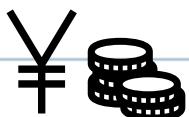


経済安全保障とM&A －M&A市場に映る国家の輪郭－

2026/2/10

はじめに

日本関連M&A事例の増加



- **日本企業を巡る支配権市場**において、外資からの買収提案は表に出る案件だけでも増加し、水面下では更に様々な動きがあることは想像に難くない。
- ✓ **55兆円(3,500億ドル)**: 2025年通期で見た、日本企業が関わるM&Aの総額

[例]



Bloomberg

ファイナンス 国際情勢 企業 テクノロジー 経済・政策 オピニオン ブルームバーグについて

日本関連のM&A、25年は過去最高の55兆円—企業統治改革が呼び水に

- PEやアクティビストが主導、非公開化やインド投資が加速
- 日本のディールメークィングは極めて多忙だ—ジェフリーズ



我が国の企業支配権市場が、**地政学と無関係ではあり得ない**という冷厳な現実

1. Manuel Baigorri, Pei Li, Dong Cao, "日本関連のM&A、25年は過去最高の55兆円—企業統治改革が呼び水に", Bloomberg, 2025/12/20, <https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2025-12-20/-m-a-25-55>



制度・企業の側から見た視座

強調するべき6つの視点

日本の強みである技術をはじめとする
無形資産が市場で過小評価され、
外国資本からの買収動機を生んでいる

日本企業を狙う外資によるM&Aの動きを、
外国為替及び外国貿易法（外為法）
一本足では守りきれない

国家は「外部の規制者」ではなく、
企業を成り立たせる制度そのものとして、
ステークホルダーとして位置付けるべき

「守り」は、民からの資本形成・ファイナンスを
含む**「救済」や「抑止」の設計**を
伴わなければならない

買収の資本の流れを見抜く
インテリジェンスと、それを集約する
「日本版CFIUS」の必要性

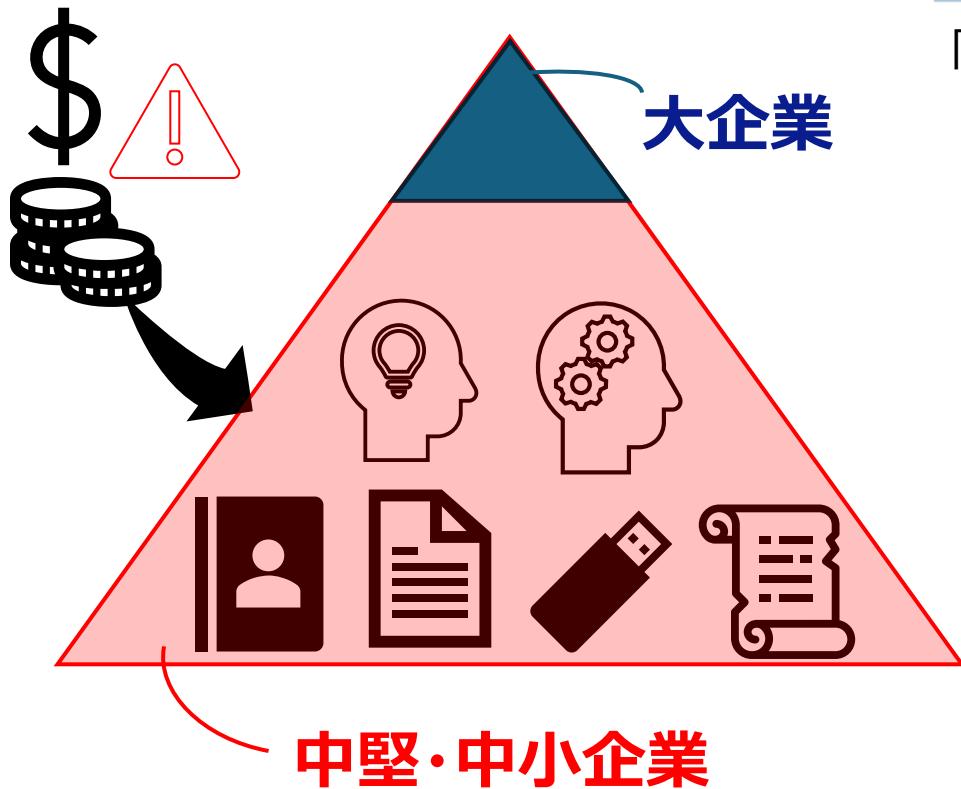
同盟国資本は「味方」とは決めつけられず、
ファンドの**最終エグジット管理**こそクリティカル

