

本号の掲載記事

- トピック競争法 「『グリーン社会の実現に向けた事業者等の活動に関する独占禁止法上の考え方』について」
弁護士 酒井紀子
- トピック会社法務 「『企業買収における行動指針（案）－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－』に係るパブリックコメントの受付開始」
弁護士 前野陽平
- 近時の実務話題&裁判例レビュー
弁護士 大川治

トピック競争法

「グリーン社会の実現に向けた事業者等の活動に関する独占禁止法上の考え方」について



弁護士 酒井紀子

近年、大規模な水害や山火事、干ばつなどが世界各地で見られ、日本でも、50年に一度の大雨というような言葉がよく聞かれるようになってきました。これらの一因として、気候変動の問題があげられ、その中心には、温室効果ガス削減があるといわれており、実際にもカーボンニュートラル¹の達成に向けた取組が進められています。2015年のパリ協定、2019年の欧州グリーンディール²、そして、我が国でも2021年の「地球温暖化対策計画」³により方針が具体化されました。ここにいう「グリーン社会」とは、温室効果ガスの削減目標を達成するため、「環境負荷の低減と経済成長の両立する社会」とされています。また、最近ではGX（Green Transformation、グリーントランスフォーメーション）という言葉も使用されているようです⁴。

ところで、グリーン社会の実現に向けて中心的な役割を担うのは、規制や補助金等によって直接的に対応する環境政策等です。一方、独占禁止法及び競争政策は、事業者間の競争を促進して資源の効率的な利用を促し、新たな技術等のイノベーションを引き起こす観点から、グリーン社会の実現に間接的に貢献するものであり、環境政策等を補完する役割を担うものといえます。ただ、競争政策等の方針が明らかでなければ、事業者が取組を行うにあたって疑念を持ち、取組が滞る可能性があります。そこで、公正取引委員会では、グリーン

社会の実現に向けた事業者等の取組に関する競争制限的な行為を未然に防止し、事業者等の取組に対する法適用及び執行について透明性や事業者等の予見可能性を一層向上させることで、事業者等の取組を容易にすることを目的として、「グリーン社会の実現に向けた事業者等の活動に関する独占禁止法上の考え方」というガイドライン（以下「GL」といいます。）を策定しました⁵。従来から、公正取引委員会では、関連する事項について個別のガイドライン⁶で規定していましたが、明確にするために一つにまとめたものです。

GL案に対するパブリックコメントは事業者から寄せられたものが多く、関心の高さを感じることができます。以下では、公表されたGLを中心に説明することにします。

1 概要

(1) 基本的な考え方

グリーン社会の実現に向けた事業者等の取組は、多くの場合、事業者間の公正かつ自由な競争を制限するものではなく、新たな技術や優れた商品を生み出す等の競争促進効果を持つものであり、温室効果ガス削減等の利益を一般消費者にもたらすことが期待されるものといえます。そのため、グリーン社会の実現に向けた事業者等の取組は基本的に独占禁止法上問題とならない場合が多いといえます。一方、事業者等の取組が、

個々の事業者の価格・数量、顧客・販路、技術・設備等を制限することなどにより、事業者間の公正かつ自由な競争を制限する効果（以下「競争制限効果⁷」といいます。）のみを持つ場合には、新たな技術等のイノベーションが失われたり、商品又は役務の価格の上昇や品質の低下が生じたりすることにより一般消費者の利益が損なわれることになり、名目上はグリーン社会の実現に向けた事業者等の取組であったとしても、独占禁止法上問題となります。

(2) GL の構成

GL は、グリーン社会の実現に向けた事業者等の取組が独占禁止法問題となる4つの行為類型をとりあげています。すなわち、(1) 共同の取組、(2) 取引先事業者の事業活動に関する制限・取引先の選択、(3) 優越的地位の濫用、(4) 企業結合です。さらに、事業者がこれらの取組を行うにあたり公正取引委員会へ相談する制度についても述べています。

GL では、基本的には、「独占禁止法上問題となる行為」（以下「問題となる行為」といいます。）と「独占禁止法上問題とならない行為」（以下「問題とならない行為」といいます。）を区別するためのポイントについて説明しています。さらに、理解を促進するために、具体例として72の想定例をとりあげています。このうち共同の取組の事例が40と過半数を占めており、GLがこの部分に重点を置いているということができます。

