を持つようになり、かかる国有企業は外国投資を通じて原材料の安定確保や先端技術の獲得、ブランド力の強化などを積極的に図っている。また、巨額の政府資産を運用して外国投資を行う政府系ファンドも産油国や新興国でとりわけ活発に設立されており、国際資本市場において際立った存在感を示すようになった。こうした国家の資金力及び影響力を背景とする国有企業・政府系ファンドの投資に対し、それを受け入れることによる利点と問題点をどのように捉え、外資規制の制度設計においていかにそれを反映させるべきであろうか。これは近年、国際レベル及び各国レベルにおいて継続的に議論され、各種の規範や指針が形成されつつあるテーマである。

日本にとっては、まず外国投資の受け手として、現在の外資規制の法制度が、投資の誘致促進と社会公益の保護を両立しうる構造になっているか、とりわけ、国有企業や政府系ファンドに対する規律の枠組みは不十分であったり過剰であったりしないかにつき、入念に検討する必要がある。また、日本からの対外投資に関しては、他国の外資規制が不必要に厳しければ、日本企業の海外展開を円滑に進められず潜在的な収益機会を失うため、他国の法制度を常に点検し、必要に応じて改善を働きかけていくことが重要である。また、日本にも広義の国有企業は存在し、それが外国投資を行うケースもあるため¹、他国が国有企業の投資に対して過度に制限的な規制を設けていれば、日本も不利益を被ることになる。したがって、国有企業・政府系ファンドの投資に対する妥当な規制レベルと、それを反映

¹ 例えば、政府が100%出資する日本郵政の傘下の日本郵便は、豪州の物流大手トール・ホールディングスを6200億円で買収する投資を2015年に行った（日本経済新聞2015年8月24日朝刊1面）。もっとも、日本政府は2015年11月、日本郵政の発行済株式の11%を市場に売却して同社を東京証券取引所第一部に上場させており、将来的には民有民営企業への転換も視野に入る。なお、OECDの統計によれば、日本には2012年時点で26の国有企業が存在している。OECD Dataset on the Size and Sectoral Composition of National State-Owned Enterprise Sectors (2012), www.oecd.org/daf/ca/soemarket.htm

した制度設計について、従来の国際的な実践や知見を踏まえつつ日本としての見解を固め、そこから大きく逸脱した規制を課す国があれば対話を通じて是正を促していくべきである。

このような問題意識に基づき、以下では、まず国有企業・政府系ファンドによる投資の概要とそれがもたらしうる利点や懸念を整理する（2 節）。次に、主要国の外資規制の枠組みを略述し、特に国有企業・政府系ファンドといった外国政府が支配する主体による投資を、諸国がどのように扱っているかについて確認する（3 節）。そして、こうした比較法的分析を踏まえたうえで、一般に諸国の外資規制が取り入れるべき基本原理や制度設計を明らかにする（4 節）。最後に、国際投資の促進及び保護の手段として急速に活用が進んでいる投資協定・投資仲裁の仕組みにつき、外資規制における処分の不当性を争うために投資家がこれを利用しうるか検討する（5 節）。

2. 国有企業及び政府系ファンドによる投資の概要

(1) 定義及び特徴

(a) 国有企業（state-owned enterprise; SOE）

OECD が 2005 年に作成した国有企業のコーポレート・ガバナンス指針では、国有企業とは、政府による完全な又は過半数の保有、もしくは過半数に満たなくとも重要な保有を通じて当該企業に重大な支配を及ぼすものと定義される²。国有企業の存在形態は各国の制度に応じて千差万別であり、過半数に満たない保有でも政府が支配を及ぼすことがありうるため、こうした広い定義が必要となる。後述のように、各国の外資規制法令も、審査対象となる国有企業の定義として、必ずしも政府による過半数の議決権の保有を条件とはせず、広く政府の支配が及ぶ企業を対象とするものが多い。

国有企業による外国投資の動向としては、特に中国政府が 1999 年から推進する対外投資拡大戦略である「走出去」政策の影響が顕著である。同政策は、人民元の増価圧力を低減させるといったマクロ経済上の目的も持つが、個々の企業レベルでは、資源安定確保、先端技術獲得、ブランド力強化などが主目的であり、特に国有企業がそうした戦略的活動の中心を担っている。中国商務部の発表によれば、2013 年末時点における中国企業の対外直接投資ストック 5434 億ドルのうち 55.2%が国有企業によるものである³。

² OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2005, p.11. さらに、2015 年に改訂された同ガイドラインでは、「国内法により会社として認められる企業体であって、国家が所有を行使するもの」という一層広い定義がなされている。OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition, p.15.

³ また、2013 年における中国企業の対外直接投資フロー 927 億ドルのうち 43.9%が国有企業によるものである。

<http://english.mofcom.gov.cn/article/newsrelease/significantnews/201409/20140900727958.shtml>

(b) 政府系ファンド (sovereign wealth fund; SWF)

政府系ファンドに関する確立した定義はないものの、IMF が主導して作成した「サンチャゴ原則」(詳しくは後述)の中で、政府系ファンドは次のように記述されている。「政府系ファンドとは、一般政府により保有される特別目的の投資ファンドないし投資アレンジメントである。政府系ファンドは、マクロ経済上の目的のために一般政府により創設され、財務上の目的を達成するために資産を保持または管理し、外国の金融資産に投資することも含めた一連の投資戦略を用いる。政府系ファンドは、一般に、経常黒字、公的な外貨資産、民営化による収入、財政黒字、一次産品の輸出による収益、などにより創設される」。

ここに見られる政府系ファンドの特徴は、(i)政府保有であること(ただし政府の財務当局や中央銀行が保有する通常の資産は除く)、(ii)外国金融資産に対する投資を行うこと(融資機関や、国内投資専門の組織は除かれる)、(iii)政府の外貨準備資産、天然資源輸出益、民営化収入などを原資としていること(個人からの積立金を運用する年金ファンドは政府の保有資産ではないため除かれる)、といった点にある。

なお、政府が所有・支配を握るという点では、政府系ファンドも国有企業の一様であるが、通常の国有企業と異なり特定の分野での事業活動を行うわけではない。一方、通常の国有企業も、みずからの保有資産を外国投資に向けることがあるが、投資専門機関ではないこうした投資主体は政府系ファンドとは呼ばない。このように、国有企業と政府系ファンドは差し当たり概念的に区別されるが、以下本稿で進める議論は概ね両者に共通して妥当するものである。

政府系ファンドは1950年代からクウェートなどの湾岸諸国を中心に設立されており、現在では合計で80件に達しようとしている。特に、2005年から2012年にかけて30件以上が設立され、2000年以降に設立されたものだけで過半数を占めるようになった⁴。政府系ファンドが運用する資産は、1990年の5千億ドルから、2015年には7兆2千億ドルにまで膨らんでいる。IMFの予想によれば、2020年に20兆ドルになる見込みである⁵。

天然資源売却益と外貨準備を政府系ファンドの原資とできる国は、もっぱらアラブ産油国、非アラブ産油国(ノルウェー・ロシア)、東アジア新興国(中国・香港・シンガポール)に限られており、有力な政府系ファンドもこれらの国に偏って存在している。次に見るような政府系ファンド脅威論は、こうした先進国と必ずしも行動原理を同じくしない国々が持つファンドであることから生じている面がある。

(2) 国有企業・政府系ファンドの投資に対する期待と懸念

⁴ 世界の政府系ファンドの運用資産額ランキングとして、次のウェブサイトを参照。

<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

⁵ 資本市場の機関投資家のカテゴリとしては、年金ファンド・保険ファンド・ミューチュアルファンドが資産規模20兆~30兆ドルであり、政府系ファンドはそれに続く。プライベートエクイティファンドやヘッジファンドは各2兆ドル前後である。

国有企業や政府系ファンドは、民間の投資家とは異なり、市場での出資者に対する説明責任などを意識する必要性が薄いため、リスクの高い案件にも独自の判断で積極的に投資することができる。実際、リーマン・ショック後の世界金融危機において、資本市場の流動性が著しく低下した際、危機に瀕した先進諸国の投資銀行などに出資を行い破綻から救ったのは中国等の政府系ファンドであった。

また、例えば資源・エネルギー分野における事業活動には、巨額かつ長期的に安定した投資が必要とされるが、企業や投資銀行といった通常の民間投資家は、四半期ごとの業績評価にさらされ、短期的な収益を意識せざるを得ないため、こうした長期の開発投資を必ずしも大胆に行うことができない。しかし、国有企業や政府系ファンドはそうした巨額かつリスク志向的な投資も可能であることから、資金調達に苦労しがちなこれらの分野においても、その資金力に大きな期待が集まっている⁶。

しかし他方で、こうした国有企業・政府系ファンドの投資に対しては、ある種の懸念も指摘されている。つまり、国有企業・政府系ファンドが、商業的な収益とは無関係に、本国の政策の一端を担う道具として利用されるのではないかと、という見方である。具体的な問題類型としては、雇用や研究開発拠点の国外流出、戦略的な重要性の高い分野（エネルギーなど）における外国への依存度の上昇、鉱物や不動産などの希少な天然資源の囲い込み、産業上の知的財産権の流出や営業秘密の漏洩、などが挙げられる。特に、政府系ファンドは従来、米国債などの債券を中心に投資していたが、2006年頃から株式にも大規模に投資するようになったことで、戦略的に重要な企業の支配を握られることに対する不安感がますます高まっている。

もっとも、政府系ファンドの投資のおよそ4分の3は現在でもポートフォリオ投資であり、企業の支配の取得を目的とした直接投資はそれほど多くはない⁷。よって、地政学上の脅威になるような買収は、全体から見れば割合は極めて小さい。ただ、数は少ないとはいえ、地政学上・安全保障上の重要分野において、企業の支配を取得するような国有企業・政府系ファンドの投資は、やはりある程度は存在し、各国はそこに関しては一定の規制の余地を残したいと考えている。

しかしながら、金融危機以降、国有企業・政府系ファンドの投資は、資本市場の流動性

⁶ 実際、政府系ファンドの投資先は、こうした資源・エネルギー、インフラ分野が多く、全体の3~4割を占めるとみられる。実証的データによれば、民間投資家に比べて国有企業・政府系ファンドは、いわゆる戦略的分野に投資をより集中させており、戦略的分野における総資本ストックは国有企業・政府系ファンドの方が多いとされる。Miroudot, S. and Ragoussis, A., "Actors in the international investment scenario: objectives, performance and advantages of affiliates of state-owned enterprises and sovereign wealth funds," in Echandi, R. and Sauve, P. (eds), *Prospects in International Investment Law and Policy*, Cambridge University Press, 2013, p.65.

⁷ ポートフォリオ投資と直接投資がどこで分かれるかは一概には言えない。株主が分散していれば、5%程度の持分でも役員を指名できる場合がある。IMFやUNCTAD、及び各国の外資規制法令などでは、一応10%を直接投資の基準としている。

不足を救うものとして歓迎されていることも事実である。一般的に外国からの対内投資は雇用創出と経済成長の原動力である。したがって、国有企業や政府系ファンドの投資を全面的に排除するという選択肢はどの国にとっても存在しない。

こうした状況に鑑みれば、国有企業・政府系ファンドに対する外資規制のあり方を考察するためには、次のようなアプローチが不可欠になる。つまり、現在の各国の外資規制の状況について、一方では、国有企業・政府系ファンドに対する戦略的分野の防衛策という観点から見て十分かどうかを検討しつつ、もう一方では、かかる外資規制が不必要に過剰であったり濫用を招くような制度になっていないかという観点からも分析・評価することである。

本稿ではこうした問題意識の下、各国の外資規制の現状を明らかにするとともに、それが外国投資の誘致・促進と戦略的分野の防衛を適切に両立させるものになっているかを考察していくこととしたい。

なお、外資規制の背景をなす政策的関心としては、安全保障や社会秩序維持に加えて、企業間の公正な競争条件の確保がありうる。例えば、国有企業は本国政府から様々な形で財政上の支援を受けている可能性があり、内外の民間企業との競争において不当な優位性を持つことがあるため、国有企業の競争中立性をいかに確保するかが重要な争点となっている⁸。それゆえ、そうした国有企業が企業買収により他国の市場に参入しようとする場合、競争条件の歪曲を防止する観点から、ホスト国政府は当該投資に対して各種の規制を行うことがありうる。実際に、例えば中国における外資規制の多くは独占禁止法の適用という形をとって行われており、こうした競争法上の取り締りも現代の外資規制の重要な側面をなしている。ただ、国家安全保障に基づく外資規制が一般に財務官庁や特別に設置された機関によって担われるのに対し、競争法上の規制は通常の独占禁止案件と同様に競争当局によって担われ、審査の焦点も公正な競争条件の確保という点に絞られる⁹。このように、両者の規制方式は必ずしも同列に捉えることはできないため、本稿ではもっぱら国家安全保障に基づく外資規制を検討の対象とし、競争法上の外資規制については他稿に譲ることとしたい¹⁰。

(3) 政府系ファンドの活動に関する国際的なガイドライン

⁸ この問題については、川島富士雄「オーストラリアにおける競争中立性規律—TPP 国有企業規律交渉への示唆—」(独)経済産業研究所ディスカッション・ペーパー15-J-026 (2015年) 参照。

⁹ ただし、後述する英国のように、独立した外資規制法令を設けず全て競争法の枠組みで対処する例もある。また、独立した外資規制法令が存在する場合であっても、カナダ・豪州・フランスのように、その判断基準が国家安全保障に限られず、「公益」や「国益」といった包括的概念に置かれている場合には、安全保障上の観点に加えて競争政策上の観点も考慮されることがありうる。

¹⁰ 例えば、川島富士雄「中国独占禁止法の運用動向—「外資たたき」及び「産業政策の道具」批判について—」(独)経済産業研究所ディスカッション・ペーパー15-J-042 (2015年) 参照。

各国レベルの外資規制の検討に入る前に、政府系ファンドの活動に縛りをかけるような、国際的な取決めが存在するかを見ておきたい¹¹。この点に関しては、IMFの主導の下で、23カ国の財務省と主要な政府系ファンドの代表からなる国際作業部会が2008年に組織され、ここで政府系ファンドのグッドプラクティスを整理したうえで、同年9月のチリ・サンチャゴでの会合において24項目からなる諸原則をとりまとめた（Generally Accepted Principles and Practices; GAPP）¹²。これは一般にサンチャゴ原則と呼ばれる。