「安い日本」－買収動機の核心－



日本には**独自技術や高い技術**を持つ企業が多いのに、**株価がそれほど高くない**

- 「**安くてうまい**」標的として、企業価値が100億円を切つていて、安全保障に関わる高い技術を有する企業（コア業種で中堅企業に比較的多い）
- ✓ 100億円未満企業は、時価総額が低く、株式流動性が低い、すなわち1%から数%の取得が経営に与える影響が大きい。したがって、外為法の「比率基準」が、100億円未満企業で鋭く効くという実態が実務上存在



「弱い輪」が狙われる －安全保障の常識－

- サプライチェーンを構成する**中堅・中小企業、ニッチ技術、特許の束、製造ノウハウ、熟練労働、顧客データ**。こうした価値は株価に反映されにくい一方で、一度奪われれば取り返しがつかない



「株価に反映されない価値をどう救うのか」
という姿勢が問われる

M&A市場における経済安保の課題

市場機能を最大限活かしながら守るべきものを守るという矛盾を抱えた線引き

■ 過剰な国家介入の副作用にも目配りをしつつ、健全な資本主義にとって有害にならないように配慮

- ✓ 市場による価値創造の歪み
- ✓ モラルハザード蔓延
- ✓ 資本配分の非効率化
- ✓ 外国投資家の信頼の低下 等



既存の法的枠組み：外為法

■ 現在、多くの経営層が、外為法における指定業種としての意義を意識するよう

- ✓ **対内直接投資規制**：外国資本からの出資比率が10%から1%へ引き下げられ、買収に対する抑止力に一定の意味を持った（2020年の法改正）

 検索

日本経済新聞

朝刊・夕刊 LIVE Myニュース 日経会社情報 人事ウォッチ

トップ ▾ 速報 ▾ ビジネス ▾ マーケット ▾ 経済 ▾ 国際 ▾ オピニオン ▾ もっと見る ▾

外資規制強化、株1%以上に届け出義務 外為法改正へ



外為法の限界と課題

- 外為法の射程は狭く万能ではないが、政策側も過度な期待を寄せられることを忌避
 - ✓ 国際収支・対外取引の管理を基調としつつ、安全保障審査を拡張してきたという現実
 - ✓ J-POWERのような国策企業と同じ強度の介入を政府に求めることは不可能を強いることに近い
- 指定業種のインベントリについて、安全保障のロジックでは設計なされていない
 - ✓ 例えば農林水産において、「肥料」のように重要物資を起点に部分最適での追加はなされるが、「食料システム全体」という全体最適の観点は、しばしば抜け落ちる

[参照]

外為法の目的（外為法第一条）

この法律は、外国為替、外国貿易その他の对外取引が自由に行われることを基本とし、对外取引に対し必要最小限の管理又は調整を行うことにより、对外取引の正常な発展並びに我が国又は国際社会の平和及び安全の維持を期し、もつて国際収支の均衡及び通貨の安定を図るとともに我が国経済の健全な発展に寄与することを目的とする。

- 原則…对外取引が自由に行われることが基本
- 例外…必要最小限の管理又は調整 → 对外取引に制限がかかる場合がある
 - ① 経済制裁：テロ、国際約束に違反した核兵器の開発などに関する資金の遮断、資産凍結
 - ② 投資規制：防衛産業、原子力、水道、鉄道、ソフトウェアなど、海外資本による買収に一定の制限
 - ③ 経済有事：外国為替市場の急激な変動、急激な資本フローによるマクロ経済への悪影響が及ぶ場合