2 GL の内容

(1) 共同の取組

A 考え方

まず、自主基準の設定、共同研究開発等、競争者間で行われる取組（以下「共同の取組」といいます。）について、不当な取引制限等の観点から検討することになります。「共同の取組」については、「問題とならない行為」、「問題となる行為」及び「問題とならないよう留意を要する行為」の三つに大別することができ、その判断枠組みや判断要素について説明しています。

B 検討方法（判断枠組みと判断要素）

まず、競争制限効果が見込まれるかどうかを検討します。競争制限効果が見込まれない場合は「問題とならない行為」といえます。たとえば、価格等の競争手段に影響を及ぼさない、既存の事業者を排除しないという場合です。つぎに、競争制限効果のみをもたらす場合は「問題となる行為」といえます。具体的には、①価格等の競争手段に影響を及ぼす、②新規参入を制限する、③既存の事業者を排除するなどの場合です。さらに、競争制限効果と競争促進効果が認められる場合は「問題とならないよう留意を要する行為」といえます。この判断においては、競争制限効果及び競争促進効果について、具体

的事情を総合考慮して検討します。この場合、取組の目的の合理性及び手段の相当性を勘案しつつ、市場における競争を実質的に制限するかどうか判断することになります。その際、①競争手段を制限し需要者の利益を不当に害するものではないか、②事業者間で不当に差別的なものではないか、③社会公共的な目的等正当な目的に基づいて合理的に必要なとされる範囲内のものかが、必要に応じて勘案されます。

GL では、例として、自主基準の制定や業務提携があげられています。さらに、業務提携については、技術提携、標準化活動、共同購入、共同物流、共同生産・OEM、販売提携、データ共有などに分類されています。

C 想定例

a 問題とならない行為

業界として行う啓発活動（想定例1）、法令上の義務の遵守対応（同2）、重要な競争手段である事項を対象としない情報交換（同6）、温室効果ガスの削減に向けた共同購入（同28）、温室効果ガス削減に向けた取組のために必要なデータの収集・分析（同39）など

b 問題となる行為

生産設備の共同廃棄（同10）、技術開発の制限（同11）、自主基準の設定に伴う価格等の制限（同16）、価格等の制限を伴う共同研究開発（同22）など

(2) 取引先事業者の事業活動に対する制限及び取引先の選択

A 考え方

取引先事業者の事業活動に対する制限及び取引先の選択について、不公正な取引方法又は私的独占の観点から検討することになります。

B 検討方法

行為類型から市場閉鎖効果、価格維持効果⁸が生じるおそれがない場合については、「問題とならない行為」といえます。他方、競争制限効果と競争促進効果が認められる場合は、目的の合理性及び手段の相当性を勘案しつつ総合考慮して検討されます。

GL では、例として、取引先選定に係る基準の設定、たとえば、競争者との取引・競争品の取扱の制限、販売地域制限、選択的流通、販売方法の制限、取引拒絶等があげられています。

C 想定例

a 問題とならない行為

温室ガス削減に係る一定の基準を満たした流通業者のみに対する商品の供給（同45）、温室効果ガス削減に係る一定の基準を満たさない取引事業者との取引の打ち切り（同49）など

b 問題となる行為

小売業者に対する競争品の取扱い禁止（同 42）、安売り業者への販売禁止を目的とした選択的流通（同 46）など

(3) 優越的地位の濫用

A 考え方

(2) で述べた取引の相手方に関する行為のうち、「優越的地位の濫用」の観点から特に検討を要する行為を取り上げています。取引において生じるコスト増や不利益などを劣後する取引先に負担させるなどについて、独占禁止法2条9項 5号に従って判断枠組みや判断要素を説明しています。

B 検討方法

独占禁止法2条9項 5号の各要件について判断されることとなります。具体的な行為としては、購入利用強制（同号イ）、経済上の利益の提供要請（同号ロ）、取引の対価の一方的決定（同号ハ）などがあげられ、これらの行為が不当に行われたものであるかどうか検討されることとなります。

C 想定例

a 問題とならない行為

取引先のコスト上昇を反映した対価の設定（同 64）など

b 問題となる行為

温室効果ガス削減等を名目とした金銭の負担要請（同 61）、取引の相手から収集したデータの一方的な自己への帰属（同 63）、従来品より温室効果ガス排出量を削減した使用に基づく発注における対価の一方的決定（同 65）など