サンチャゴ原則は、民間の投資機関の行動に関する既存の様々なベストプラクティスコードと同じく、コーポレート・ガバナンス、透明性、説明責任、リスク管理などに重点を置いている。ガバナンスに関する原則は、OECDの国有企業コーポレート・ガバナンス指針を多くの面で踏襲し、運営の独立性を推奨している。また、投資先企業に対する議決権行使の一般的な方針を事前に公表しておくことも重要だとされる。そして、最も注目すべき点は、政府系ファンドの活動が商業的な「収益の最大化」をめざすべきだとして、政治的な動機に基づく投資を批判的に捉えていることである。

このサンチャゴ原則は、あくまでも自発的な遵守を期待する勧告的な指針であるが、必ずしも意味がないわけではない。同原則が公開された2008年以降、政府系ファンドは、透明性に対する意識をしだいに強めるようになってきている¹³。また、後述のように、サンチャゴ原則を遵守する姿勢を見せていれば、投資先の国の外資規制審査でも、より懸念を抱かれずにすみ、保護主義的な規制に直面しにくいというメリットもある。実際、シンガポールの政府系ファンドであるテマセックなどは、企業規模、資金源、企業統治構造、資産ミックス、投資の地理的配分、投資戦略などを公開することで遵守の姿勢を見せている。また、政府からの独立性を強調し、収益最大化を目的とした投資を行っているとアピールする。また、アブダビ投資庁などは、外部の民間投資マネージャーに資金の運用を委ねることで独立性・商業性の確保を図っている。

しかし、サンチャゴ原則が勧告的な指針にとどまる以上、政府系ファンドや各国政府に対して拘束力を有するものではないため、常に同原則が遵守されるとは限らない。それゆえ、以下に見るように、各国は外国投資の審査制度等を通じてみずから戦略的部門の防衛

¹¹ 政府系ファンドをめぐる国際レベル及び各国レベルの法的枠組みに関しては、日本では中谷教授による一連の研究がある。See, e.g., Nakatani, K., "Sovereign wealth funds: Problems of international law between possessing and recipient States," *International Review of Law*, 2015.swf.7, pp.1-25; 中谷和弘「政府系ファンドと国際法」秋月弘子・中谷和弘・西海真樹編『人類の道しるべとしての国際法（横田洋三先生古稀記念論文集）』（国際書院、2011年）623-654頁；中谷和弘「政府系企業、政府系ファンド(SWF)と国際法」同『ロースクール国際法読本』（信山社、2013年）116-127頁。

¹² The International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices (Santiago Principles)*, Oct 2008.

¹³ サンチャゴ原則の遵守促進を目的として設置された「政府系ファンド国際フォーラム(IFSWF)」のケーススタディーによれば、多くの政府系ファンドが、年次報告書を通じた財務状況等の公表や、戦略的なポートフォリオ構築による収益最大化など、サンチャゴ原則に適合する行動を示すようになってきている。International Forum of Sovereign Wealth Funds, *Santiago Principles: 15 Case Studies*, Nov 2014, pp.19-22.

を図らざるを得ないのである。

3. 個別国家による外資規制の現状

(1) 米国

(a) 外国投資に対する審査体制の概要

米国では、1975年の行政命令11858により、外国からの投資に関する問題を扱う機関として、対米外国投資委員会（The Committee on Foreign Investment in the United States; CFIUS）が設立された。CFIUSは外国投資に関連する様々な省庁の代表からなる横断的な組織である¹⁴。CFIUSの当初の任務は、外国投資に関するデータの収集や分析に限られていたが、日本企業による米国企業の買収の増加などを背景として、1988年に国防生産法（Defense Production Act）にエクソン・フロリオ修正条項が加えられ、CFIUSには外国投資の審査と規制に関する広範な権限が付与されることになった。

同法によれば、次の2つの要件を満たす外国投資は、CFIUSによる審査の対象となる。すなわち、(i)既存の米国企業の「支配(control)」を取得する外国投資であって、(ii)それが米国の「国家安全保障(national security)」に影響を及ぼしうる場合である。

(i)に言う「支配」とは、従来から、「企業に影響する重大な事項を決定または支持する権限」を持つことと定義されてきたが、後述の2007年外国投資国家安全保障法の下で改正されたCFIUS規則は、これを明確化し、支配とは原則として10%以上の持分を取得する場合であると定めた（ただし10%未満でも企業の重要事項に関する支配能力を得る場合は例外）。したがって、10%未満の持分の取得であって企業の支配を構成しないパッシブ投資や、外国企業がみずから新たな企業を設立するグリーンフィールド投資は、CFIUSの審査対象とならない。

一方、(ii)の「国家安全保障」の概念には明確に定義が与えられておらず、国防生産法の中で、CFIUSが判断の際に考慮しうる要素が例示列挙されるにとどまる。しかも、この考慮要素はかなり多岐にわたって挙げられており、「国防上の必要を満たす国内産業の能力、人的資源、産品、技術、資材その他の供給と役務の利用可能性」や、「国家安全保障の分野における米国の国際的な技術上のリーダーシップに与える潜在的な影響」、「テロ支援国家やミサイル・生物化学兵器の拡散に関する関心国に対する軍事品や軍事技術の売却が与える影響」といった国防・軍事面に関わる要素がまず列挙される。それに加えて、後述のよ

¹⁴ 現在のCFIUSは、財務省、司法省、国防総省、国家安全保障省、エネルギー省、国務省、商務省、通商代表部、科学技術政策局の長から構成され、財務長官が委員長を務める。また、議決権は持たないものの、国家情報長官と労働長官も委員会審議に加わる。さらに、行政管理予算局長、経済諮問委員会委員長、経済政策担当補佐官、国家安全保障担当補佐官、国土安全保障担当補佐官がオブザーバーとして参加する。

うに、2007年の法改正以降、さらに幅広い考慮要素が追加されることになる。

上記2つの要件を満たす投資案件については、投資家側からの申告によって、もしくはCFIUSの職権によって審査が開始される。審査は最大で3段階あり、①当初30日間の審査(review)、②そこで安全保障上の懸念が払拭されなければ、さらに45日間の調査(investigation)、③最終的に大統領の判断を仰ぐ必要がある場合には、大統領は15日間で当該投資につき禁止、中断、条件付き承認、無条件での承認、などの決定を行う。

なお、2006年に、米国内の6つの港湾ターミナルを運営するイギリス企業を、ドバイ・ポート・ワールド社(ドバイ首長国が所有)が買収する案件について、CFIUSが許可する方針を示したことに議会から懸念が噴出した。これを契機として、2007年に、エクソン・フロリオ条項を改正する外国投資国家安全保障法(The Foreign Investment and National Security Act; FINSA)が議会を通過した。これは、外資審査における議会の関与を強化するとともに、国家安全保障の射程をより広く捉えようとするものである。

具体的には、議会上院が同意を与えた者がCFIUSの審査に加わり¹⁵、その認証を得ることがCFIUS決定の条件となった。また、CFIUSは議会に対して年次報告書を提出し、各案件の審査後に議会に対するブリーフィングを行うことも定められた¹⁶。審査の射程に関しては、国家安全保障の概念に「国土安全保障(homeland security)」が含まれることを明確化し、それに合わせてCFIUSの審査における「考慮事項」(前述)が拡張されて、例えば「当該取引が米国の重要なインフラストラクチャー(主要なエネルギー資産を含む)や重要な技術に及ぼす影響」や「米国のエネルギー及び他の不可欠の資源に対する長期需要予測」などのエネルギー安全保障に関わる項目が追加された。さらに、CFIUSには国家情報長官(Director of National Intelligence)がメンバーとして加わり(議決権は持たない)、各投資案件が国家安全保障に及ぼしうる脅威についての「徹底した分析」を提供することとされた。

(b) 外国投資審査の実態

CFIUSが議会に提出した年次報告書によれば、2009年から2013年の期間における外国投資審査の状況は次の表のようになる。

年	申告された案件	第1段階審査中に 取下げられた案件	第2段階調査に 進んだ案件	第2段階調査中に 取下げられた案件	大統領に よる決定
2009	65	5	25	2	0
2010	93	6	35	6	0

¹⁵ 人選は、財務省と、当該案件に最も密接な関係を有すると財務省が判断した省庁(主務官庁: lead agency)が行う。

¹⁶ なお、CFIUSの審査過程に関する文書は、情報公開法の適用対象から外されているため、個々の投資案件に対する審査の経緯について詳しい情報を得ることは困難である。

2011	111	1	40	5	0
2012	114	2	45	20	1
2013	97	3	48	5	0
計	480	17	193	38	1

(出典：Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, Feb 2015, p.3)

この統計から分かるように、近年ではCFIUSに対して年間で100件前後の外国投資案件が審査のために申告されている。そして、そのうち4割程度の案件が第2段階の調査に進んでいる。また、CFIUSの審査の過程で投資家がみずから当該案件を取り下げたケースが、全体のうち約11%あり、特に第2段階調査まで進んだ案件では、約20%が自発的な取下げを行っている。

第3段階の大統領決定に回付される事案は極めて少ない。これは、大統領決定に委ねられるような安全保障上の懸念の大きい事案は、CFIUSがそうした感触を示すことで、上述のように投資家側がみずから取り下げるケースが多いことが一つの理由である。また、審査の過程において、各投資案件の安全保障上の懸念を除去するための様々な約束事をCFIUSと投資家の間で取り決め、それを遵守することを条件に投資が許可されるケースも多い。2011年から2013年の間にそうした取決めは27件(全体の約8%)なされている¹⁷。こうした取決めの内容としては、例えば次のようなものがある¹⁸。

- ・ある種の技術や情報に関し、許可された者のみがアクセスできるようにすること。
- ・米政府が承認した安全保障担当者を置くことや、安全保障ポリシー、年次報告、独立した会計監査など、全ての要請された行動を遵守するために、企業内に安全保障委員会等の仕組みを設けること。
- ・米政府との契約や、米政府の顧客情報、その他のセンシティブ情報を管理するための指針及び手続を設けること。
- ・ある種の製品や役務の取扱いを米国民のみに行わせること、及びある種の活動や生産が米国内で行われるようにすること。
- ・何らかの脆弱性や安全保障上の事象を感知したときは米政府に通報すること。
- ・ある種の企業決定に関して、米政府が審査を行い、安全保障上の懸念が認められる場合にはそれに反対する権限を与えること。

日本企業関連では、例えば2013年のソフトバンクによる米通信大手スプリント社の買収において、CFIUSとの間で、①両社から独立した安全保障担当者をスプリントの取締役と

¹⁷ Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, Feb 2015, p.21.

¹⁸ *Ibid.*

し、米政府との連絡窓口にすること、②プリントにネットワーク機器・サービスを提供する事業者を審査・承認する権限を米政府に与えること、などが取り決められた¹⁹。こうした取決めを企業側が遵守しているか否かの監督は、米財務省が当該案件の主務官庁として指定した省庁が行い、少なくとも四半期ごとにCFIUSに対して報告がなされる²⁰。

以上のような第2段階調査のプロセスを経ても安全保障上の懸念が払拭されず、大統領の決定に回付されて投資が不許可となったケースは過去2件ある。1件目は1990年の決定であり、中国宇宙航空技術輸出入公司（CATIC）が、ボーイング社に部品を供給する米企業MAMCO社を買収したことで、CATICがボーイング社に影響力を持ち、米政府の国防関連のプロジェクトにも関与を強めるのではないかと懸念されたため、投資の引揚げが命じられた事案である。2件目は、2012年に、中国の機械メーカーであるSany Group（三一集団）の役員2名が共同所有するデラウェア州法人Ralls社が、オレゴン州の風力発電企業4社を買収した案件に関し、風力発電設備の建設が行われている地区の近隣には米海軍施設があり米国の国家安全保障を損なう恐れがあるとして、14日以内に建設物を解体し90日以内に投資を引き上げるよう命じた事案である²¹。本決定に対し、Ralls社は連邦裁判所に訴訟を提起している。本訴訟の概要については後述する。

次に、CFIUSの外国投資審査の対象案件を産業部門別に分類してみると、次の表のようになる。

年	製造業	金融、情報、サービス	採掘、公共設備、建設	卸売、小売、輸送	計
2009	21 (32%)	22 (34%)	19 (29%)	3 (5%)	65
2010	36 (39%)	35 (38%)	13 (14%)	9 (10%)	93
2011	49 (44%)	38 (34%)	16 (14%)	8 (7%)	111
2012	45 (39%)	38 (33%)	23 (20%)	8 (7%)	114
2013	35 (36%)	32 (33%)	20 (21%)	10 (10%)	97
計	186 (39%)	165 (34%)	91 (19%)	38 (8%)	480

（出典：Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, Feb 2015, p.4）

このうち、製造業部門では、コンピュータ・電子製品、機械製品、金属製品、輸送設備などの分野が上位を占めている。金融、情報、サービスの部門では、専門的・科学的・技術的サービス、レンタル・リース、電気通信、人材派遣などの分野が上位である。採掘、公共設備、建設の部門では、発電・送電、石油・ガス採掘、その他鉱物の採掘といった分

¹⁹ 日本経済新聞 2015年7月6日朝刊15面。

²⁰ Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, Feb 2015, p.21.

²¹ Order Regarding Acquisition of Four U.S. Wind Farm Project Companies by Ralls Corporation, 77 Fed. Reg. 60, 281 (Oct 3, 2012).