外為法の限界と課題

二国間におけるM&Aを巡る制度上の非対称性

- セブン＆アイの件を例にとれば、総じて、**カナダの外資規制は日本の外資規制よりも厳しい**
- ✓ **法制度のイーケアル・フッティング**: 二国間にわたるM&A、特にそれが安全保障に関わる場合においては、重要な論点

	カナダ投資法 (Investment Canada Act) 	外為法 
純便益審査 (Net Benefit Review)	非カナダ人（外国人）による一定の金額閾値を超える事業買収において、事前申請と 当局（革新・科学・経済開発大臣、文化遺産大臣）による承認が必要 ○審査基準：カナダにとって「純便益」をもたらす可能性が高いか否か* *カナダにおける経済活動の規模及び性質、対象会社におけるカナダ人の参加の程度及び重要性等	✗ (該当項目無し)
国家安全保障審査 (National Security Review)	投資額に関わらず、全ての外国投資において、カナダ政府による承認が必要 ○審査基準：国家の安全保障を損なうか否か* *「食料安全保障」を根拠に、世論の圧力を背景とした審査の可能性	✗ (該当項目無し)

制度的課題は多数存在 –外為法は必要条件に過ぎない–

- 「**安くてうまい**」企業を守るには外為法の他、ファイナンス、インテリジェンス、ガバナンス、さらにはサイバーセキュリティの面での支援が必要
- ✓ **GOCOの仕組み(経済安保法第44/45条)**: 買収に対する大きな抑止力となるが、適用範囲は局限されている



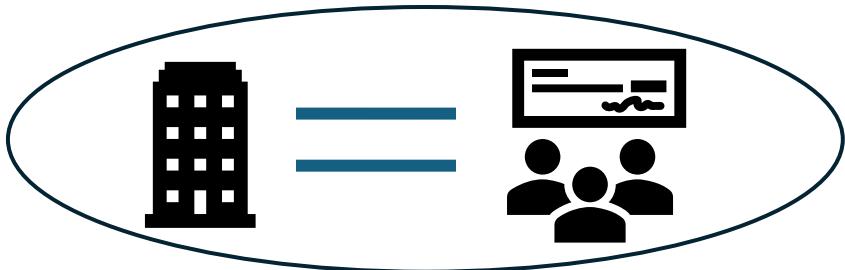
経済安全保障の裾野が広がるのならば、制度もまた、
時代の要請に従って不断の見直しが図られるべき

ステークホルダーとしての国家

企業の説明責任を負うのは、顧客、従業員、サプライヤー、“コミュニティ”、株主

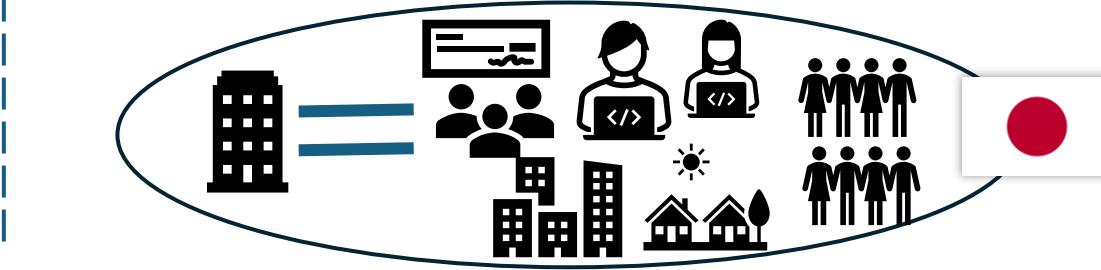
株主第一主義

- 上場企業の生殺与奪を握るのは株主



ステークホルダー資本主義

- そもそも会社を成立させているのは国家制度



✓ 経済安全保障に関わるか否かは国家の決定の下にあるとすると、「コミュニティ」の延長線上に国家が位置付けられるという考え方

企業を巡る法制度 –安全保障の観点からの規律–

- 企業に関するルール*以外に、実際は安全保障の観点からの規律が、広義の企業法の中に浸透
 - ✓ **経済安全保障推進法**: ターゲットとする特定社会基盤事業15分野には、まずそれぞれの事業法が存在
 - ✓ **定款**: 広義の保安的な観点や助成的な観点から、規律している各行政法に合致しているかどうかが前提
 - ✓ **外為法**: 経済安全保障という観点から、コア企業の株式取得に制限を設けている
 - ✓ **特定秘密保護法/重要経済安保情報保護活用法**: 国家の保有する情報を、企業に伝達することが前提
 - ✓ **不正競争防止法**: 企業内の営業秘密の保全について、国が緩やかな形で介入し、規律している部分が存在
 - ✓ **サイバー対処能力強化法及び同整備法**: 企業で発生したサイバーインシデントを国と共有する仕組み