(4) 企業結合

A 考え方

共同研究開発や事業活動の効率化の推進のために事業者間で株式を取得したり、共同出資会社⁹を設立したりするなど、「企業結合」の観点から検討を要する行為を取り上げています。こうした企業結合は、研究開発活動を活発化させて温室効果ガス削減に貢献する新たな技術の開発等のイノベーションを起こしたり、生産・流通の効率化を実現したりすることにより競争を促進することもあります。①需要者の選択肢が狭まり需要者が価格上昇の不利益を被るだけでなく、②需要に適切に対応しようとする事業者のインセンティブが失われ、かえって技術開発や実装が阻害されることもありえます。このような観点から企業結合について、判断枠組みや判断要素を説明しています。

B 検討方法

企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針に従って検討されます。一定の取引分野の画定や競争を実質的に制限することとなるかについて判断するにあたり検討されることとなります。

C 想定例

a 一定の取引分野

化石燃料を動力源とする商品と電気を動力源とする商品の市場画定（同 67）、発電事業全体と再生可能エネルギー事業の重層的な市場画定（同 68）

b 問題とならない行為

研究開発のため競争業者の株式を取得する場面において市場に有力な競争業者が存在する場合（同 69）、研究開発活動を行う共同出資会社の設立による水平型の企業結合（同 70）

c 問題となる行為

特定の市場において独占に近い状況を生じさせる水平型企業結合（同 71）

(5) 公正取引委員会への相談

グリーン社会の実現に向けた事業者等の具体的な取組に対して、委員会が個別の相談を受けた際の対応について説明しています。相談には、事前相談制度による相談とそうでない相談があります。前者は、事前相談申出書を提出し、書面で回答が得られますが、申出者、相談・回答の内容が公開されます。他方、後者は、口頭による申出に対し相談・回答も口頭となりますが、非公表とされています。いずれの制度によるかは、事業者が選択することができます。

3 今後について

パブリックコメントを見ると、より細かな判断方法を明確にすることが求められていますが、具体的な事情により判断することが必要なこともあり、判断の枠組みは包括的なものとなっています。現状では、具体例が多数存在するというわけではなく、実際に問題になる場合は相談制度の利用を推奨しています。ただ、今後も継続的に事例を追加すること、考え方の見直しをすることなどによって、より具体的な基準を明らかにしたいとも述べています。

(注)

1 カーボンニュートラルとは、温室効果ガスの排出を全体としてゼロとすることを意味し、二酸化炭素をはじめとする温室効果ガスの「排出量」（人為的なもの）から、植林、森林管理などによる「吸収量」（同）を差し引いて、合計を実質的にゼロとすることを意味しています。

https://ondankataisaku.env.go.jp/carbon_neutral/about/
2 EUでは自動車メーカーが窒素酸化物の浄化装置の技術開発を制限するカルテルを行ったとして総額8億7518万9000ユーロの制裁金が賦課されている（2021年7月8日）。

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_3581
3 2021年10月22日閣議決定され、2050年のカーボンニュートラル実現、2030年度に温室効果ガスを2013年度から46%削減することを目指すこととされています。

<https://www.env.go.jp/content/900440193.pdf>

4 <https://journal.meti.go.jp/p/25136/>

5 2023年3月31日公表

<https://www.jftc.go.jp/houdou/pressrelease/2023/mar/230331/bessil.pdf>

6 共同研究開発に関する独占禁止法上の指針（1993年）<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/kyodokenkyu.html>

事業者団体の活動に関する独占禁止法上の指針（1995年）<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/jigyoshadantai.html>

リサイクル等に係る共同の取組に関する独占禁止法上の指針（2001年）

<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/risai-ikuru.html>

7 ガイドラインでは、競争を制限する効果と競争を阻害する効果を合わせて統一的に「競争制限効果」と称しています。

8 競争制限効果は、市場閉鎖効果、価格維持効果が認められるかで判断します。市場閉鎖効果は、価格を制限する行為

以外の行為によって、新規参入者や既存の競争者が排除される又はこれらの取引機会が減少するような状態をもたらすおそれが生じる場合です。価格維持効果は、同じく価格を制限する行為以外の行為によって、当該行為の相手方とその競争者間の競争が妨げられ、当該行為の相手方がその意思で価格をある程度自由に左右し、当該商品の価格を維持し又は引き上げることができるような状態をもたらすおそれが生じる場合をいいます。流通・取引慣行に関する独占禁止法上の指針参照。

<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/ryutsu-torihiki.html>

9 2以上の会社が、共通の利益のために必要な事業を遂行させることを目的として、契約等により共同で設立し、又は取得した会社をいいます。

トピック 会社法務

「企業買収における行動指針（案）－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」に係るパブリックコメントの受付開始