野が上位を占める。卸売、小売、輸送の部門では、輸送関連業務の分野が過半数を占めている。

最後に、CFIUS の審査対象となった投資案件を、投資家の国籍別に分類すると、2011 年から 2013 年の期間における上位 10 カ国は、中国 (54 件)、英国 (49 件)、日本 (34 件)、カナダ (34 件)、フランス (29 件)、オランダ (14 件)、ドイツ (11 件)、イスラエル (11 件)、スウェーデン (10 件)、スイス (9 件) となる²²。1 位の中国だけで全体の案件の 17% を占めており、2~4 位の英国・日本・カナダを含めると全体の 54% を占めることになる。

(c) 外国政府支配の投資家に対する特別な規律

以上の審査制度は、全ての外国投資に対して適用されるものであるが、投資主体が国有企業や政府系ファンドである場合には、特別な規律が追加される。1992 年に、フランス国営のトムソン社による LTV ミサイルビジネスの買収や、台湾の部分的国有企業であるエアロスペース社によるマクドネル・ダグラスの買収といった案件が問題になり、1993 年の法改正において、外国政府の支配する主体によって米国企業の支配が取得される場合には、自動的に CFIUS による第 2 段階調査の対象になることとした²³。前述のように、通常であれば、外国投資は、(i)米国企業の支配を取得し、(ii)それが米国の国家安全保障に影響を及ぼしうる場合に CFIUS の審査対象となるのであるが、外国政府支配の主体による投資に関しては、(i)の要素のみで審査対象となるのであり、(ii)の「国家安全保障に影響を及ぼしうる」という要素は当然に推定される形となっている。また 2007 年 FINSIA では、CFIUS による審査の際の考慮要素として、「当該投資の主体が外国政府支配であるかどうか」が追加された。このように、国有企業や政府系ファンドといった外国政府支配の主体による投資に対しては、安全保障上の脅威を構成する可能性が高いというある種の推定のもと、通常の民間の外国投資と比較して加重された審査体制がとられているのである。

(2) カナダ

1985 年に制定されたカナダ投資法 (The Investment Canada Act) は、カナダ企業の支配を取得する一定基準額以上の外国投資につき、申告を義務づける。基準額は、毎年変動し、また、投資家の本国が WTO 加盟国であるか否か、文化産業に属する企業に対する投資であるか、などによっても異なる²⁴。かかる申告を承認するのは産業大臣であり、45 日以内に、当該投資がカナダにとって「純利益(net benefit)」があることを条件として承認する。ここでは、カナダ人の雇用に与える影響、カナダの部品の使用、イノベーションへの効果、競争

²² Committee on Foreign Investment in the United States, *Annual Report to Congress*, Feb 2015, p.17.

²³ ただし、財務省と主務官庁が、当該取引は国家安全保障を損なう恐れがないと決定する場合には、外国政府支配の主体による投資であっても例外的に調査の対象としないことができる。

²⁴ 基準額は、http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/eng/h_1k00050.html で確認できる。

への影響、カナダの産業・経済・文化との両立性などが考慮される。2009年に、カナダの宇宙・衛星事業に関与する情報システム企業である MacDonalD Dettwiler and Associates (MDA)社を米国企業が買収しようとした際、産業大臣は、MDA社が持つ宇宙・衛星技術にアクセスできなくなる恐れがあるとして不許可の決定を行った。これがカナダ投資法において net benefit を根拠として投資が不許可とされた最初の事例である²⁵。

さらに同じ2009年に、カナダ投資法は、基準額に関係なく、国家安全保障(national security)を理由として外国投資を拒否できるよう改正された。国家安全保障に基づく審査は、産業大臣が、公安大臣との協議のうえで、当該投資案件が安全保障上の脅威を含むと判断する場合に実施される。このように、カナダでは、もっぱら経済的な観点から外国投資の可否を判断する net benefit 審査と、国防上の観点から判断を行う国家安全保障審査とが並存していることが特徴である。なお、net benefit がないという理由で投資を許可しない場合には理由説明書が必要とされるが、国家安全保障を根拠として投資を拒否する場合には理由説明書が必要とされない。

外国政府支配の主体による投資に関しては、カナダにおいても加重的な審査体制がとられている²⁶。2013年に改正されたカナダ投資法によれば、通常の民間の投資の場合、net benefit 審査の対象となる基準額は企業価値ベースで6億カナダドル（今後10億カナダドルに引き上げ予定）であるのに対し、国有企業による投資は²⁷、現存資産価値ベースで3億5400万カナダドルから審査対象となる²⁸。国有企業の投資に対する審査の方針としては、当該国有企業の企業統治のあり方と商業的性向の観点から、カナダにとっての net benefit の有無が審査される。企業統治に関しては、カナダの一般的な企業統治基準が適用され、透明性と情報公開に関する姿勢、独立した取締役と監査委員の導入、株主の平等な取扱い、などが考慮される。また、取得されたカナダ企業が行動の商業性を維持できるか否かの判断基準として、操業におけるカナダ国民の参加の可否、進行中のイノベーションや研究開発に対するサポートの程度、取得された企業が国際的に競争力を維持するために必要な資本投入

²⁵ また2010年には、豪州の鉱物資源企業 BHP ビリトンが肥料製造者の Potash を買収しようとしたが、産業大臣は、取引内容が変更されない限り承認しないと述べ、BHP ビリトンは買収を取りやめた。Cf. Heinemann, A., "Government control of cross-border M&A: Legitimate regulation or protectionism?" *Journal of International Economic Law*, vol.15(3), 2012, p.848.

²⁶ この点に関しては、cf. Shima, Y., "The policy landscape for international investment by government-controlled investors: A fact finding survey," OECD Working Papers on International Investment, 2015/01, pp.20-21; Henderson, G.E., "The regulation of foreign direct investment by state-owned enterprises in Canada," Asian Institute of International Financial Law Working Paper No. 14, June 2013, pp.1-20.

²⁷ カナダ投資法における国有企業(state-owned enterprise)の定義は、(a)外国国家の政府（連邦・国・地方を問わない）及びそれら政府の機関、(b)上記(a)に言う政府またはその機関によって直接または間接に支配され若しくは影響を受ける主体、(c)上記(a)に言う政府またはその機関の指示の下で行動する、若しくはその直接または間接の影響の下で行動する個人、である。

²⁸ この国有企業による投資に関する基準額は2014年のものであり、この基準額は前年のカナダの名目 GDP の変化を反映して毎年調整される。

の適切な水準、といった要素が検討される²⁹。なお、2012年にカナダ政府が発表した「外国の国有企業による投資に関する声明」によれば、カナダのオイルサンド事業に関する外国国有企業の支配の取得は、ごく例外的にしか net benefit の存在は認定されない³⁰。

(3) 豪州

豪州では、外国買収法 (Foreign Acquisition and Takeover Act of 1975) により、一定の基準額を超える豪州企業への外国投資に関しては³¹、外国投資審査評議会 (FIRB) に投資計画を申告することが求められる。FIRB は当該投資計画について分析を行ってその結果を財務省に提出し、同省が投資受入れの可否を決定する。受入れの可否の判断基準は、豪州の「国益(national interest)」に資するか否かであり、そこでは国家安全保障や豪州経済への影響といった政治的・経済的な要素が総合的に勘案される³²。

なお、外国政府が支配する主体による投資に関しては、豪州も加重的な審査体制をとる³³。つまり、「外国政府系投資家(foreign government investor)」³⁴が、既存の豪州企業に直接投資³⁵をする場合、またはみずから新規事業を立ち上げる場合には、投資額にかかわらず、事前の申告と許可の取得が必要となる。豪州政府は、外国政府支配の主体により投資がなされる場合には、国家安全保障を十分に確保するために、特に次のような事項が考慮されるべ

²⁹ Cf. Safarian, A.E., “The Canadian policy response to sovereign direct investment,” in Sauvant, K.P., Sachs, L.E. and Schmit Jongbloed, W.P.F. (eds), *Sovereign Investment*, Oxford University Press, 2012, p.444.

³⁰ Statement Regarding Investment by Foreign State-Owned Enterprises (Dec 7, 2012), see <http://www.ic.gc.ca/eic/site/ica-lic.nsf/eng/lk81147.html>

³¹ 基準額は毎年1月1日に決定される。基準額は以下のウェブサイトで確認できる。

http://www.firb.gov.au/content/monetary_thresholds/monetary_thresholds.asp

なお、日本も含め、豪州と経済連携協定等を締結している国からの外国投資に関しては、センシティブ部門を除いて、基準額が約4倍に引き上げられている。

³² 2013年には、米国企業 Archer Daniels Midland が豪州の穀物企業を買収しようとした事案が、国益に反するとして拒否された例がある。Cf. Slawotsky, J., “Incipient activism of Sovereign Wealth Funds and the need to update United States securities laws,” *International Review of Law*, 2015, p.7.

³³ この点に関しては、cf. Shima, “The policy landscape for international investment by government-controlled investors,” *op.cit.*, p.19; Golding, G., “Australia’s Experience with Foreign Direct Investment by State Controlled Entities: A Move Towards Xenophobia or Greater Openness?” *Seattle University Law Review*, vol.37, 2014, pp.533-580.

³⁴ 外国政府系投資家とは、(i)外国政府の政治機関、(ii)単独の外国国家の政府機関が直接または間接に15%以上の持分を保有する主体、(iii)複数の外国国家の政府機関が直接または間接に総計で40%以上の持分を保有する主体、(iv)その他の方法により外国政府の支配を受けている（若しくはその可能性がある）主体、を指す。(ii)(iii)は定量的な「所有」に着目する基準であるのに対し、(iv)は定性的な「支配」に着目する基準である。

³⁵ 直接投資とは、原則として、対象企業の10%以上の持分を取得する投資をいう。ただし、10%未満の持分を取得する投資であっても、対象企業に対して戦略的な利害関係(strategic stake)を構築したり、対象企業に対して影響力や支配を行使しうる場合には直接投資となりうる。とりわけ、以下の場合には必ず直接投資とみなされる。(i)優遇的、特別、ないし拒否権を含むような議決権を取得する場合、(ii)取締役や資産運用担当者を指名しうる場合、(iii)融資契約ないしオフテイク契約を含む場合、(iv)対象企業との間に戦略的または長期的な関係を構築するような場合。

きであるとする³⁶。

- ・投資主体の経営が本国政府からどの程度独立性を持っているか
- ・投資家がビジネス行動に関する法や共通基準にどの程度従っているか
- ・当該取引が市場競争を阻害するリスク
- ・豪州政府の歳入及びその他の政策もしくは戦略的・安全保障上の利益を保護する能力に対し投資家が与える影響の度合い
- ・豪州企業の経営・指揮ならびに豪州経済への貢献に対して及ぼしうる影響

また、2015年6月に財務大臣が発表した「豪州の外国投資受入政策」では、外国政府系投資家による投資が豪州の国益と対立する懸念を緩和しうる要素として、当該投資家に外部の提携者または株主がいること、独立した所有者の割合、投資のガバナンスの仕組み、非商業的な取引から豪州の利益を守るための継続的な仕組み、投資対象企業が豪州証券取引所または他の主要な証券取引所で上場される（若しくは上場を継続する）こと、などを挙げている³⁷。

(4) ロシア

ロシアは2008年に、「ロシアの国防及び国家安全保障に関する戦略的重要性を有する事業体に対する外国投資に関する手続」（戦略投資法）を制定し、あらかじめ特定された42の戦略的分野においてロシア企業の持分の50%以上を得ようとする外国投資は、外国投資管理委員会の許可を得なければならないとした。戦略的分野とは、核物質、暗号、軍備、航空、メディア、通信、地質調査、資源採掘、その他の政府指定の独占分野、といった産業部門を指す。

なお、外国政府支配の主体による投資は、民間投資家の基準の半分（＝戦略的分野においてロシア企業の25%以上の持分取得を行う場合）から審査対象となる³⁸。また、ある種の天然資源部門を取得する外国投資に関しては、5%の持分取得から審査対象となる。

(5) EU

EUでは、外国投資に対する規制枠組みは各加盟国のレベルで設けられているが、それら

³⁶ Guidelines for Foreign Government Investment Proposals, 2008, *see* http://www.aph.gov.au/About_Parliament/Parliamentary_Departments/Parliamentary_Library/pubs/BN/0708/ForeignInvestmentRules#_Toc202002012

³⁷ Australia's Foreign Investment Policy, June 2015, p.8.

³⁸ Cf. Clodfelter, M.A. and Guerrero, F.M.S., "National security and foreign government ownership restrictions on foreign investment: Predictability for investors at the national level," in Sauvant, Sachs and Schmit Jongbloed, *Sovereign Investment, op.cit.*, pp.175-176.

はEU機能条約が定める諸原則に従う必要がある。EU機能条約は、63条1項において、「加盟国間、及び加盟国と第三国の間における、資本移動に対する全ての制約は禁止される」として、資本移動の自由の原則を定めている。これは、加盟国からの投資にも域外国からの投資にも等しく適用される原則である。一方で、EU機能条約65条1項は、「第63条の規定は加盟国の次の権利を害するものと解してはならない」として、逸脱が認められる事由を列挙しており、その中には「(b)公の政策または公の安全保障を根拠として正当化される…全ての必要な措置をとること (to take all requisite measures ... which are justified on grounds of public policy or public security)」という項目もある。したがって、他の国々と同様、国家安全保障等を理由として外国投資を規制する権能をEU諸国も有していることになる。

しかし、EU司法裁判所は、資本移動の自由が過度に損なわれないよう、各加盟国の外資規制が従うべき様々な原則を導出してきている。まず、公の政策ないし公の安全保障は、社会の基本的利益に対する十分に深刻かつ真正な脅威が存在するときのみ援用されるべきであり、純粋に経済的な目的を追求するためにこの条項が利用されてはならない³⁹。また、外国投資の許可に関する決定は、投資家に事前に示された客観的基準に基づかねばならない。そして、立法目的が他のより制限的でない手段によって（例えば事前審査でなく事後的な調整など）実現できないかが問われる（＝必要性テスト）⁴⁰。

また、いわゆる比例原則の考え方にに基づき、規制目的と規制手段とが釣り合っているかという観点から外資規制の妥当性を評価するケースもある。そこでは、①構成国の措置が正当な一般利益の保護を目的とすること、②規制権限の行使に関し厳格な期間制限を設けていること、③対象となる資産や経営的決定が明確に特定されていること、④当該規制の目的と基準が国内裁判所における実効的審査に服すること、などが求められる⁴¹。

なお、EU司法裁判所は、敵対的買収に対する防衛策として、特定株主に重要事項に関する拒否権を与える黄金株の手法についても、一株一議決権（株主平等）の原則に反し、特に外国人投資家に不利になりうるとの理由から、EU加盟国において導入するためには比例原則をはじめ厳格な要件を満たさなければならないとする（実質的な禁止に近い）⁴²。また、条約上、資本移動の自由に関しては私的主体による投資と公的主体による投資の区別はなされていないため、買収主体が政府支配の投資家か否かによって規制のあり方に区別を設

³⁹ *Eglise de Scientologie v. France*, Judgment of the Court of 14 Mar 2000, Case C-54/99, para.17.

⁴⁰ *Commission of the European Communities v. Portuguese Republic*, Judgment of the Court of 4 June 2002, Case C-367/98, para.50.

⁴¹ Cf. Chaisse, J., Chakraborty, D. and Mukherjee, J., “Emerging sovereign wealth funds in the making: Assessing the economic feasibility and regulatory strategies,” *Journal of World Trade*, vol.45(4), 2011, p.859.