*商法、会社法、労働法、倒産法、税法、知的財産法、金融商品取引法、等

世界経済の変容



グローバリゼーション経済からディリスキング経済へ

- マクロ経済の変容が、ミクロ経済のエンティティである企業に影響
- ✓ コスト(価格)とエフィシエンシー(効率)だけ追求する訳にはいかなくなった



事案：エフィッシモ vs. 東芝



EFFISSIMO
CAPITAL MANAGEMENT



TOSHIBA



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

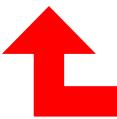
株主提案権と経済安全保障



- 「**株主提案権は、本当に国家の安全保障と関連したときに、どちらがどう優先されるべきなのか**」という議論
- ✓ 株主権は企業統治の中核である一方、安全保障は国家の存立に直結

両者が真正面から衝突する局面が増える以上、
あらかじめルールと手続を整える必要があるのではないか

- エフィッシモが東芝に提示した**株主提案が否決**。株主総会が適切に運営されたかの調査のため、外部弁護士の調査の下、調査報告書をまとめる
- ✓ **調査報告書**: 東芝が経済産業省と連携して、エッフィシモ側に株主提案を取り下げるよう働きかけたと認定。東芝と経産省は、外為法に基づく権限を発動させ、東芝と経産省の行為は、「**不正に株主提案権の行使を制約しようとするもの**」と批判

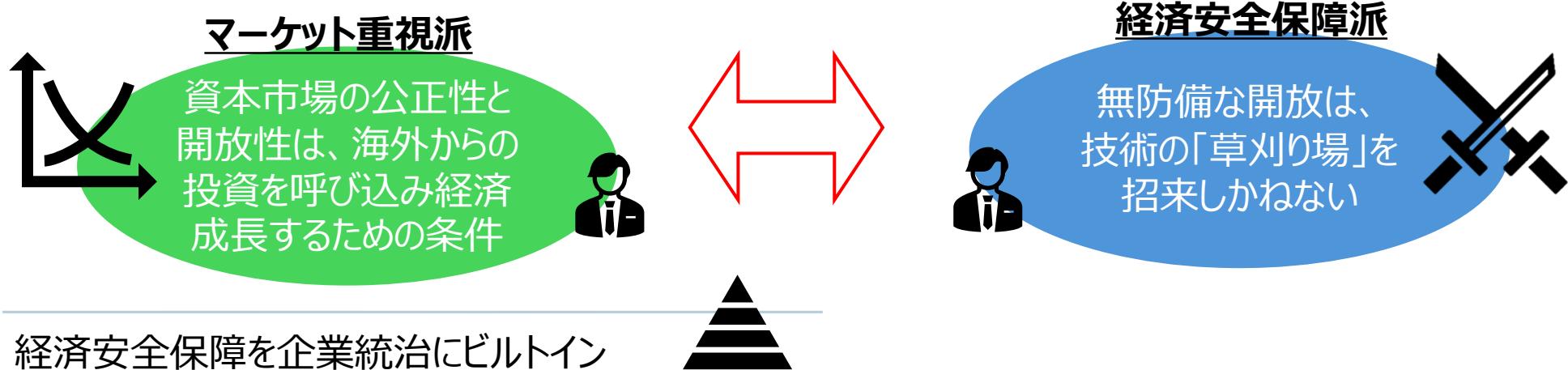


- 東芝は原子力や量子技術など**安全保障上の重要技術**を抱える。東芝が経産省に情報提供し、経産省が動いたことは適法
- ✓ 外為法は安全保障上、重要な事業を行う日本企業の株式を1%以上保有する海外投資家に対し、本人や密接な関係者の役員就任に株主総会で賛成する場合、事前届出を義務づける。政府は審査で問題があると判断すれば、計画の変更や中止を勧告・命令できる