弁護士 前野 陽平

1 はじめに（本指針第1章）

(1) 本指針の策定経緯（本指針1.1）

経済産業省は、公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指し、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上やベストプラクティスの提示に向けた検討を進めるべく、2022年11月に「公正な買収の在り方に関する研究会」を立ち上げました。同研究では、諸外国における法制度や実務、国内外の関係者から提供された意見等も踏まえつつ、我が国におけるM&Aを健全な形で更に発展させていく観点から、買収に関する当事者の行動の在り方等についての検討が行われてきました。そして、同省は、今般、同研究会における議論を踏まえて「企業買収における行動指針（案）－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」（以下「本指針」）を策定し、パブリックコメントの受付を開始しました¹。パブリックコメントは2023年6月8日から同年8月6日まで受け付けられ²、その後、寄せられた意見を踏まえて本指針が正式にリリースされる予定です。本指針では、M&Aによる上場会社の経営支配権の取得について緻密に分析されており、買収者・対象会社・株主等の利害関係者にとって有益な内容と考えられますので、本稿ではその概要をご紹介します。ご関心の高い方におかれましては、原文をご一読のうえ、パブリックコメントを寄せられてみてはいかがでしょうか。

(2) 本指針の意義と位置づけ（本指針1.2）

本指針の目的は、上場会社の経営支配権を取得する買収を巡る当事者の行動の在り方を中心に、M & Aに関する公正な

ルール形成に向けて経済社会において共有されるべき原則論及びベストプラクティスを提示することとされています。また、経済産業省は2019年に「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下「公正M&A指針」）を策定し³、公正なM&Aに関する原則論を示しているところ、本指針には、公正M&A指針が示した原則を継承・発展しつつ、公正なM&A市場の確立に向けたさらなる一助となり、更には望ましい買収の実行を促進させることが期待されています。

(3) 本指針の対象（本指針1.3）

本指針は、買収者が上場会社の株式を取得することでその経営支配権を取得する行為を主な対象とするものとされています⁴。買収の方法については、金銭を対価として、公開買付け、市場内買付け、相対取得等により株式の取得を行う場合を主に念頭に置っていますが、株式を対価とする株式の取得や、合併、株式交換、株式交付等の組織再編によって経営支配権を取得する場合も対象として該当し得るものとされています。

2 原則と基本的視点（本指針第2章）

(1) 3つの原則（本指針2.1）

第2章では、上場会社の経営支配権を取得する買収一般において尊重されるべき「原則」として、以下の3つが提示されています。

① 第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則

望ましい買収か否かは、企業価値⁵ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきであるという原則です。

② 第2原則：株主意思の原則

会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきであるという原則です。

③ 第3原則：透明性の原則

株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきであり、そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきであるという原則です。

(2) 基本的視点（本指針 2.2）

また、「基本的視点」として以下の3つが提示されています。

① 望ましい買収（本指針 2.2.1）

買収が成立した場合には、買収者は自らの経営戦略の実行により向上した企業価値が買収対価を上回る部分を享受でき、他方で、株主は買収対価が足元の株価を上回る部分（いわゆるプレミアム）を享受できます。このように、買収取引の実施について買収者や対象会社、株主には動機があり、これらの者が合理的に行動し買収取引が活発に行われることを通じて、シナジーによる価値向上や、経営の効率の改善を促すことが期待され、加えて、買収の可能性があることは現在の経営陣に対する規律として機能するとされています。また、これらの買収の機能が発揮され、市場が経済的な効果を上げるためには、対象会社の経営陣が会社と株主の利益を損ねて買収を阻止しようとする、買収に応じて株式を売るか否かの判断において株主が自らの本来の意思に反する行動を強いられる、買収者が本来享受すべきではない利益を買収を通じて得る、といった問題が生じないよう、買収の当事者・関係者が尊重し遵守すべき行動規範が求められるとされています。

② 企業価値の向上と株主利益の確保（本指針 2.2.2）

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合（積極的に買収提案を模索している場合も含まれます。）においては、対象会社の取締役が会社及びその株主の利益のために行動する、すなわち、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断することに加えて、株主が享受すべき利益が確保される取引条件⁶で買収が行われることを目指して合理的な努力が行われるべきとされています。また、こうした努力が適切にされる場合には、買収が企業価値を向上させ、かつ、その企業価値の増加分が買収者と対象会社の株主の間で公正に分配されるような取引条件で行われたものと期待しやすいと考えられるとされています。