⁴² *Commission of the European Communities v. Kingdom of the Netherlands*, Judgment of the Court (First Chamber) of 28 Sep 2006, Case C-282/04. EUにおいて黄金株による買収防衛策が例外的に認められた事例は、ベルギーのエネルギーインフラにつき、戦略的資産（エネルギーの供給ネットワークを含む）の移転がエネルギー分野における国益に悪影響を及ぼすと判断される場合に、大臣が反対する権利を持つという制度である。裁判所は、この措置は危機の際にエネルギー供給を維持するうえで必要なものだと認めた。 *Commission of the European Communities v. Kingdom of Belgium*, Judgment of the Court of 4 June 2002, Case C-503/99, paras.46-55.

けることも原則として認められない⁴³。

以上のような EU レベルでの法的制約の下で、各加盟国がどのような外資規制の仕組みを設けているのかにつき、以下ではドイツ・フランス・英国の状況を簡単に紹介する。

(a) ドイツ

ドイツでは従来、外国企業が重要産業の買収により過剰な集中を得たときなどは、競争法により対応が可能であるとの議論が強かった。しかし、2008年にドイツ政府は対外貿易決済法の改正を行い、外国投資に対する一般的な審査枠組みを整えた。これによれば、経済技術省が外国投資を審査し、それが国家安全保障または公の秩序(national security or public order)を損なう場合には、当該取引の中断や禁止、条件付き承認を命じることができる⁴⁴。この審査は、EU または EFTA の加盟国でない国の企業がドイツ企業の議決権の25%以上を取得する際に適用される。買収される企業の分野や規模は限定されておらず、また投資家が私的な主体であるか公的な主体であるかも問わない。本法令では、国家安全保障の概念は定義されていないが、公の秩序及び安全が脅かされるのは、「社会の本源的利益に影響を与える真正かつ十分に重大な危険」が存在する場合に限るとされる⁴⁵。また、国家安全保障の解釈については EU 司法裁判所の判例法が参照され、必要性テストや比例原則といった判断枠組みに依拠して国家安全保障に対する脅威の有無を検討することとされている⁴⁶。

(b) フランス

フランスは2004年に通貨金融法を改正して外国投資の規制体系を整えた。また、2005年の政令2005-1739により、国家安全保障に関わる11の戦略的分野を特定した(民間警備サービス、暗号、武器、賭博など)。2014年にはそこにエネルギー、水、運輸、電子通信サービスなどの分野が追加されている。これらの分野でフランス企業の議決権の3分の1(33%)以上を取得しようとする外国投資は、事前承認が求められ、当該投資がフランスの国益(intérêt national)に反すると判断された場合には、経済大臣は当該投資を許可しない権限を持つ。これに基づき不許可処分がなされた事案はこれまでないが、2010年に米企業

⁴³ *Commission of the European Communities v. Italian Republic*, Judgment of the Court (First Chamber) of 2 June 2005, Case C-174/04, para.32.

⁴⁴ 審査は基本的に職権により開始され、外国投資家による申告は義務的ではない。しかし、投資家は当局に対し、当該取引に問題がないことの保証(certificate of non-objection)を求めることはできる。2009年4月の改正法施行から約1年で34の外国企業がこの申請を行い、全て認められた。同期間中に職権による調査は1件もなかった。経済技術省は、当該取引が行われてから、もしくはそれが公表されてから3ヶ月以内に審査を開始し、それから2ヶ月以内に審査結果を示す。Jost, T., "Sovereign wealth funds and the German policy reaction," in Sauvant, Sachs and Schmit Jongbloed, *Sovereign Investment*, op.cit., pp.460-461.

⁴⁵ *Außenwirtschaftsgesetz*, §7(2), no.6.

⁴⁶ Jost, "Sovereign wealth funds and the German policy reaction," op.cit., pp.459-460.

Danaher 社が、カード決済端末や生体情報暗号化に関する事業を営む Ingenico 社を買収しようとした際には、規制の発動が示唆されて買収が頓挫した例がある⁴⁷。

(c) 英国

英国では、2002 年会社法の下で、全ての業種における企業の買収・合併が審査される。政府は、国家安全保障に関わる分野における合併が公共の利益に反すると判断する場合、当該取引に対して介入することができる。具体的な審査は、競争当局である英国独占合併委員会(BMMC)が実施する。その際、買収の主体が外国政府支配の投資家であるか否かは、その行動の目的が非商業的・政治的なものであるという懸念を招き、公共の利益との適合性に関する当局の判断に影響を与えうる⁴⁸。

政府系ファンドに関連する特に著名な事例として、クウェート投資庁によるブリティッシュ・ペトロリアム (BP) への投資案件がある。クウェート投資庁は 1987 年以降、BP の株式を公開市場で買い付け、22%を保有した。その後、22.5%以上まで買い増す方針を発表したが、BMMC が調査に乗り出したため、保有比率は22%以上にはしないことを約束した。しかし BMMC は、クウェート投資庁は他の株主とは違い、強い戦略的利害を有する政府系機関であり、国益を推進するために影響力を行使しうることが予想されるとして、英国の公益を保護する観点から、10%未満まで BP 株の保有比率を抑えるよう命じた。ここでは、「公益」の判断基準が明確ではなく、これが国家安全保障の観点から行う規制であるのか、あるいは競争法的な観点からの規制であるのか、判然としない面がある⁴⁹。

(6) 日本

日本では、外国為替及び外国貿易法 (外為法) 27 条により、対内直接投資等が「国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、又は公衆の安全の保護に支障を来す」、または「我が国経済の円滑な運営に著しい悪影響を及ぼす」と財務大臣及び事業所管大臣が認める場合に、当該投資の変更または中止を命じることができる⁵⁰。これに該当するおそれのある投資

⁴⁷ Chaisse, J., “The regulation of sovereign wealth funds in the European Union: Can the supranational level limit the rise of national protectionism?” in Sauvant, Sachs and Schmit Jongbloed, *Sovereign Investment*, *op.cit.*, p.490. この他にも、2004 年にはスイス製薬企業 Novartis による Aventis の買収が阻止され、代わりにフランス企業の Sanofi が買収した。同じ 2004 年に、ドイツの Siemens による Alstom の買収も阻止され、フランスの Bouygues が代わりに資本提供を行った。また、2006-08 年には、イタリア企業 ENEL による Suez の買収が阻止され、代わりに Gaz de France との合併がなされた。Cf. Heinemann, “Government control of cross-border M&A,” *op.cit.*, pp.848-849.

⁴⁸ OECD, *Foreign Government-Controlled Investors and Recipient Country Investment Policies: A Scoping Paper*, Jan 2009, p.19.

⁴⁹ Cf. Balding, C., *Sovereign Wealth Fund: The New Intersection of Money and Politics*, Oxford University Press, 2012, pp.83-84.

⁵⁰ 対内直接投資とは、外国投資家により、非上場会社の株式の取得、上場会社の発行済株式総

対象業種は、告示により具体的に定められ⁵¹、これらについては事前届出により審査を受ける必要がある。ここに含まれる業種は次のようなものがある。

「国の安全」に関わる業種	武器、航空機、原子力、宇宙開発関連の製造業、軍事転用の蓋然性が高い汎用品の製造業
「公の秩序」に関わる業種	電気、ガス、水道、熱供給、通信、放送、鉄道、旅客運送
「公衆の安全」に関わる業種	生物学的製剤の製造業、警備業
「我が国経済の円滑な運営」に関わる業種	農林水産業、石油、皮革、航空運輸、海運

本法の適用により外国投資の中止が命じられた事案は過去 1 件である。これは、2008 年にイギリス系投資ファンドであるザ・チルドレンズ・インベストメント・マスター・ファンド (TCI) が、電力卸事業者の電源開発株式会社 (J パワー) に対する出資比率を 9.9% から 20% へと引き上げることにつき審査を求めた案件である⁵²。

中止命令に至った主たる理由は、TCI が J パワーに対して、株主資本利益率 (ROE) を少なくとも 10%、総資本利益率 (ROA) を少なくとも 4% にするという経営目標を設定し、その達成に経営陣が説明責任を負うことを要求する一方で、それを実現するための具体的な経営改善策については TCI から詳細な説明が得られなかったという点にある。つまり、TCI が株式の追加取得により経営への影響力を強めるようになれば、経営合理化の方策として、例えば大間原子力発電所の建設の凍結や遅延、基幹設備に関する設備投資や修繕費の削減といった手段がとられる恐れが払拭できず、これは電気の安定供給や原子力・核燃料サイクルに関する政策に影響を及ぼしうると判断されたのである⁵³。TCI は、原子力発電所や送電線設備の運営に関しては、追加取得する株式の議決権を行使しないと提案も行ったが、政府は、かかる提案が履行されるための十分な法的担保がないため、これによって懸念を払拭することはできないとした⁵⁴。以上から、TCI による株式追加取得は「公の秩序」の維持を妨げる恐れがあるとの判断に至ったのである。

本件決定については、電力事業は確かに「公の秩序」に関わる分野であるものの、中止命令が示した論拠には首肯しえないとの指摘もある。つまり、①TCI が具体的な経営改善策

数の 10% 以上の取得を行うことと定義される (外為法 26 条 2 項)。

⁵¹ 「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 20 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)。

⁵² 本件に関して、cf. Nakatani, K., “Restrictions on foreign investment in the energy sector for national security reasons: The case of Japan,” in MacHarg, A. et al (eds), *Property and the Law in Energy and National Resources*, Oxford University Press, 2010, pp.311-325.

⁵³ 下井善博「初めて発動された外為法に基づく中止命令—TCI ファンドによる J パワー株式の追加取得の事例について」ファイナンス 2008 年 12 月号 24 頁。

⁵⁴ 下井・同上。

を提示しなかったという点については、経営方針の立案は株主ではなく経営者の責務であり、株主がそれを提示できないことを理由に「公の秩序」が害される状況を想定するのは筋違いである⁵⁵、②議決権の不行使に関する TCI の約束の履行が法的に担保されないことは、そもそも投資家との間でそうした懸念緩和のための拘束的合意を締結する仕組みがない点に理由があり、投資家側に問題があったわけではない⁵⁶、といった議論である。

こうした指摘も踏まえ、日本における外資規制をより適切に運用していくための指針や留意点につき、次節でさらに考察を進めることとしたい。

4. 外資規制における合理的な制度設計

(1) 問題状況の整理

前節で概観したように、各国の外資規制法令は多くの場合、外国投資を許可する基準として、「国家安全保障」やそれに類する一般概念（純利益、国益、公の秩序など）を用いており、しかもこれらの概念の定義はほとんど置かれていない。米国のように、かかる概念の射程を知るための手掛かりとなる考慮事項を明記する国もあるが、その内容は広範かつ包摂的であり、幅広い事態を対象としうる形になっている。言い換えれば、外国投資を許可する基準は一応法律上で定められているとはいえ、実質的には行政庁にほとんど自由な判断の余地が与えられているのである。したがって、外国投資家側から見れば、ある投資案件を当局が許可するの可否について予測することは著しく困難にならざるを得ない。

確かに、安全保障や公の秩序に対する脅威とは、自然界の事象のようにその存否が科学的・客観的に判定されうるような性質のものではなく、むしろ人々の認識や評価によって産み出される社会的・心理的な構成物である。同じ事実状況であっても、それを取り巻く文脈や言説しだい、人々はそこに安全保障上の脅威を感じることも感じないこともある⁵⁷。それゆえ、何が安全保障上のリスクを構成するかという問題は、事前の厳密なルール化にはなじみにくく、それぞれの時点の社会情勢や危機認識に応じて柔軟にリスクを認定できるような態勢が何らかの形で保持されなければならない。

しかし他方で、そうした不確定性の大きい基準を外資規制に導入した場合、極めて広範な経済活動が潜在的に規律の対象となりうるため、外国投資家に対して重大な萎縮効果を与えることになる。行政庁の裁量に委ねられる部分が大きければ、本来は私的な利害にす

⁵⁵ 柏木昇「国家安全保障と国際投資—国家安全保障概念の不確定性を中心に—」日本国際経済法学会年報第 18 号（2009 年）72-73 頁。

⁵⁶ 本郷隆「外資規制法の構造分析—安全保障を理由とする投資規制の比較法的分析と事例研究—」東京大学法科大学院ローレビュー第 6 号（2011 年）152-153 頁。

⁵⁷ 国際政治学の分野では、構成主義をとる論者が「安全保障問題化(securitization)」という概念を用いてこの点を説明している。Cf. Wæver, O., "Securitization and Desecuritization," in Lipschutz, R., *On Security*, Columbia University Press, 1995, pp.46-86.