「投資誘致」と「技術保全」－二律背反の下での企業統治－

価値の二重性が、経済安全保障の制度設計を困難に

- 同じイシューでも省庁や部署で反応が異なり、それぞれの部局の反応も一つの価値を体現している
 - ✓ 線引きは行政当局にとっても難しい課題



経済安全保障という考え方を、如何なる形で企業統治にビルトインするのか

- 経済安全保障は、「法務・総務の追加タスク」として処理するだけでは不十分であり、取締役会が理解し、投資家と対話し、取引先と共有し、M&A方針や資本政策に織り込む必要がある。
- ✓ 外部規制を受け身で待つのではなく、自らの経営の中に経済安全保障の観点を統合する

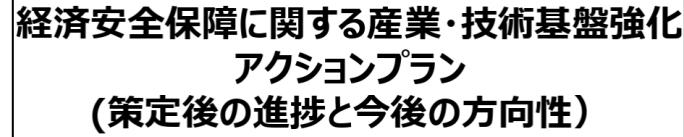
★ コーポレートガバナンスコードについて、ESGを体現する社会的価値に関する要素のみならず、経済安全保障に係る価値的な記載も検討に値するのではないか

「救済」と「抑止」の設計 –国が示すファイナンスの方向性–

国が直接進出する是非は別にして、**最後のカードが存すること**自体が抑止力
[例]



- 重要な物資や技術を担う民間企業への**資本強化**の取組や**政策金融の機能強化**等を進める
- 国民の生存や国民生活・経済活動にとって**重要な物資の製造等**を担う民間企業への**資本強化**を含めた支援の在り方について、更に検討を進める



- 公正な市場原理によらない要因によって我が国の民間企業の経営基盤が損なわれるリスクに対しては、従来型の産業金融政策では十分に対応できない可能性があることを踏まえ、**非市場的要因によって財務状況や資金繰りに影響を受けた民間企業を支援する政策金融**の在り方について検討。
- 我が国の経済安全保障上重要な物資の安定供給を妨げる事態等を阻止するため、重要な物資の製造や技術を担う**民間企業への資本強化の取組**について検討