③ 株主意思の尊重と透明性の確保（本指針 2.2.3）

会社を支配する者の変動に関わる事項については、原則として、株主の合理的な意思に依拠すべきであるが、買収者や対象会社の取締役会と株主の間には情報の非対称性があり、買収の是非や取引条件に関する正しい選択を株主が行うためには、十分な情報が株主に提供される必要があるとされています。このように、前述の第2原則（株主意思の原則）及び

第3原則（透明性の原則）は、第1原則（企業価値・株主共同の利益の原則）を実現する前提として求められるものといえるかとされています。

3 買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範（本指針第3章）

第3章では、経営支配権を取得する買収提案を巡る取締役・取締役会の行動規範について、局面に応じた考え方が整理されています。

(1) 買収提案を受領した場合（本指針 3.1）

① 取締役会への付議・報告（本指針 3.1.1）

経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則とされています。また、買収提案を取締役に付議しない場合でも、速やかに取締役会に報告することにより、取締役会による経営陣に対する監督機能を発揮させるべきとされています⁷。

② 取締役会における検討（本指針 3.1.2）

付議された取締役会では、「真摯な買収提案」（具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案。英語の bona fide offer に相当する。）に対しては「真摯な検討」をすることが基本とされています⁸。「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が「真摯な検討」を進める際には、買収提案についての追加的な情報を買収者から得つつ、買収後の運営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することとされています。

(2) 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合（本指針 3.2）

① 想定される場面（本指針 3.2.1）

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、対象会社の取締役・取締役会は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきであるとされています。取締役会として買収提案を検討した結果、経営支配権を取得する買収に応じる方針を決定する場合においては、買収の実行が株主の利益に影響を及ぼす蓋然性が高まることや、価格等に取引条件が主な争点となることから、株主の利益についてより丁寧な検討が求められ、また、会社としての説明責任もより強く求められると考えられるとされています。

② 買収比率や買収対価による差異（本指針 3.2.2）

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、特に、現金対価による全部買収（最終的に100%の株式を取得することを買収者がコミットしている買収）の提案である場

合には、株主が対象会社株式への投資から利益（支配権プレミアムも含む）を得る最後の機会となるため、株主にとっては価格面での取引条件の適正さが特に重要となるとされています。他方、部分買収の提案である場合には、買収後も一部の株主は少数株主として残ることになるため、価格面での取引条件の適正さだけでなく、買収後の企業価値が中長期的に向上するかどうかも、全部買収の場合と比較して特に重要な判断軸となるとされています。

③ 株主にとってできる限り有利な取引条件を目指した交渉（本指針 3.2.3）

取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件（価格に加え、買収比率や買収対価も含み、また、取引の蓋然性の高さも重要な考慮要素となる。）の改善により、株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきとされています⁹。通常は、このような真摯な交渉等を行うことにより、企業価値を高めつつ、株主にとってできる限り有利な取引条件が実現されるものと考えられるとされています。

(3) 公正性の担保－特別委員会による機能の補完・留意点（本指針 3.3）

特別委員会については、個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討すべきとされています¹⁰。

4 買収に関する透明性の向上（本指針第4章）

第4章では、上場会社の経営支配権を取得する買収一般に関する第2原則（株主意思の原則）及び第3原則（透明性の原則）を実現するために、買収者及び対象会社の双方の観点から、買収に関する透明性の向上の在り方が提示されています。

(1) 買収者による情報開示・検討時間の提供（本指針 4.1）

① 買収者による株式の取得と情報開示（本指針 4.1.1）

買収者が株式の取得を進める場合には、5%以下で株式を取得する段階（当初段階）、5%超の株式を取得し、大量保有報告書を提出した後の段階（5%超の段階）、市場内での株式取得や公開買付けの実施等により経営支配権を取得する段階（買収時の段階）などによって、投資の性質や市場への影響、求められる透明性が異なると考えられるとされています。各段階において、買収者が大量保有報告制度や公開買付制度などを遵守することにより、透明性を高め、株主に十分な情報や時間を提供することで、株主の適切な判断（インフォームド・ジャッジメント）が行われることが期待されるとされています。

② 買収に関する検討時間の提供（本指針 4.1.2）

株主によるインフォームド・ジャッジメントの機会を確保する

ためには、情報のみならず、対象会社の株主や取締役会に対して十分な時間が提供されることも重要とされています。例えば、公開買付制度においては、対象会社は公開買付期間を30営業日まで延長させることができるものの、この日数では不足すると客観的に考えられる場合には、買収者は、当初より公開買付期間を長く設定する、もしくは、対象会社やその株主のニーズも踏まえ合理的な範囲で期間を延長することが望ましいとされています。