ぎないものを安全保障上の問題として保護させようとする政治的な圧力が国内で増幅する恐れもある。不明瞭な基準の下で、時に合理性が疑われるような規制措置が繰り返されれば、外国投資家は規制リスクを嫌ってそうした国を当初から避けるようになり、資本誘致の面で著しい支障を来たすことになる。

また、こうした経済的難点に加えて、いかに外国投資家が相手であるとはいえ、行政庁の公権力がそのような不明瞭な基準の下で行使されることは、「法の支配」の観点から見て問題がある。確かに、国境管理の分野では、例えば外国人の入国管理がそうであるように、行政庁に大幅な裁量を与えても問題にはなりにくく、国際法的にも、入国の許可は各国の主権的な裁量事項であり、外国人が権利として入国を求めることはできないとされる。しかし、たとえこうした分野であっても、行政裁量の行使において、人種差別等による人権侵害や、適正手続の欠如、重大な事実誤認といった問題があれば、裁量権の踰越ないし濫用として違法性を帯びることになる⁵⁸。もちろん、裁量行為である以上、実体的な部分にわたる評価・判断については基本的に行政庁の見解が尊重されるが、そうした実体判断を導くに至った経路の妥当性（手続の適正さ、論理的整合性、事実認定の正確性など）は、いわば外形的な規格の問題として、いかなる公権力行使においても吟味の対象となるのである。

以上のように、外資規制では、安全保障や公の秩序に対する脅威の特性上、比較的高度な裁量を行政庁に付与する必要がある一方で、それが外国投資の縮小を招いたり、裁量権の濫用による違法な処分となったりすることを防ぐために、合理的な裁量行使のあり方を模索していかなければならない。とりわけ、国有企業・政府系ファンドによる外国投資に対しては、通常の民間の投資よりも加重された審査を課す国も多いが、かかる手法の当否も改めて問い直す必要がある。外国政府との密接な関係性ゆえに、これらの投資家が特別な安全保障上の脅威をもたらしうることは否定できないが、他方で、これらの投資家にも公法上の適正な処遇を与え、その豊富な資金を可能な限り誘致することもまた念頭に置くべき課題である。

こうした問題意識に基づき、以下では、国際的レベル及び各国レベルにおける取り組みを参考にしながら、外資規制の合理的な運用のあり方について、その基本となるべき原理を明らかにすることとしたい。

(2) OECD による外資規制政策の指針

⁵⁸ 日本の行政事件訴訟法 30 条は、「行政庁の裁量処分については、裁量権の範囲をこえ又はその濫用があつた場合に限り、裁判所は、その処分を取り消すことができる」と規定する。裁判所も、例えば外国人に対する在留特別許可の付与が問題となった事件において次のように述べる。「法務大臣が特在許可を与えるか否かの判断は、国際情勢、外交政策等をも考慮のうえ、行政権の責任において決定されるべき恩恵的措置であって、その裁量の範囲は極めて広いものではあるが、全く無制限なものではなく、その裁量が甚だしく人道に反するとか、著しく正義の観念にもとるといったような例外的な場合には、裁量権の逸脱ないしは濫用があつたものとして違法となり得るものと解すべきである」（大阪地裁昭和 59 年 12 月 26 日判決）。

かねてより OECD では、各国の外資規制のあり方を合理的で妥当なものにするべく、「投資の自由」円卓会議（Freedom of Investment Roundtable）を設置して取り組みを進めてきている。ここには、OECD 加盟国だけでなく、OECD の投資原則に賛同する非 OECD 加盟国も参加している⁵⁹。

この円卓会議は 2008 年 10 月、「国家安全保障（national security）に関する外資規制政策の指針」を発表した（2009 年 5 月に OECD 理事会により採択）⁶⁰。ここでは、国家安全保障を投資許可の基準として用いる場合に当局が従うべき原則として、以下のような項目が挙げられている。

①無差別性

- ・もし投資家の中で異なる取扱いを行うときは、国家安全保障に対して危険を及ぼす個別の投資案件の固有の事情に基づいて各々の措置をとる。

②透明性・予見可能性

- ・外資規制に関する法令の公表。外資審査における評価基準についても公表する。
- ・投資政策を変更する場合は関係当事者に事前に告知し協議の機会を与える。
- ・審査手続における厳格な期限設定。
- ・商業上のセンシティブ情報の保護。

③追求される目的と外国投資の制約との間の比例性

- ・国家安全保障を確保するうえでいかなる措置が必要かについて各国は決定する権利を有する（安全保障上の懸念は自己判断的）。ただしその決定は、当該国の事情・制度・資源を反映させた厳密な危険性評価の技法を使用し、国家安全保障上のリスクと投資制限との間に明確な関係を確保する。
- ・投資制限は、当該投資がもたらす特定の国家安全保障に関わる懸念のみに対処するものとし、投資制限によらずに対処するための他の選択肢も考慮する。部門別の許可制や、競争政策といった他の政策手段では対処できない場合に、投資制限を最終的な手段として用いる。
- ・開放的な投資政策の利益と投資制限の影響を適切に評価できる専門家から意見を聴けるように制度を設計する。

④説明責任

- ・市民ならびに立法府に対する説明責任を果たす。

⁵⁹ アルゼンチン、ブラジル、チリ、エジプト、エストニア、イスラエル、ラトビア、リトアニア、ペルー、ルーマニア、スロベニア。また、中国、インドネシア、インド、ロシア、南アフリカも幾度か会合に参加している。また、中国、豪州、カタール、ロシアの政府系ファンドの代表も参加したことがある。

⁶⁰ Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security, Recommendation adopted by the OECD Council on 25 May 2009.

- ・国際的な説明責任メカニズムへの参加（OECD への報告とピアレビューなど）。
- ・投資制限に対する行政上及び司法上の審査手続を設けるか、より簡便に措置の妥当性を確保する仕組みを設ける。
- ・外国投資の不許可などの重要な措置の最終決定は、高次の政治レベルで行う。
- ・公共部門管理の仕組みを整えることで、政策決定者が不当な影響力の行使や腐敗、利害の対立などから離れて任務を遂行しうる適切な動機をつくる。

以上のように、この指針の趣旨は、公法上の基本原則（透明性、意見聴取、処分基準の設定、判断理由の付記、説明責任など）を可能な限り外資規制の場面にも取り入れていくことで、裁量権の濫用を防ぎ、制度の合理的な運用を図るべき点にある。特に③の比例原則は、手続的な側面を超えて、行政庁の判断の実体的な部分にも関わる内容である。一般に比例原則とは、政策目的の設定に関する部分については政府が自由な判断権を持つことを認める一方、その政策目的を実現するうえで必要である以上に厳しい規制手段が用いられた場合にはそれを違法とする考え方である。上記の OECD 指針も、安全保障上の脅威の存否、及びかかる脅威から自国民をどこまで保護するか、といった問題については、各国当局の判断が尊重されるとの立場を示している。ただ同時に、その決定は「厳密な危険性評価の技法」に基づくべきであるとも述べている点は注目される。

危険性評価とは、リスクや脅威の存否を、可能な限り厳密かつ論理的な手法により判断しようとする試みである。前述のように、安全保障上の脅威は、主観的ないし間主観的な産物としての性格も強いため、自然界を対象としたリスク分析のように完全に科学的な手法をもって把握することは困難である。しかし、その判断をできる限り厳密に行うための工夫ができないわけではない。この点、例えば Moran 教授は、次のような議論を提示している。つまり、仮にホスト国にとって重要な物品を生産する企業が外国政府支配の投資家により買収され、当該物品の提供が外国政府の意向に依存する形になったとしても、それだけでは安全保障上の脅威を認定するうえで十分とは言えない。重要な点は、当該物品の生産がその企業に集中しており、他の調達先にスイッチするコストが高いかどうかである⁶¹。それゆえ、例えば 2005 年に中国海洋石油総公司（CNOOC）が米ユノカル社の買収を企図した事案において、米政府内ではユノカルが国内外に持つ原油資源が中国に向けられるのではないかとの懸念が噴出し、買収は断念せざるを得なかったが、実際にはユノカルからの供給が途切れても米国の石油の調達が困難になる要素は全くなく、安全保障上の脅威を認定するには不十分なケースであった⁶²。

このような判断枠組みは、安全保障上の脅威が真に存在するかどうかを適切に判断するうえで有用な手法である。戦略的分野（軍事、資源・エネルギー、金融、インフラなど）

⁶¹ Moran, T.H., “Foreign acquisitions and national security: What are genuine threats? What are implausible worries?” in Drabek, Z. and Mavroidis, P.C. (eds), *Regulation of Foreign Investment: Challenges to International Harmonization*, World Scientific, 2013, p.373.

⁶² *Ibid.*, pp.374-376.

という言葉はしばしば用いられるが、この判断枠組みに依拠すれば、かかる分野での外資による買収が直ちに脅威を構成するのではなく、他の様々な周辺事情との兼ね合いによりそれを脅威と評価すべきか否かが決まるのである。こうした危険性評価の技法を洗練させ、制度運用の中で取り入れていけば、必要性の乏しい外資規制を短絡的に発動しようとする動きに対して有効な歯止めとなるであろう⁶³。

(3) 米国における国家安全保障上の脅威の判断枠組み

米国では、外国投資に対する審査に際して、国家安全保障上の脅威の有無を判断するための詳細なガイドラインをCFIUSが作成している⁶⁴。これは、CFIUSに対して拘束力を持つような文書ではないが、米国において安全保障上の脅威がどのような枠組みで認定されるかを理解するうえで有用であり、また他国の外資規制の運用にとっても参考となりうるため、ここで検討しておきたい。

この指針によれば、CFIUSの審査では、①外国投資家が米国の安全保障に対する害悪をもたらす能力もしくは意図を持つか(=「脅威(threat)」が存在するか)、②投資先の米国企業が米国の安全保障に害悪をもたらしやすい性質を含んでいるか(=「脆弱性(vulnerability)」が存在するか)、が考慮される。ここで、①は外国投資家側の要因、②は投資対象企業の側の要因である。そして、安全保障上のリスクとは、この「脅威」と「脆弱性」の相互作用の関数として把握されるという。つまり、投資家側の要因と投資対象側の要因のいずれか一方を見るだけでは脅威の有無は判断できない、という点にこの指針の眼目があり、これは危険性評価を厳密に行おうとする際には不可欠のアプローチであると言えよう。

次に指針では、上記①②を構成する要素がより詳しく説明される。まず、②の投資対象側の要因から見てみると、次のようなものが挙げられている。

- ・当該投資が、米政府機関の安全保障関連の機能に及ぼす影響、若しくは、生産拒否やスパイ行為に対する脆弱性をもたらすかどうか。
- ・天然資源の採掘・輸送、海運・港湾ターミナル運営・航空機整備、金融システムなどの分野に携わる米国企業への投資であるか。
- ・先端技術（半導体その他の軍民両用の設備及び部品のデザイン・生産、暗号、データ保護、インターネット・セキュリティ、ネットワーク侵入防止など）に関わる米国企業への投資であるか。

⁶³ 豪州、チェコ、ポーランドなどは、国家安全保障上の脅威を評価するうえで、危険性評価の技法を取り入れた一般的な判断枠組みを持つとされる。Cf. OECD, *Proportionality of Security-Related Investment Instruments: A Survey of Practices*, May 2008, p.2.

⁶⁴ *Guidance Concerning the National Security Review Conducted by the Committee on Foreign Investment in the United States*, 73 Fed. Reg. 74567 (Dec 8, 2008).

ここでは、投資対象企業が米国の安全保障にとっていかなる戦略的重要性を持つかが分析の焦点となっている。特に、当該企業からの物品の供給が途絶える恐れや、重要な技術及び専門知識が国外に流出する恐れを想定したうえで、それが米国の安全保障にとってどの程度の「脆弱性」をもたらすかが分析される。

次に、①の外国投資家側の要因として、指針は以下のようなものを挙げる。

- ・米国の安全保障を損なうような行為に関する投資家もしくはその従業員の行動実績またはその意図（例えば、米国企業の支配を取得した投資家が、当該米国企業と米政府との間の契約を終了させる計画を持っているか）。
- ・外国政府支配の主体による投資の場合には、その外国政府が不拡散政策やその他の安全保障関連の問題においてどのような行動をとっているか。
- ・外国政府が支配する投資家であるかどうかは、明らかに国家安全保障に関わる要因であるが、そのことだけで安全保障上のリスクが生じるわけではない。
- ・外国政府支配の主体による投資を審査する際は、他の全ての投資に対する審査と同様、CFIUS は関連するあらゆる事実及び状況を考慮して、当該投資家が米国企業の支配を利用して米国の国家安全保障を損なう行動をとる能力及び意図を有するかを評価する。
- ・外国政府支配の主体による投資の審査では、とりわけ次の要素が、関連する事実及び状況として考慮される。(i)投資家の投資経営基本方針において、投資の決定が商業的理由のみに基づいてなされるべきことをどの程度求めているか、(ii)實際上、投資家の経営及び投資決定が、支配を有する政府からどの程度独立して行われているか（独立性を確保するためのガバナンス構造の有無など）、(iii)投資家の目標、投資目的、組織構造、財務情報などに関する透明性及び情報公開の程度、(iv)投資家が投資先の国の規制及び情報公開に関する要請をどの程度遵守しているか。

ここから分かるように、上述の投資対象側の要因として、米国の安全保障にとって脆弱性をもたらされる可能性があるとしても、投資家側にそれを利用する意図または能力がなければ実際の脅威は生じないという考え方がとられており、これは合理的である。また、投資家が外国政府に支配されている場合に CFIUS が考慮すべき事項を詳細に述べていることも本指針の特徴である。ここでは、外国政府が支配する投資家であることは、安全保障上の意味を持つが、それ自体は決定的な要素ではないとされ、むしろ各々の投資家がどの程度まで政府から独立性を保ち、商業的原則に基づく投資を行い、透明性向上や情報公開に積極的であるかといった観点から、あくまでも個別の投資家の行動や態度に即して脅威の有無を認定していく方針が示されている。これは当然のこととはいえ、国有企業や政府系ファンドを一括りにして危険視するような粗雑な議論を避けるうえで欠かせない視点である。

なお、ここで挙げられている経営の独立性、商業性、透明性といった要素は、国有企業

に関する OECD ガイドラインや政府系ファンドに関するサンチャゴ原則において推奨されている行動規範と概ね合致する。つまり、国有企業・政府系ファンドとしては、こうした国際ガイドラインを自発的に遵守する姿勢を示しておけば、各国の外資審査において安全保障上の脅威として扱われる可能性を大幅に低減できるのであり、この利点は無視できない。米国のように、外資審査の指針として国際ガイドラインの内容を明確に取り込む国が増えていけば、これらのガイドラインから逸脱した行動をとり続けることは事実上困難になるであろう。

(4) 外国投資の不許可処分に対する司法審査

前述のように、米国では、風力発電会社に対する投資を不許可とされた Ralls 社が、この処分の違法性を主張して訴訟を提起した⁶⁵。Ralls 社は、すでに設置した風力発電設備の撤去を含め、投資を完全に引き揚げるよう命じられたことで多額の損失を被っており、しかも大統領決定には、本件投資がどのような点で安全保障上の脅威を構成するのかについて、具体的な説明がほとんど含まれていなかった。

本件訴訟につき、コロンビア特別区連邦地方裁判所は、原告が訴えの基礎とする財産権は、当局が投資を許可した時点で初めて正式に認められる条件付きの権利であり、本件では投資が不許可とされたことから、救済の対象となる財産権は成立していないとした⁶⁶。こうした多額の損失を被りたくなければ、投資を行う前に CFIUS に申告して判断を仰ぐべきだったのであり、それをせず不確実な状態で買収を進めた以上、それは保護すべき財産権には当たらないと連邦地裁は考えたのである。他方、原告の上訴を受けて 2014 年 7 月に出されたコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判決は、地裁判決を覆し、当局の許可を受けずに進められた投資であっても財産権として保護されうるとした⁶⁷。米国の法令では、外資審査の対象となりうる投資案件であっても、投資家の側に申告が義務づけられているわけではなく、また当局はすでに行われた投資を事後的に審査することも可能である以上、控訴裁判決が言うように、外資審査を経ずになされた投資にも財産権の成立を認めることが妥当であろう。

ところで、米国の国防生産法（エクソン・フロリオ条項）は、外国投資の許可に関わる大統領の行為については司法審査に服しないと規定しており、これにより裁判所の管轄権が否定されるかが争点となった。この問題につき控訴裁は、司法審査を受ける権利を奪うためには、立法府のそうした意図が法文及び立法経緯から明瞭に読み取れなければならないと述べ、本件法規については、大統領決定の実体部分に関してかかる意図は読み取れる

⁶⁵ 本件訴訟について検討するものとして、渡井理佳子「アメリカにおける対内直接投資規制と国家安全保障—Ralls 事件を中心に—」慶應法学第 27 号（2013 年）139-159 頁；渡井理佳子「アメリカにおける対内直接投資規制法の運用」慶應法学第 30 号（2014 年）157-177 頁参照。

⁶⁶ *Ralls Corporation v. CFIUS*, 2013 WL 558347 (D.D.C.), 8-10.