「設計」の重要性 –細部に宿る–



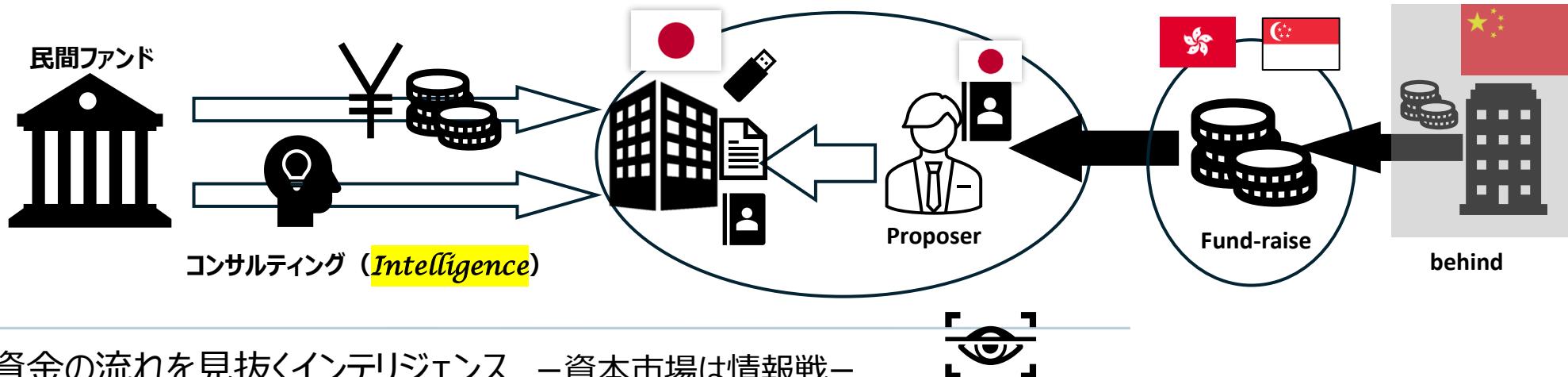
国による救済は制度として透明でなければならず、**対象と条件と手続**が必要

- 国（経済産業省）による**新たなファイナンスの仕組み**は評価できる一方、救済はモラルハザードを生む
- ✓ 救済の副作用を恐れて「救済ゼロ」を選べば、結果として**技術流出の代償**を社会・国家が支払う
- ✓ しかし、救われる前提があれば、**経営の緊張は緩む**

民間ファイナンスの重要性とインテリジェンス

経済安全保障分野における**民から民へのファイナンス**の重要性

- 資本形成を支援するファンド（**民間の経済安全保障ファンド**）や、専門的なコンサルティング（法務・税務の他、**インテリジェンス**等をサポート）が重要な役割を果たす
- ✓ 資本市場で過小評価され、敵対的買収の脅威に晒される企業に対し、少なくとも「規制で止める」だけではなく、「救う」選択肢がない限り、企業は追い詰められ、最終的に望まぬ形での売却を選ぶ



資金の流れを見抜くインテリジェンス -資本市場は情報戦-

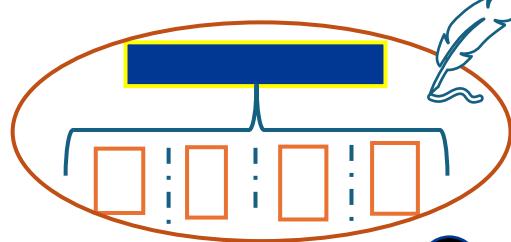
買収提案者の資金がどこから来ているかを見抜く、**インテリジェンス**の重要性

- 資本市場は情報戦の舞台であり、経済安全保障はその情報戦を一段深くする
- ✓ 敵対勢力による浸透工作の典型：「実行行為は国内、名義上は友好国籍、だが本体は別」という現実は、既存の規制枠組みを容易くすり抜ける

日本版CFIUSの創設

最大の課題は、該非の審査そのものより、その前提となる**情報の集約**

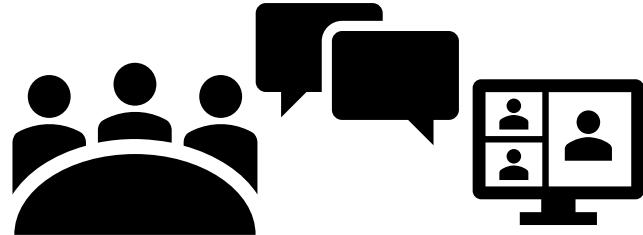
- 所管大臣が一次審査として粗こなしをし、考量及び精査が必要な案件を内閣官房等へ上げ、ここで**インテリジェンスを集約した二次審査へ進む**という流れが考えられる
- ✓ 縦割り行政（情報が偏在し、全体像が不明瞭）を克服するための組織設計が重要



[As Is]

財務省
Ministry of Finance, JAPAN

+ 所管省庁



[To Be]

財務省
Ministry of Finance, JAPAN

 経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

+ 所管省庁


内閣
Cabinet Secretariat
官房

(国家安全保障局)
(国家情報局?)