(2) 対象会社による情報開示（本指針 4.2）

経営支配権を取得する買収が実施される際に対象会社からの情報開示を充実させ、取引条件の妥当性等についての判断に資する重要な判断材料を提供することで、株主によるインフォームド・ジャッジメントが可能となるとされています。また、対象会社が買収提案をどのように取り扱い、買収実施に至ったのかについて事後的に情報開示を行い、取引条件の形成過程の透明性を向上させることで、一般株主等の目を意識したより慎重な検討・交渉等が行われることが期待できるとされています。

(3) 株主の意思決定を歪める行為の防止（本指針 4.3）

株主が買収に対する判断を行う際には、必要な情報の提供を受けたいと、合理的な意思決定が阻害されない状況が確保されることが重要であるとされています。本指針では、このような観点から、買収者又は対象会社による望ましくない行為の具体例として、①強圧的二段階買収等の強度の強圧性を有する買収手法を行うこと、②不正確な情報開示や株主を誘導するような情報開示・情報提供を行うこと、③買収の意図があるにも関わらずそれを隠して買付けを進めることなどが列挙されています。

5 買収への対応方針・対抗措置（本指針第5章）

(1) 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方（本指針 5.1）

第5章では、買収への対応方針・対抗措置¹¹に関するこれまでの司法判断も踏まえ、株主意思の尊重、必要性・相当性の確保、事前の開示、資本市場との対話という観点から、買収への対応方針・対抗措置について言及されています。

(2) 株主意思の尊重（本指針 5.2）

対応方針に基づく対抗措置の発動は、会社を支配する者の変動に関わるものであることから、株主の合理的な意思に依拠すべきとされています。そして、対応方針の導入の段階、又はこれに基づく対抗措置の発動の段階で、株主総会における承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置といえるかとされています。これまでの司法判断を踏まえると、株主総会における決議を経ることで、対抗措置の発動の適法性が相対的に認められやすくなるもの

と考えられるとされています¹²。

(3) 必要性・相当性の確保（本指針 5.3）

対応方針に基づく対抗措置の発動は、株主平等の原則、財産権の保護、経営陣の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきとされています¹³。

(4) 事前の開示（本指針 5.4）

対応方針を平時¹⁴に導入し、開示することによって、一定以上の株式を取得する場合には対抗措置が用いられ得ることについて、買収者、株主等の事前の予見可能性が相対的に高まると考えられ、対応方針の内容を見て投資の意思決定を慎重に行う、買収の手法を工夫して買収を試みるなどの対応が可能となりうるとされています¹⁵。

(5) 資本市場との対話（本指針 5.5）

個々の会社の規模や状況等によって、対応方針の要否や求められる方策は異なりうるため、中長期的な企業価値の向上の観点から、対象会社と機関投資家との間で建設的な対話がされることが、本来望ましい姿であるとされています。対象会社は、対応方針の導入が一つの経営戦略として必要だと考える場合には、その理由について丁寧に対話や情報開示を行うとともに、取締役会の構成の独立性を高めていく（例えば社外取締役の比率を過半数とする）ことや、社外取締役を主体とする特別委員会の判断を最大限尊重することで公正さを担保すべきとされています。本指針では、このような対話や情報開示をするに際して、対象会社と機関投資家が目線合わせをするための方策の具体例として、①対抗措置の発動時に必ず株主総会に諮る設計とすること、②発動要件を限定した設計とすること、③特殊な状況下の時限的な措置として設計することが例示されています。

6 おわりに（本指針第 6 章）

本指針が示す原則論及びベストプラクティスが、我が国経済社会において定着し、国内外の信頼の向上と公正で質の高い M&A 市場の発展に寄与していくためには、買収取引に関わる企業や資本市場の関係者が本指針の趣旨を理解し、その実現に向けて各々の役割を適切に果たしていくことが求められ、また、本指針が対象会社・買収者の経営陣や取締役、株主・投資家、アドバイザーといった諸関係者によって尊重され、我が国経済社会の行動規範となり、その変化を促していく契機となることを期待するとされています。

(注)

1 <https://www.meti.go.jp/press/2023/06/20230608002/20230608002.html>

2 なお、英語版も公表されており、英語でのパブリックコメントも受け付けられています。

3 https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_market/pdf/20190628_shishin.pdf