⁶⁷ *Ralls Corporation v. CFIUS*, 2014 WL 3407665 (C.A.D.C.), 30-32.

ものの、大統領決定が適正な手続に従ってなされたかに関する司法審査を排除するような意図は読み取れず、したがってこの部分につき裁判所は管轄権を有すると判断した⁶⁸。そのうえで、適正手続の構成要素として、決定の基礎をなす事実や証拠の開示を受け、それに対して反論する機会が付与されることなどが挙げられ、本件処分ではこうした情報開示や意見聴取の面において不備があったと認められた⁶⁹。

このように、本件判決によって、外国投資の許可に関わる大統領決定も、その手続的な適正さについては司法的に審査されうることが明らかになり、今後はCFIUS及び大統領の決定においても適正手続への意識がより強まるであろう。加えて、本件判決は、従来のような外資審査のあり方では適正手続の基準を充足しえない場合がありうることを示したのであり、今後当局は審査対象者との情報や意見のやり取りをいっそう密にし、双方向的に理解を深めたうえで結論を導くよう努める必要があるだろう。これは米国に限った問題ではなく、他の諸国の当局にも通底する課題である。たとえ外資規制法令において行政庁に広範な裁量を与えられている場合であっても、適正手続を欠いた決定がなされれば、裁量権の濫用として司法審査により違法と判断されうる。本件判決を契機に、外資審査における適正手続のあり方を各国当局は改めて検討し、可能な限り明瞭な指針にまとめるべきであろう。

(5) 外資規制の合理的な制度設計を基礎づける諸原則

上述の通り、外資規制における安全保障上の脅威の認定に関しては、一定の柔軟な判断権を行政庁に与えることが不可欠であるが、その一方で、かかる裁量が濫用されて不合理ないし過剰な規制に陥ることのないよう、制度上の適切な歯止めを設けることが求められる。本節で検討したことを踏まえ、以下では諸国の外資規制が一般に取り入れるべき行政上の基本的な原則及び仕組みについて改めて整理してみたい。

(ア) まず、外資規制（特に投資の中止命令）を課すことは、それが投資家に対する権利制約度の最も高い措置であることを明確に認識し、それをあくまでも最終的な手段として位置づける必要がある。仮にある投資案件が安全保障や公の秩序に対する脅威を構成しうるとしても、その脅威を除去する方法には様々な強度のものがありうる。比例原則の考え方に従えば、投資の不許可よりも緩やかな手段によって脅威が除去できるのであれば、可能な限り投資に対する制約の少ない方法を用いるべきである。具体的には、次のような選択肢が考慮されることになるだろう。

(i) 安全保障や公の秩序の観点から特に重要性和脆弱性が高い企業に関しては、政府が黄金

⁶⁸ *Ibid.*, 20-21.

⁶⁹ *Ibid.*, 32-38. なお、本件訴訟は、これらの適正手続違反の点を踏まえて再審理を行うよう、連邦地裁に差し戻された。

株を保有し、買収等の重要事項に関する拒否権を留保することと引き換えに、外国投資家にも一定の株式取得を認める。ただし、これは株主の平等を損なうことにもなるため、EUや米国のように導入を原則的に認めない国もある。日本では会社法108条1項8号が種類株式という形で黄金株の発行を認めているが、現在これを利用するのは国際石油開発帝石のみである⁷⁰。政府に重要事項に関する拒否権を与えることは企業側としても重大な決断であるため、黄金株が政策手段として必ずしも常に利用可能であるわけではない。(ii)あらかじめ業法において外国投資家の出資に対する制約を明示しておくことは、一般的な外資審査制度に基づく規制よりも明確性・予見性の面で優れている。たとえ外資制限の動機が、国内資本による支配の維持という保護主義的な面にあったとしても、業法ではそれを立法目的とすることに問題はないが、一般的な外資審査制度ではかかる動機を前面に出すことは難しい。外国投資の制限が、偽装的ないし恣意的な形で行われることを防ぐためにも、国内資本を維持する必要がある業種に関しては、可能な限り業法による事前の制限という方式をとるべきである。日本では、放送、航空、通信などの分野で、外国投資家による出資への制限が設けられている。

(iii)仮に個別の投資案件において安全保障上の脅威が認められる場合であっても、投資の中止を勧告・命令する前に、当該投資家と協議し、脅威を除去するための条件つきで投資を許可する余地がないかを検討すべきである。前述のように、米国では、買収される企業の役員として安全保障担当者を置かせたり、取引状況等を定期的に当局に報告させるなど、様々な条件と引き換えに投資を許可するケースが多い。こうした仕組みが機能するためには、当局と投資家が法的に拘束力のある合意を締結しうること、そして当局が投資家側の履行状況を監督するための行政資源が必要である。日本では、こうした前提条件が現状において必ずしも整っていないため、前述のJパワー事件のように、当局と投資家が法的に拘束力のある形で合意を締結することができず中止命令に至ってしまうこともある。この点は他国の例も参考として制度基盤の整備に取り組むことが望まれる。

(イ) 次に、外資審査の体制、及び審査の手続を適正なものとするための諸原則について検討する。

(i)まず、審査が偏った見地からなされないよう、審査体制を構成するメンバーの多角性を確保し、また、表面的な印象のみで結論を導かないよう、事案の正確な分析を提供する

⁷⁰ 同社の黄金株を保有するのは経済産業大臣である。同社定款では、経営上の重要事項（取締役の選解任、重要な資産の処分、定款変更、統合、資本金の額の減少、解散）について、経済産業大臣の同意が必要であるとしている。なお、経済産業大臣は、告示により、黄金株による拒否権の行使ができる場合を以下の3つに限定している。(i)中核的企業として我が国向けエネルギーの安定供給の効率的な実現に果たすべき役割に背反する形での経営が行われる蓋然性が高いと判断される場合、(ii)中核的企業として我が国向けエネルギー安定供給の効率的な実現に果たすべき役割に否定的な影響が及ぶ蓋然性が高いと判断される場合、(iii)甲種類株式の議決権行使に影響を与える可能性のある場合。こうしたガイドラインの公表は、透明性・予見性を高めるうえで歓迎すべきことであるが、その内容は依然として高度に一般的であることは否めない。

専門家の見解を聴取すべきである。この点、米国のCFIUSは、様々な異なる権限及び専門性を持つ機関から構成され、また、国家情報長官が専門的・包括的な脅威アナリシスを提供するなど、組織面での工夫により安全保障に関する判断の中立性・正確性を高めようとしている。他方、日本の審査体制は、財務大臣と事業所管大臣のみで構成され、十分に多面的な考察が行われない恐れがある。特に、安全保障に関わる審査である以上、防衛大臣を常任のメンバーとして加えて情報及び分析の提供を受けることが望まれよう⁷¹。

(ii)安全保障上の脅威の存否は、厳密な危険性評価の手法を用いて判断すべきである。安全保障上の脅威は、主観的な産物としての性格も強いとはいえ、前述のように、その判断をできる限り厳密に行うための方法論も種々提案されている。特に、「戦略的分野」における買収案件であるというだけで短絡的に脅威を認定するのではなく、米国のCFIUS指針が述べるように、投資対象側の要因（脆弱性）と投資家側の要因（脅威）の相互作用による関数として脅威の有無を考察する姿勢が求められるであろう。また、厳密な危険性評価を行うことで、安全保障上の脅威の有無だけでなく、その大きさを把握することも可能になり、各々の脅威の程度に合わせて、より制限的でない対処のあり方を探るための手掛かりが得られる。

(iii)同様の状況を含む事案の間で、合理的な理由なしに、大きく異なった対応をとらないこと（無差別性）。これを確保するためには、過去の案件の記録を適切に保存し、それらを個々の審査に際して参照しながら、先例と大きく乖離した判断にならないよう留意する必要がある。

(iv)審査の不合理な遅延は、投資家の投資意欲の減退を招く。審査の各段階における期限を法令上で明確に設定し、それを遵守することが求められる。日本の審査体制ではこれらの点は適切に確保されている。

(v)審査対象者である投資家には、意見聴取の機会を付与するとともに、当局による決定の基礎となる主要な事実や論拠についての情報を開示し、それに対して投資家が反論する機会を確保する。これは、各国の行政手続法規が求める一般的な適正手続の内容であるが、外資審査においても、こうした手続的な権利の保障は他の行政分野と同様に要請されることが、米国のRalls判決により示唆されている。したがって、当局は一方的に審査を進めるのではなく、審査対象者との情報や意見のやり取りを通じて、双方向的に事案の理解を深めたうえで結論を導くよう努める必要がある。

(ウ) 国有企業・政府系ファンドなどの外国政府支配の主体による投資に対し、民間の投資家よりも加重された審査体制をとり、より多くの投資案件を審査の対象にすることは、これらの投資家が外国政府との間に特別な関係を持ち、少なくとも潜在的には安全保障上のリスクを増幅しうることに鑑みれば、あながち不合理とは言えないであろう。しかし、

⁷¹ 本郷隆「外資規制法の構造分析」（前掲論文）146-147頁。

外国政府支配の投資家である事実が、それ自体で結論に決定的な影響を与えることがあってはならない。各々の国有企業や政府系ファンドの規模や性格が千差万別である以上、あくまでも個別の主体の行動や態度に即して脅威の有無を認定しなければならない。そして、そこでの判断枠組みは、国有企業に関する OECD ガイドラインや政府系ファンドに関するサンチャゴ原則に示される行動規範（政府からの独立性、商業的原則に基づいた投資、透明性向上や情報公開に対する積極性など）を取り込んだ内容にすることが、当局の審査を恣意性や印象論によらない中立的なものとするうえで有益であろう。

5. 投資協定による各国外資規制の規律

前節で見たように、政府の外資規制の妥当性を同国の国内行政訴訟で争おうとする場合、それは不可能ではないものの、一般に外資規制のような裁量行為については裁判所は行政庁の判断を概ね尊重するため、裁量権の濫用などの限られた事由でしか争う余地がないという点で一定の限界がある。これに対し、国際的な投資紛争を解決するためのもう一つの仕組みとして、国際投資協定に基づく投資仲裁がある⁷²。これは、外国投資家がホスト国の政府を直接相手取って、独立した仲裁法廷に紛争を付託するものであり（いわゆる投資家対国家の紛争解決(ISDS)）、今日では外国投資家が極めて活発にこの制度を利用している。投資仲裁を利用する場合、国内行政訴訟とは適用法規や審査基準が異なるため、ホスト国の外資規制の妥当性をより実質的に争える可能性がある。もしそうであるならば、逆に各国の当局は、投資仲裁に提訴された場合に備え、投資協定との整合性も意識しながら外資規制を実施する必要がある。

そこで以下では、(i)外国投資家（特に国有企業・政府系ファンド）がホスト国の外資規制を投資仲裁に付託する場合、仲裁の管轄権は認められるか、(ii)管轄権が認められるとして、外資規制はいかなる場合に投資協定の実体規定に違反するか、(iii)投資協定に安全保障例外条項が含まれる場合、それはいかに解釈されるべきか、といった問題について検討する。

(1) 国有企業・政府系ファンドは投資協定において保護される「投資家」に該当するか

投資仲裁を提起する資格は、各投資協定で定義される「投資家」が持つ。投資家の定義は協定により多少の違いがあるものの、多くの場合、その投資協定の締約国で設立された法人(legal entity)であることを要件としており、通常の民間企業であればこれに問題なく当てはまる。それでは、国有企業や政府系ファンドといった政府が支配を握る主体も、投資協定に言う「投資家」に該当するのだろうか。この点、投資家とは私的支配であるか政府

⁷² 投資協定及び投資仲裁に関する概説書として、参照、小寺彰（編著）『国際投資協定：仲裁による法的保護』（三省堂、2010年）。

支配であるかを問わないと明示的に定義する投資協定もあり⁷³、その場合には当然、国有企業・政府系ファンドも投資家に含めうるだろう。また、仮にそうした積極的な言及がなくとも、投資家の定義から政府支配の主体が明確に排除されていない限り、それらの主体も投資協定の保護対象になると考えるのが一般的である⁷⁴。

ただし、次のようなケースには注意が必要である。例えば、中国とカタールの間の投資協定は、投資家の定義として、カタール側については、一般の企業に加えて公的・半公的な主体（public and semi-public entities）も含むと規定する一方、中国側については、「法に従って設立された経済主体」と述べるにとどまる。後者だけを見れば、そこに政府支配の主体も含まれると解することも可能であるが、文脈を構成する前者の定義との対比において考えれば、中国側の投資家には政府支配の主体は含めないとの意図があったと見ることができる⁷⁵。

(2) ICSID 仲裁の利用可能性

投資仲裁を実施するための仲裁制度としては、投資紛争解決国際センター(ICSID)、国連国際商取引法委員会(UNCITRAL)の仲裁規則、国際商業会議所(ICC)の仲裁制度など幾つかのものがあり、投資家が申立ての際に選択する。なかでも ICSID は、投資家対国家の紛争に特化した仲裁機関であり、最も頻繁に利用されている。ただし、ICSID の設立条約が、もっぱら民間の投資家を想定した文言を用いていることから⁷⁶、純粋な国家主体は ICSID 仲

⁷³ NAFTA、米国モデル BIT、カナダ・モデル BIT、アラブ諸国が締結する BIT、ASEAN 包括投資協定など。日本＝メキシコ EPA96 条や、日本＝チリ EPA105 条も、「締約国の投資家」の定義として「締約国若しくは締約国の公的企業又は締約国の国民若しくは企業」を挙げる。なお、各国が締結した投資協定のうち政府系企業を投資家の定義に含めているものがどの程度あるかを見ると、上位から、米国（100%）、豪州（92%）、カナダ（81%）、日本（72%）、アラブ首長国連邦（69%）となる。Cf. Shima, “The policy landscape for international investment by government-controlled investors,” *op.cit.*, p.12.