企業は「待ち」から「準備」へ

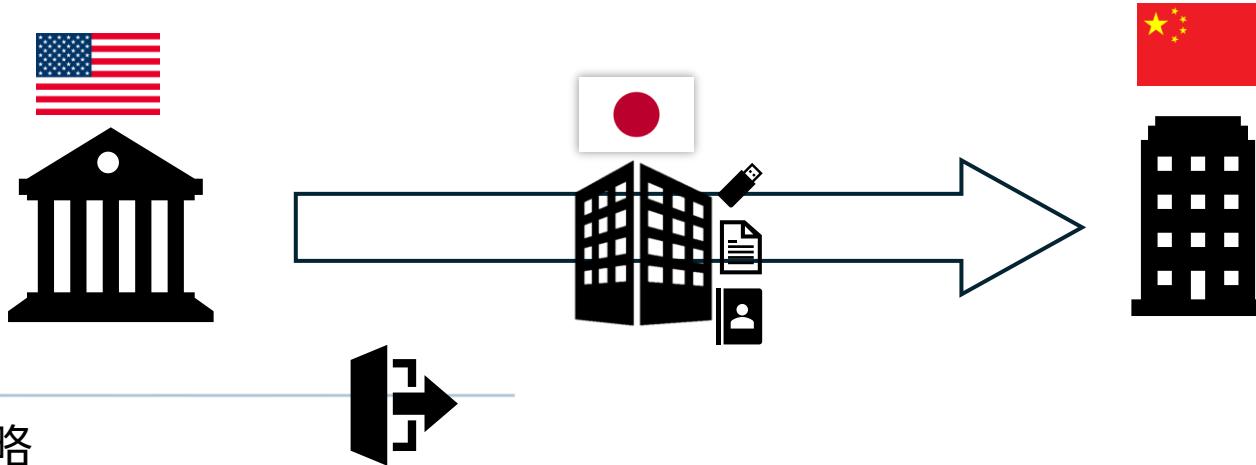
- 企業は**どの情報を揃え、どの論点を潰し、どの誓約を用意すべきか**を、これまで以上に自律的に考える
- ✓ 日本版CFIUSが高いレベルで機能しなければ、単に審査の層が増え、時間と不確実性が拡大するだけとなろう



同盟国資本の難しさ

経済安全保障が**単なる防御**ではなく、**同盟の産業政策**と結びつく現実

- 安全保障の観点からは同盟国への介入が難しい一方、首脳会談や覚書に基づくR&D協力が進むなら、**買収・出資・合弁などの資本関係の構築はむしろ政策的に望ましい**とする判断に傾きがち
- ✓ ファンドは最終的にエグジットで高く売ることが目的であり、売り先は流動的



問われる「出口」戦略

同盟国資本の管理が「**入口**」ではなく「**出口**」で問われる

- ファンド時代には、投資はプロセスであり、**出口までの全期間を管理対象**としなければ意味がない
- ✓ 従来の投資審査は、**投資時点**での国籍や主体で判断しがちだった

経済安全保障の観点を**M&A契約の条項、ガバナンス、情報アクセス制限、再売却制限、重要技術の取り扱い**に落とし込む必要がある



インプリケーション ー守るために、攻めるー

- 経済安全保障は企業活動のブレーキではなく、**設計次第では、戦略のエンジン**になり得る。
- そのためには、真に「**経済安全保障をビルトイン**」することが必要（法務部任せにしない）
- ✓ 企業の基本設計として技術と供給網、資本政策、M&A方針、インテリジェンス、サイバーセキュリティ、情報管理、同盟国協力、そして出口管理までを統合することが求められる

「国家」と「企業」に突き付けられたもの



- 「国家がステークホルダーである」なら、国家は単に禁止するだけでなく、育成や救済、そして公平な競争条件（レベルプレイングフィールド）の回復に責任を負い、設計した**制度には整合性**が求められる
- ✓ 外為法の見直し、食料安全保障的視点の導入、情報集約機構としての日本版CFIUSの設置、同盟国ファンドの出口管理、等

- 指定業種該当性を**自ら点検**し、資金の流れを**見抜く**目を持ち、買収提案に対して安全保障と市場原理の双方を踏まえた**説明責任**を果たす（国家に委ねきりにせず、企業が自律的に備える）
- ✓ あなたの会社の価値のうち、株価に反映されない部分は何か
- ✓ その価値を守るために、規制以外に如何なる形で資本、契約、情報の手当てを行っているか



経済安全保障が、企業支配権市場に、**不可避にそして奥深く**入り込んできた現実を直視

★議論は「例外措置」ではなく、企業の「基本設計」で行われなければならない

- **二律背反と矛盾**を抱えながら、これらを制度と企業統治の内部に注意深く折り置んでいくことが求められる

株主第一
主義



ステークホル
ダー資本主義

開放



防衛

同盟



デイラisksing