4 そのうち、対象会社の経営陣からの要請や打診を受けて買収者が買収を提案する場合のみならず、経営陣からの要請や打診が行われていない中で買収提案が行われる場合（英語の unsolicited offer / bid に相当）についても射程に含まれており、特に後者の場合はその買収の是非について買収者と対象会社の間で対立が生じ得ることもあることから、この点を意識した検討が行われています。

5 企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和であるとされています（本指針 1.4）。

6 取引条件とは、買収の条件をいい、典型的には、金銭を買収対価とする買収における買収価格や、株式を買収対価とする買収における株式交換比率等が該当するとされています（本指針 1.4）

7 取締役会に付議すべき買収提案と言えるかどうかは、外形的・客観的に判断されるものであり、口頭の提案ではなく提案書の形式を取っている、匿名での打診ではなく買収者が特定されている、買収価格や買収時期について記載があるなどの具体性を買収提案が有していることが重要な判断材料となるとされています。また、取締役会における取扱い（付議するか報告に留めるか等）を判断するにあたっては、買収提案の具体性に加え、例えば買収者としてのトラックレコード、資力の蓋然性など買収者の信用力も考慮することが考えられるとされています。

8 「真摯な買収提案」の該当性は、取締役会として今後、時間とコストをかけて「真摯な検討」を進めるに値する提案かどうかを判断するための一つの指標であるが、検討の当初段階で用いられるだけでなく、検討を進めた後の段階において検討の継続・中止を判断する際にも用いられることが想定されているとされています。

9 具体的には、取締役・取締役会として、買収者との間で企業価値に見合った買収価格に引き上げるための交渉を尽くす、競合提案があることを利用して競合提案に匹敵する程度に価格引き上げを求める、部分買収であることによる問題が大きいと考える場合には全部買収への変更も含めて交渉するなど、企業価値の向上に加えて株主利益の確保を実現するための合理的な努力を貫徹すべきであるとされています。

10 特別委員会の設置が有用と考えられる例として、キャッシュ・アウトの提案であることから取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合、買収への対応方針・対抗措置を用いようとする場合、その他市場における説明責任が高いと考えられる場合（例えば複数の公知の買収提案がある場合等）が例示されています。

11 買収への対応方針又は単に対応方針とは、一定の場合に資金調達などの事業目的を主要な目的とせずに差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当て等を行うことにより、自社に対する買収に対抗する旨を定めた対応の方針をいい、また、買収への対応方針の具体的内容を決定することを「導入」といい、買収への対応方針で定めた新株予約権無償割当て等の具体的な行為を「買収への対抗措置」又は単に「対抗措置」といい、対抗措置を実行することを「発動」というとされています（本指針 1.4）。

12 「別紙 3:買収への対応方針・対抗措置（各論）」の 1.(1)によれば、対抗措置の発動について株主総会の承認を得る場合（取締役会で新株予約権無償割当てを決議した後で事後的に株主総会の承認を得る場合を含む）、原則として対抗措置の必要性が推認されるものと考えられ、具体的には、次の①・②のような事情が考慮されることによって、必要性が推認さ

れるものと考えられるとされています。①株主総会の承認を得ることは、株主総会において買収に関する株主の意思を確認するための時間・情報を確保するという必要性を示す事情となる。加えて、株主が買収への賛否を判断する機会を株式の売却の意思決定とは別に設けることで、強圧性のある買収手法が用いられる際に、強圧性のない状況で株主が判断できる機会を確保するという必要性を示す事情となる、②買収に関する様々な要素について株主が総合的に勘案の上で、買収により企業価値ひいては株主共同の利益が害されていると考えて承認することは、対抗措置の発動が会社の利益の帰属主体である株主の合理的意思に依拠するという意味で、必要性を示す事情となる。

13 「別紙3：買収への対応方針・対抗措置（各論）」の2.において、必要性の確保については、①時間・情報・交渉機会の確保、②強圧性のある買収手法への対応、③必要性を基礎づける要素についての考え方、相当性の確保については、①損害回避可能性、②損害軽減措置、③損害の予見可能性（危険の引受け）、④各要素間の関係といった観点から、詳細に整理されています。

14 平時とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識していない段階をいい、有事とは、特定の者による買収の計画、提案又は開始について対象会社が認識して以降の段階をいうものとされています（本指針1.4）。