⁷⁴ UNCTAD, “The protection of national security in IIAs,” UNCTAD Series on International Investment Policies and Development, 2009, p.43. なお、世界の 1800 余りの投資協定を対象とした調査によれば、投資家の定義において政府支配の主体の扱いに言及していないものが 84% を占める。特に 1980 年代まではそうした言及のない投資協定がほとんどであったが、近年は言及のある投資協定が少しずつ増加している。Cf. Shima, “The policy landscape for international investment by government-controlled investors,” *op.cit.*, p.11.

⁷⁵ 中国＝ガーナ投資協定にも同様の投資家の定義がある。Cf. Blyschak, P., “State-owned enterprises and international investment treaties: When are state-owned entities and their investments protected?” *Journal of International Law and International Relations*, vol.6(2), 2011, pp.21-22. また、サウジアラビア＝インド投資協定や、クウェート＝ドイツ投資協定では、サウジアラビアやクウェートの側の投資家の定義に「政府系ファンド」が含まれている一方、インドやドイツの側の投資家の定義にはそうした言及がない。Cf. Shima, “The policy landscape for international investment by government-controlled investors,” *op.cit.*, p.15.

⁷⁶ ICSID 条約の前文は「国際的な民間投資(private international investment)の役割を考慮し」と述べ、また 25 条 1 項は、「センターの管轄権は、締約国...と他の締約国の国民(a national of another Contracting State)との間で投資から直接生ずる法律上の紛争」に及ぶと規定する。

裁の利用資格を持たないとされる⁷⁷。

他方、政府自身ではなく、政府が（完全にまたは部分的に）支配する企業（国有企業や政府系ファンドを含む）については、ICSID 条約にいう「国民(national)」に該当し、仲裁の利用資格が認められる、という見解が同条約の起草過程では示されていた⁷⁸。この考え方に従うとすれば、問題は、利用資格を認められる政府系企業の範囲である。これについては、同条約の起草において主要な役割を果たした Broches の説く判断基準が著名である。彼によれば、現代では公的投資／私的投資の形式的な区別は維持しえないのであり、政府が所有する企業であっても、①政府の機関として行動したり、②本質的に政府の機能を果たしたりするのでない限り、ICSID 条約にいう「国民」として認めるべきことになる⁷⁹。つまり、政府系企業による投資活動であっても、その行動が商業的原理に則ったものであれば、私企業による投資と同様にみなすことができ、仲裁による保護の対象になるという立場である。

過去の仲裁判断を見ると、例えば CSOB 対スロバキア事件では、ホスト国であるスロバキア側から、原告の CSOB はチェコ政府が 65%の持分を保有する国有銀行であり、かつ政府機関としての政府機能を担っているので、ICSID 仲裁の利用資格を持たないと主張がなされた⁸⁰。これに対し仲裁廷は、ICSID 条約の起草過程や Broches の見解に言及しながら、たとえ政府が支配する主体であっても、それが政府の機関として行動したり本質的に政府の機能を果たしたりするのでない限り、仲裁の利用資格を認めうとした⁸¹。そして本件については、仮に CSOB の活動がチェコ政府の政策目的を促進するような面があったとしても、当該投資が「本質的に政府の機能」を果たしているかを判断するためには、投資家の活動の目的(purpose)ではなく性質(nature)に注目すべきであり、その行動がそれ自体として政府性よりも商業性を帯びているかが決定的な問題であると言う⁸²。したがって、CSOB の活動が国家政策により動機づけられていたり、国の政策や補助金から利益を受けていたりすることは重要ではなく、むしろ、CSOB が私的商業主体としての能力の範囲内で活動し、政府の排他的権能に属する行為（立法・行政行為や政策形成）に関与していなかったことから、本件における投資活動の性質は商業的なものであると判断された⁸³。このように、政府系企業による投資は、たとえそれが政府の政策を推進する目的でなされたとしても、事

⁷⁷ Schreuer, C.H. (with Malintoppi, L., Reinisch, A. and Sinclair, A.), *The ICSID Convention: A Commentary* (2nd ed.), Cambridge University Press, 2009, p.161.

⁷⁸ *Ibid.*

⁷⁹ Broches, A., “The Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States,” *Recueil des cours: Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, vol.136, 1972-II, pp.354-355.

⁸⁰ 本件で CSOB は、債権回収についてスロバキアの企業と契約を結び、その契約の履行をスロバキア政府が保証していたところ、同契約及び保証が履行されなかったとして仲裁を提起した。*Ceskoslovenska Obchodni Banka, a.s. v. The Slovak Republic*, ICSID Case No. ARB/97/4, Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction, 24 May 1999, paras.1-3.

⁸¹ *Ibid.*, para.17.

⁸² *Ibid.*, para.20.

⁸³ *Ibid.*, paras.23-27.

業内容それ自体が私企業によっても一般に実施されうる性質のものであれば、ICSID 仲裁の利用資格は認められるのである。

(3) 投資の設立が許可されなかった場合にも投資協定の保護対象になるか

多くの投資協定では、外国投資がホスト国により受け入れられ、投資が設立 (establish) された段階以降を保護の対象とするため、外資規制により投資が許可されずそもそも投資の設立に至らなかった場合は、当該処分を投資仲裁に付託して争うことは難しい。ただし、事前審査型の外資規制ではなく、投資設立後に事後的に審査が行われる場合や、当局との間で安全保障上の懸念緩和のための合意を締結することで投資の設立が一応認められた場合などは、ホスト国に投資財産が存在しているため、それを基盤として投資仲裁にこれらの外資規制措置を提訴することも可能となろう。

他方、投資協定の中には、投資設立前の内国民待遇・最恵国待遇 (Pre NT/MFN) を付与するものもある⁸⁴。これは、これから投資をしようとしている外国投資家に対し、ホスト国の国内投資家、あるいは第三国の外国投資家と同等の待遇を与えるものである。こうした協定の場合、投資家の定義も拡張され、投資家とは他方の締約国の領域内に「投資を行おうとし、行っており、またはすでに行ったもの(seeks/attempts to make, is making or has made an investment)」などと規定される。こうした Pre NT/MFN の規定を含む投資協定であれば、事前審査型の外資規制により投資の設立が許可されなかった場合にも投資仲裁を提起しうる余地がある。もっとも、投資協定では、センシティブな分野は当初からネガティブリストにより規律対象外としていることも多く、そうした除外分野における投資に関しては投資仲裁による保護を受けることはできない。また、外資規制の運用に関して他の投資家との差別を Pre NT/MFN に基づき問題としうる場合であっても、そもそも投資が許可されなかったのであれば、投資家に事業上の損失がほとんど生じていないことも予想され、投資仲裁を通じていかなる救済を求めうるのかが問題となる⁸⁵。

⁸⁴ 米国やカナダ、日本が締結する投資協定には、Pre NT/MFN を規定するものが多い。

⁸⁵ 過去の投資仲裁では、救済の方法は損害賠償にほぼ限定されている。損害賠償以外の救済を認容しうるかに関して、参照、西村弓・小寺彰「投資協定仲裁における非金銭的救済」(独)経済産業研究所ディスカッション・ペーパー14-J-006 (2014年)。なお、投資設立前に行われた予備的な支出が損害賠償の対象となるか否かについて、過去の仲裁判断では、ホスト国側が投資家との交渉過程において、投資の許可や投資契約の締結に向けて確実な同意や保証を与え、そのうえで投資家が行った支出についてのみが保護対象になるとされてきた。例えば Nagel 事件で仲裁廷は、投資前支出が保護対象となるためには、それが単なる潜在的(potential)な利益ではなく、具体的(real/well-founded)利益、あるいは将来の正当な期待 (legitimate expectation) 利益であることが必要だと述べている (Nagel v. Czech Republic, SCC Case 49/2002, excerpts from award reproduced in Stockholm Arbitration Report 2004:1, pp.157-158)。また、F-W Oil Interests 事件の仲裁廷は、投資前支出の保護可能性について、単に投資家の側に一方的な期待があっただけでは不十分であると述べ、ホスト国が様々な可能性を留保しながら投資家と交渉を行っている段階では、投資家が行った事前支出は管轄権を成立させるような投資財産とはならないと判断した (F-W Oil Interests, Inc. v. Republic of Trinidad and Tobago, ICSID Case No. ARB/01/14, Award, 3 Mar 2006, paras.141,

なお、ICSID 仲裁を利用する場合は、たとえ投資協定が投資設立前の権利を投資家に付与していたとしても、ICSID 条約 25 条の文言は「投資財産(investment)」が現実に存在することを求めているため、単に計画されただけの投資から生じた紛争は、ICSID 仲裁の管轄権の基礎を生み出すことはないとする⁸⁶。

(4) 外資規制は投資協定の実体規範に違反しうるか

上記の検討により、外資規制における行政庁の行為についても、幾つかの重大な制約はあるにせよ、投資仲裁の管轄権が成立しうることが示された。そこで次に、外資規制が投資協定の実体規範に違反する場合がありますかを検討していく。ここでは主要な実体規範として、無差別原則と公正衡平待遇を取り上げる。

(a) 無差別原則（内国民待遇・最恵国待遇）

無差別原則に関して問題となりうるのは、国有企業や政府系ファンドといった政府支配の投資家に対して加重的な審査体制をとることが、民間投資家との比較において差別に当たるかかどうかである。この点、投資協定では通常、無差別原則を適用する前提として、比較対象となる投資家の間に「同様の状況(like circumstance)」が存在することが求められる。過去の仲裁判断は、投資家が「同様の状況」にあるか否かを判断する基準として、投資家の異なる取扱いを正当化するような規制目的が存在するかどうかに着目してきた⁸⁷。つまり、規制上で置かれている文脈や状況が同じであれば、それらの投資家は対等な扱いをすべきであり、逆に、規制の目的に照らして異なる取扱いをされてしかるべき投資家は、そもそも「同様の状況」になく比較の対象にはならない。

こうした判断基準を踏まえると、外資規制の目的である国家安全保障や公の秩序の維持にとって、外国政府支配の投資家が特別に重大な脅威をもたらす恐れがあると言えれば、それらに対して通常の投資家より厳格な審査体制を設けたとしても、「同様の状況」にないため差別を構成しないことになる。もっとも、国有企業や政府系ファンドの組織構造や行動様式は千差万別であり、政府からの独立性が高く商業的原則に則って活動している主体まで加重的な審査の対象とすることは不当であるようにも見える。しかし、外国政府支配の投資家がそうした民間投資家に近い性質を実際に持っているかどうかは、審査を行ってみて初めて分かることである。国有企業や政府系ファンドが、資金調達やリスク管理、説明責任、情報収集などの面で、民間企業には持ち得ない固有の特性を享有しうる以上、これら政府系の投資家をまずは一括して別扱いとし、個々の主体の事情は審査の過程で考慮

164)。

⁸⁶ Schreuer, *The ICSID Convention: A Commentary* (2nd ed.), *op.cit.*, pp.124, 136.

⁸⁷ *Parkerings-Compagniet AS v. Republic of Lithuania*, ICSID Case No. ARB/05/8, Award, 11 Sep 2007, para.371.

していくという体制も、あながち不合理ではないだろう。

(b) 公正衡平待遇 (fair and equitable treatment)

投資家に「公正かつ衡平な待遇」を与える義務は、投資協定で定められる投資保護の実体規範のうち最も重要な位置づけを占める。もっとも、「公正」や「衡平」という概念は非常に曖昧であり、どのような場合に違反が成立するのか、条文から直ちには明らかでない。

これまでの仲裁判断において公正衡平待遇違反が認められた例としては、透明性・一貫性・合理性を欠く行為、投資家に対する恣意的な扱い、適正手続の欠如、著しい手続遅延、裁判拒否、強制、ハラスメントなどがある⁸⁸。こうした、いわば理不尽で信義誠実に欠けるホスト国の行為を幅広くカバーしうるのが本規定の特徴である。そして、これらと並ぶ、基本的な判断基準として重視されるのは、ホスト国政府の行動に関して投資家が抱くに至った「正当な期待」の保護である。つまり、通常であれば投資家が想定してよい状態の実現が政府の行為により阻害され、それによって経済的損失を被ったとき、公正衡平待遇の違反を問うことができる⁸⁹。その意味で、これは、ホスト国政府と投資家の間に通常成立しうる合理的な信頼を保護しようとするルールであると言える。

したがって、外資規制法令が存在する国への投資に対し、当該法令が正常に適用された結果として損失を被ったのであれば、それは予見の範囲内の正当な規制であり、公正衡平待遇違反は成立しない。他方、法令の適用に明らかな恣意性・不透明性があり、法令自体からは予見しえない形で損害を受けたとすれば、公正衡平待遇の違反が成立しうる。これは、国内訴訟で行政庁の裁量権の濫用を主張しうるケースと重なり合う面がある。この場合、公正衡平待遇の趣旨は、外国投資家に対する政府の公権力行使において何らかの権限濫用があった場合に、それを国際法上の違法行為とする点にあると言える。

また、例えば投資を許可された国有企業や政府系ファンドに対して、コーポレート・ガバナンスの適正な実施などを求めるような規律を新しく国内で導入する場合、それは公正

⁸⁸ EU とカナダの間の経済連携協定第 X.9 条は、先例法理を通じて形成された公正衡平待遇の意味内容を踏まえ、公正衡平待遇の違反が成立しうる状況を、以下のように具体的に列挙している。「一つの又は一連の措置が次のものを構成する場合には、締約国は公正かつ衡平な待遇の義務に違反する。

- ・ 刑事、民事、行政手続における裁判拒否
- ・ 適正手続の重大な欠如（司法的及び行政的手続における透明性の重大な欠如を含む）
- ・ 明白な恣意性
- ・ 性差、人種、信仰など明白に不当な理由に基づく標的化された差別
- ・ 強制、脅迫、ハラスメントなど投資家を虐げる取扱い
- ・ 締約国が公正衡平待遇義務の追加的な要素として採択したものへの違反」

⁸⁹ なお、Duke Energy 事件の仲裁判断は、「正当な期待」の分析に際しては、「当該投資をとりまく事実だけでなく、ホスト国に存在する政治的・社会経済的・文化的・歴史的状況も含め、あらゆる事情を考慮に入れねばならない」と述べる。Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil S.A. v. Republic of Ecuador, ICSID Case No. ARB/04/19, Award, 18 Aug 2008, para.340.