15 この場合、買収者が一定以上（トリガー基準）を超えて市場で買い付ける行為に歯止めをかける側面があり、また、損害の予見可能性は、対抗措置の相当性を基礎づける要素として考慮され、これらの効果に着目して、実務上、株主総会決議を経た上で、平時において対応方針を導入・継続する会社があるとされています。他方で、事前に開示されていることで、導入企業は（望ましい買収も含めて）潜在的な買収候補から除外されている可能性があり、経営への外部からの規律が弱まるという指摘もあるとされています。また、「対抗措置が用いられ得ること」が予見可能なだけでは、対抗措置の発動を回避できる可能性がもたらされるとは限らず、これに加えて「どのような場合に対抗措置が用いられるか」について予見可能性が高いことも重要と考えられるとされています。（「別紙3：買収への対応方針・対抗措置（各論）」の3.）

近時の実務話題 & 裁判例レビュー



弁護士 大川 治

知的財産戦略本部、知的財産推進計画 2023 を公表¹（令和5年6月9日）

知的財産戦略本部は、我が国が置かれた現状を整理し、これを踏まえて今後の知財戦略に重要となる政策課題と施策を整理した「知的財産推進計画²2023」を公表しました。本稿においては、とりわけ目を惹く「スタートアップ・大学の知財エコシステムの強化」（以下「本施策」といいます。）と題する施策をご紹介します。

近年、価値の源泉や産業構造が急激に変化する中で、グローバル化や市場ニーズの多様化にスピーディーに対応することが、日本経済の持続的な成長に不可欠です。これを実現していくためには、スタートアップの機動性を活かして、技術をスピーディーに社会実装することを要します。しかしながら、スタートアップにとって、特許をはじめとする知財戦略を独自に構築することは困難であることから、大学で創造された技術やアイデアをスタートアップに取り込む仕組みを構築し、スタートアップ・大学を中心とする知財エコシステムを整備することが急務です。

かかる現状整理を前提に、本施策においては、①大学等に対して、スタートアップにより研究結果の事業化を図る予定の技術に対する海外出願等費用への補助等を内容とする「大学

における研究成果の社会実装機会の最大化」、②企業に対するスタートアップへの情報開示の推進等、民間においても、知財を活用した既存企業とスタートアップの連携を促進する「知財を活用した大企業とスタートアップの連携促進」、③ 知財戦略の構築支援に必要な人材育成・人材の流動化を進めること等を内容とする「知財をフル活用できるスタートアップエコシステムの構築」が示されました。

「知的財産推進計画」は、基本的に毎年1回改訂され、我が国における知的財産政策のトレンドを押さえることができます。本施策以外にも、「急速に発展する生成AI時代における知財の在り方」「デジタル時代のコンテンツ戦略」をはじめとした重点10施策が示されておりますので、一度目を通されてはいかがでしょうか。

（注）

1 https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/kettei/chizaikeikaku_kouteihyo2023.pdf

2 知的財産基本法23条1項の規定に基づく知的財産の活用等に関する推進計画。

デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会「デジタルマネーの権利と移転」報告書を公表¹（令和5年6月9日）

日本銀行金融研究所が設置した「デジタルマネーの私法上の性質を巡る法律問題研究会」が公表した本報告書では、利用者が有する権利の性質としては、債権または信託受益権であり、その移転については、いくつかの法律構成がありうるものの、預金債権の消滅・発生に準じた法律構成を採用することが指摘されています。

そのうえで、そのような法律構成を採用した場合に、転得者の保護や倒産時における利用者の保護を確保するためのルール等の整備について、日本の制度の現状に加え、米国の制度を中心とした海外におけるデジタル資産に関する動向についても検討し、今後の日本の制度設計の参考になるとしています。

デジタルマネーが資金決済手段として広く普及すれば、デジタルマネーの転得者の保護、デジタルマネーの発行者や仲介者の倒産時における利用者の保護が問題となる場面は必ず生じてきます。デジタルマネーにかかる利用者の権利の性質や移転の法律構成については、本報告書も踏まえた検討が必要です。

(注)

1 <https://www.imes.boj.or.jp/jp/conference/hou-ritsu/ken2306.html>

本ニュースレターは発行日現在の情報に基づき作成されたものです。
また、本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の状況に応じて日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めていただく必要があります。

本ニュースレターに関するご質問等は下記までご連絡ください。

電話：06-6201-4456（大阪）03-6272-6847（東京）

メール：newsletter@dojima.gr.jp

WEB：www.dojima.gr.jp