衡平待遇との関係で問題を含むだろうか。言い換えれば、投資家はホスト国の政策や法制度の安定性をどこまで「正当に期待」できるのだろうか。これは先例によれば、投資を行った時点で投資家が前提とした制度的環境が、その後も全く変化しないことまで期待することはできない。ホスト国は、様々な公益の実現のために時宜に応じて規制を導入する正当な権限を持つため、投資家の「正当な期待」もそれとの兼ね合いにおいて捉えられねばならないからである⁹⁰。したがって、ホスト国が投資家に対して投資誘致のために従来の法制度の不変更を特定の約束手続きに約束していたような場合を除けば、安全保障などの公益の促進のためにホスト国が必要と判断した規律を投資家に対して事後的に課すことも、投資協定上は適法なものとして認められうる。

(5) 安全保障例外

投資仲裁におけるホスト国側からの抗弁として、投資協定中の安全保障例外を援用することが考えられる。世界全体の投資協定のうち 9 割程度は安全保障例外を規定していないが⁹¹、もし規定がある投資協定が援用された場合、外資規制に関わる紛争ではこの例外条項が重要な意味を持つ。

投資協定の実体規範に反する行為であっても正当化されうる状況として、例えば米国やインドのモデル投資協定は、「安全保障上の重大な利益 (essential security interest)」の保護という概念を用いる。また、ドイツのモデル投資協定は「公の安全と秩序 (public security and order)」、ロシアやメキシコは「国家安全保障 (national security)」の語句を用いる。ほとんどの場合、これらの安全保障概念は協定中で定義・説明されていない。したがって、投資仲裁においてこれらの規定が援用された場合、安全保障概念が何を意味するのか、そして、問題の外資規制が真に安全保障を目的としたものか否かを、誰が判断するのかが決定的に重要となる。

通常であれば、第三者による紛争解決である以上、これらの点についても仲裁廷が判断権を持つことになろう。しかし、米国やカナダの投資協定における安全保障例外は、「自国の安全保障上の重大な利益の保護のために自国が必要であると認める措置 (measures that it considers necessary for the protection of its own essential security interests)」という形で、ホスト国の自己判断権を認めるような文言を用いている。こうした規定方法がとられている場合、仲裁廷はホスト国の安全保障上の判断をそのまま受け入れるほかないのであろうか。

こうした自己判断型の安全保障例外が投資仲裁において解釈適用された事例はまだ存在しない。より対象を広げると、例えば国際司法裁判所(ICJ)のニカラグア事件判決は、米国

⁹⁰ *Saluka Investments BV (The Netherlands) v. The Czech Republic*, UNCITRAL, Partial Award, 17 Mar 2006, para.305; *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, Award, 8 Oct 2009, para.217.

⁹¹ Burke-White, W.W. and von Staden, A., "Investment protection in extraordinary times: The interpretation and application of non-precluded measures provisions in bilateral investment treaties," *Virginia Journal of International Law*, vol.48(2), 2008, p.313.

とニカラグアの友好通商航海条約 21 条が規定する自己判断型でない安全保障例外につき、GATT21 条が規定する自己判断型の安全保障例外と対比しつつ、これは安全保障上の必要性の有無を当事国の主観的な判断に委ねるものではなく、裁判所が審査を加えることができると判断した⁹²。投資仲裁においても、アルゼンチンが経済危機に際して導入した措置が、米国＝アルゼンチン投資協定 11 条に規定する自己判断型でない安全保障例外によって正当化されうるかが争われた際、幾つかの仲裁廷は、上記 ICJ 判決に言及しつつ、この条項の解釈適用に関する問題は仲裁廷の審査に服すると述べた⁹³。

一方、LG&E 事件の仲裁廷は、米国＝アルゼンチン投資協定の起草過程を検討することで、この安全保障例外は当事国の自己判断を認める趣旨ではなかったとの結論にやはり至りつつ、仮にこの条項が自己判断的であったとしても、アルゼンチンの措置は依然として仲裁廷による誠実性審査 (good faith review) に服すると述べた⁹⁴。後半部分は仮定の議論であり、傍論に属するものの、自己判断型の条項についても裁判所は一定の審査をなしうるという考え方は、恐らく諸国の間でも支持されうる見解である⁹⁵。もしホスト国が自己判断型の例外条項を援用した場合に、仲裁廷は一切の審査をせず常にそれを受け入れなければならないとすれば、投資協定の規律はほとんど意味のないものになるだろう。したがって、自己判断型の安全保障例外が規定されている場合であっても、少なくとも仲裁廷は、当該条項に基づく主張が著しく誠実性を欠いていないか (明らかに安全保障とは関係しない事案における援用や、偽装された保護主義など、例外条項の濫用に当たる状況が存在するか) については、審査権限を持つと理解すべきである。

なお、極端な例として、インド＝シンガポール包括経済連携協定 6.12(4)条は、安全保障の名の下にとられたいかなる締約国の決定も、司法判断に服さない (non-justiciable である) と規定する。また米国＝ペルー自由貿易協定 22.2 条の脚注は、仲裁において安全保障例外

⁹² *Case Concerning Military and Paramilitary Activities In and Against Nicaragua (Nicaragua v. United States of America)*, Judgment of 27 June 1986, paras.221-222, 282. なお、オイル・プラットフォーム事件判決においても ICJ は、米国＝イラン友好通商航海条約 20 条に規定される自己判断型でない安全保障例外につき、ニカラグア事件判決を踏襲して、その解釈適用は裁判所の審査対象になり得ると判断した。 *Case Concerning Oil Platforms (Islamic Republic of Iran v. United States of America)*, Judgment of 6 Nov 2003, para.43.

⁹³ *CMS Gas Transmission Company v. The Republic of Argentina*, ICSID Case No. ARB/01/8, Award, 12 May 2005, para.373; *Enron Corporation and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, Award, 22 May 2007, para.339.

⁹⁴ *LG&E Energy Corp., LG&E Capital Corp., and LG&E International, Inc. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/1, Decision on Liability, 3 Oct 2006, paras.212-214. 本件を初めとする対アルゼンチンの一連の仲裁判断に関する分析として、川瀬剛志「投資協定における経済的セーフガードとしての緊急避難—アルゼンチン経済危機にみる限界とその示唆—」(独)経済産業研究所ディスカッション・ペーパー-09-J-003 (2009 年) を参照。

⁹⁵ 例えば 1995 年の米国＝アルバニア投資協定に関する大統領の議会教書は、安全保障例外はその性格上、自己判断的な条項であると説明しつつ、それが誠実な形で適用されることを各締約国は想定していると述べる。 Cf. Mendenhall, J., "The evolution of the essential security exception in U.S. trade and investment agreements," in Sauvant, Sachs and Schmit Jongbloed, *Sovereign Investment, op.cit.*, p.327.

が援用された場合、仲裁廷は必ずそれを受け入れなければならないと明記する。このような規定を設ければ、確かに仲裁廷の審査権限は完全に排除されるが、上述の通りそれは条約の存在意義自体をも失わせる恐れがあり、賢明な選択とは言えないであろう。自己判断型の条項を導入し、安全保障上の脅威に関する実体判断については当事国の決定を基本的に尊重させるにせよ、せめて誠実性審査の余地を仲裁廷に残すような文言にしておくことは、例外の濫用を防ぐ意味で締約国双方にとって利点があると考えられる。

もともと、かかる規定方法では、明白な濫用と認定されない限り、当事国による判断が尊重されることになるため、安全保障の範囲に含まれる事項が節度なく広がる恐れが依然として残っている。この点につき、例えば日中韓投資協定 18 条は、自己判断型の安全保障例外を定めているものの、以下に引用するように、安全保障の対象事項を明確に限定しており、しかもその第 2 項では、例外の濫用が禁止される旨を明記している。

【日中韓投資協定 18 条】

1 この協定の他の規定（第十二条の規定を除く。）にかかわらず、各締約国は、次の措置をとることができる。

(a) 自国の安全保障上の重大な利益の保護のために必要であると認める (it considers necessary for the protection of its essential security interests) 次の措置

(i) 戦時、武力紛争の時その他の自国内又は国際関係における緊急時にとる措置

(ii) 兵器の不拡散に係る国内政策又は国際協定の実施に関連してとる措置

(b) 国際の平和及び安全の維持のため国際連合憲章に基づく自国の義務に従ってとる措置

2 各締約国は、この協定（第十二条の規定を除く。）に基づく義務に適合しない措置を 1 の規定によりとる場合であっても、当該義務を回避するための手段として当該措置を用いてはならない。

同様に、カナダのモデル投資協定 10 条も、自己判断型の安全保障例外を定めつつ、その対象事項を次のように詳細に特定している。

【カナダ・モデル投資協定 10 条】

4 この協定のいかなる規定も、以下のように解釈されてはならない。

(b) 締約国が自国の安全保障上の重大な利益の保護のために必要であると認める (it considers necessary for the protection of its essential security interests) 次の措置をとることを妨げること

(i) 武器、弾薬、及び軍需品の取引、並びに軍事その他の安全保障上の施設に供給することを直接または間接の目的として行われるその他の貨物、原料、役務、技術の取引に関する措置

(ii) 戦時その他の国際関係の緊急時にとる措置

- (iii)核兵器又は他の核爆発装置の不拡散に係る国内政策又は国際協定の実施に関連してとる措置
- (c)国際の平和及び安全の維持のため国際連合憲章に基づく自国の義務に従った措置をとることを妨げること

これらの条文の文言は、GATT21条の安全保障例外の規定を下敷きとしたものであり、いわば伝統的に安全保障に関わる問題として認められてきた内容である⁹⁶。ただ、例外の対象をここまで限定すると、安全保障に影響しうる他の様々な事態に対処できなくなるとの懸念も生じるかもしれない。しかし、既に(4)で述べたように、投資協定の実体規範は、正当な政策目的に基づく合理的な規制についてまで違法とする趣旨ではないため、安全保障上の真正な必要性が認められる措置はそもそも協定違反を構成せず、例外条項に依拠することを要しないと思われる。むしろ、対象に限定のない安全保障例外を置いてしまうことで、例外の幅が際限なく広がり、投資協定の規律が骨抜きになる危険の方を重視すべきであろう。したがって、投資協定に安全保障例外を設ける場合は、その対象となる事態を可能な限り明確に特定すべきであり、また日中韓投資協定のように例外の濫用防止を図る規定を置くことも望ましい⁹⁷。このように例外の援用可能性を狭く限定したとしても、締約国が安全保障の観点から外資規制を行うための政策上の余地は十分に確保される。

6. 結論と政策的示唆

以上の考察から、次のような結論と政策的示唆が導かれたと思われる。

(ア) 日本も含む主要国の外資規制法令においては、外国投資の可否の判断基準として、国家安全保障や公の秩序などの抽象的な概念を用い、実質的には行政庁に裁量的な判断権を与えている。安全保障上の脅威の特性からして、こうした柔軟性の高い判断基準を設けることもやむを得ない面はあるが、他方で、過剰に広範で不確実性の大きい外資規制は投資家に重大な萎縮効果を与え、投資の誘致による経済成長の機会を損なってしまう恐れがある。外国投資に対する開放性と、安全保障の観点からそれを規律する余地を、いかにバランスよく両立させるかが今日における重要な政策課題であり、そのために国際レベル及び各国レベルでは様々な取組みが進められている。

⁹⁶ 同様の安全保障例外を規定するものとして、NAFTA2102条、ニュージージーランド＝シンガポール経済連携協定 76条、インド＝シンガポール経済協力協定 6.12条などがある。

⁹⁷ 濫用防止規定の別の形式として、例えば日本＝フィリピン経済連携協定 99条は、安全保障例外による正当化の条件として、「それらの措置を、他方の締約国に対する恣意的若しくは不当な差別的手段又は自国の区域内にある他方の締約国の投資家の投資財産に対する偽装した制限となるような態様で適用しないこと」という GATT20条柱書と同様の規律を置いている。

(イ) そのような取組みの比較検討を通じて、外資規制の合理的な制度設計の基盤となるべき諸原則を抽出し、本稿 4.(5)に整理した。その項目名のみここで再度掲げておくと、①外資規制の最終手段性（黄金株制度の活用、業法による出資規制、脅威除去に関する条件付きの投資許可）、②審査体制及び審査手続の適正化（メンバーの多角性・専門性、厳密な危険性評価、無差別性、不合理な遅延の防止、投資家に対する意見聴取や情報開示などの適正手続）、③外国政府支配の投資家に対してはサンチャゴ原則などを基準とした審査方針を確立する、といった内容である。これらの諸原則に従うことで、外国投資審査の透明性及ち中立性は高まり、外国投資家からの信頼性も向上すると思われる。

(ウ) 国有企業・政府系ファンドなどの外国政府支配の主体による投資に対し、幾つかの国では、民間の投資家よりも加重された審査体制をとり、より多くの投資案件を審査の対象としている。また、安全保障上の脅威の判断枠組みにおいても、外国政府支配の投資家に関しては追加的な考慮事項を設けていることが多い。これらの投資家が外国政府との間に特別な関係を持ち、少なくとも潜在的には安全保障上のリスクを増幅しうることに鑑みれば、こうした審査体制もあながち不合理とは言えない。他方、日本ではこうした特別な審査体制は設けられておらず、今後その導入の可否について検討が進められるべきである。

(エ) 外資規制においてなされる行政庁の決定は、国内法廷においてその適法性を争いうることに加え、投資協定に基づく国際的な仲裁法廷へと提訴しうる可能性もある。仮に、行政庁の決定において、当該投資家に対する明らかに恣意的な処遇や、適正手続の著しい欠如などが含まれていることを立証できれば、投資協定上の公正衡平待遇違反などが認定されうる。言い換えれば、行政庁には、そうした違法認定を受けないための取組みとして、OECD の外資規制ガイドラインなどに示された公法上の適正な処遇に関する諸基準を自国の法制度に取り込み、恣意的な法運用や適正手続を欠く決定がなされないような外資審査体制を構築していくことが求められよう。